



2014 年信托业 专题研究报告

(上 册)



继 2012 年启动信托业重点课题专题研究活动以来，中国信托业协会（以下简称“协会”）不断加大组织和引领行业研发工作力度。2014 年着重就新常态下信托公司如何转型升级、如何创新发展等行业共同关心的热点、难点问题进行深入研究和探讨。

为进一步提高行业专题研究报告的针对性和应用性，保证课题报告的广度、深度和质量，2014 年协会成立了行业研发工作领导小组，建立了行业研发人员专家库，引入行业重点课题竞标机制。并且，于年初启动重点课题征集遴选工作，着力加强对信托基础制度及信托应用方面的研究，招标选聘重点课题牵头单位，经提纲评审、现场调研、撰写报告、专家初评、研发领导小组答辩复审，最终形成 10 篇重点课题研究报告。同时，协会还开展了信托公司自主研究课题成果评选活动，从征集的 41 篇报告中评选出 11 篇有代表性的报告与会员单位分享。

此项行业课题专项研究工作得到了中国银监会非银部及行业研发工作领导小组的悉心指导，全体会员单位的大力支持，重点课题牵头单位和业内外课题调研单位的积极配合，行业人才库的专家们对报告的评审把关，在此一并感谢！

为更广泛地分享研究成果，协会将 10 篇行业研究报告及 11 篇自主研究报告汇编成集，作为“2014 年中国信托业年会”的参阅材料。真诚地希望本报告合集可以对指导行业理论研究和业务操作起到一定的引领和导向作用，更期望通过协会搭建的研发平台，凝聚行业智慧，集结业内外资源，引领行业深化创新转型，破解新常态下行业发展难题，助推中国信托业持续健康发展。

中国信托业协会

2014 年 11 月



行业研究篇

壹、信托公司尽职管理行业标准研究	3
课题牵头单位：中盛律师事务所	
贰、建立信托受益权流通机制与平台探索研究	91
课题牵头单位：华宝信托有限责任公司	
叁、互联网金融与信托行业发展研究	151
课题牵头单位：中铁信托有限责任公司	
肆、信托营销体系建设研究	207
课题牵头单位：新华信托股份有限公司	
伍、家族信托研究	249
课题牵头单位：北京国际信托有限公司	
陆、土地流转信托研究	325
课题牵头单位：中信信托有限责任公司	
柒、公益信托研究	387
课题牵头单位：万向信托有限公司	
捌、个人养老投资信托产品可行性研究	435
课题牵头单位：中国对外经济贸易信托有限公司	
玖、养老信托与养老产业发展研究	481
课题牵头单位：中诚信托有限责任公司	
拾、信托税收制度探讨	523
课题牵头单位：德勤华永会计师事务所 英大国际信托有限责任公司	

自主研究篇

拾壹、区域发展基金的演变、构建与信托实践研究	553
课题单位：中泰信托有限责任公司	
拾贰、基于博弈论视角的信托刚性兑付及其化解	593
课题单位：新华信托股份有限公司	
拾叁、债权型信托直接融资工具之信托型企业私募债模式创新研究	619
课题单位：北京国际信托有限公司	
拾肆、信托公司固有资产配置与信托业务流动性风险管理的实证研究	661
课题单位：厦门国际信托有限公司	
拾伍、上海自贸区助力信托业转型研究报告	679
课题单位：方正东亚信托有限责任公司	
拾陆、城市分化与去化风险评估	713
课题单位：中诚信托有限责任公司	
拾柒、私人财富管理市场前景展望与策略分析	745
课题单位：新华信托股份有限公司	
拾捌、农村土地流转综合评估与大数据监测报告	783
课题单位：中信信托有限责任公司	
拾玖、信托公司跨境资产管理业务初探	853
课题单位：中国对外经济贸易信托有限公司	
贰拾、《论语》：继受信托制度的中国文化土壤	877
课题单位：中铁信托有限责任公司	
贰拾壹、资管新政下信托业的变革之路	897
课题单位：英大国际信托有限责任公	



信托公司尽职管理行业标准研究

课题牵头单位：中盛律师事务所

课题组成员：

李 佳	李光涛	熊 侃	谭琦媛	中盛律师事务所
汤淑梅	王玉国	吕玉丰	马 亮	中诚信托有限责任公司
江赛民	曲晓燕	吴 娜	王和俊	中融国际信托有限公司
冯露君	戈佳琦	洪 枫		云南国际信托有限公司
殷 燕	孔 杨	曾良子	周朝琼	中江国际信托股份有限公司



摘 要

根据我国《信托法》的规定，受托人违反信托目的处分信托财产或者因违背管理职责、处理信托事务不当致使信托财产受到损失的，委托人有权申请人民法院撤销该处分行为，并有权要求受托人恢复信托财产的原状或者予以赔偿。据此，受托人要避免承担不利后果，就必须证明自己的行为符合信托目的，没有违背管理职责且处理信托事务恰当。但《信托法》关于受托人义务的规定较为笼统，对于受托人的职责边界并未予以明确。因此，信托公司作为受托人应当履行哪些义务，怎样判断信托公司是否履行了这些义务，成为当前信托业亟待解决的问题。本报告梳理了英国、美国、日本、中国台湾等国家和地区信托立法及信托业立法关于受托人义务的规定，结合我国现行法律法规对其进行了比较研究，总结了相关司法案例，并对多家信托公司进行了实地调研，最后提出由中国信托业协会在整合现有法律法规的基础上制定实施信托公司尽职指引的总体建议，并就指引的制定提出了五项具体建议：一是区分主动管理类与非主动管理类信托的受托人义务，二是明确信托公司的投资者适当性管理义务，三是区分管理性义务标准与事务性义务标准，四是以信托业务流程为基础确定信托公司尽职管理标准，五是将强行性规范与任意性规范相结合。在此基础上，课题组起草了《信托公司集合资金信托计划尽职指引（建议稿）》，供协会参考。

关键词：尽职管理 标准 受托人义务 谨慎义务 忠实义务



目 录

一、研究范围和研究思路	8
(一) 研究范围	8
(二) 研究思路	9
二、其他国家和地区关于受托人义务的规定	10
(一) 英国	10
1. 概述	10
2. 普通法下的受托人义务	10
3. 2000 年《受托人法》对受托人义务的规定	13
4. 单位信托项下的受托人义务	16
(二) 美国	17
1. 概述	17
2. 《统一信托法》对受托人义务的规定	18
3. 谨慎投资人规则	24
(三) 日本	26
1. 概述	26
2. 日本《信托法》对受托人义务的规定	27
3. 日本《信托业法》的特别规定	30
(四) 中国台湾地区	33
1. 概述	33
2. 受托人的一般义务	33
3. 营业信托受托人的特别义务	38
三、中国关于受托人义务的规定及其与境外立法比较	41
(一) 信托文件的遵守义务	41
(二) 谨慎义务	41
(三) 忠实义务	44



(四) 分别管理义务	45
(五) 亲自处理义务	47
(六) 公平义务	48
(七) 记录保存义务	49
(八) 报告义务	50
1. 受托人积极报告义务	50
2. 委托人、受益人的查询权	51
(九) 保密义务	52
(十) 支付信托利益的义务	53
(十一) 清算义务	53
四、我国法院相关判决要旨	54
(一) 概述	54
(二) 相关判决情况	55
1. 信托目的对信托效力的影响	55
2. 保底条款的效力	56
3. 风险提示与责任承担	56
4. 监管义务与忠实义务的判断	58
5. 善良管理义务与报告义务	61
五、结论与建议	63
(一) 总体建议	64
1. 指引的性质与功能	64
2. 指引的制定模式	65
(二) 具体建议	65
1. 区分主动管理类与非主动管理类信托的受托人义务	65
2. 明确信托公司的投资者适当性管理义务	67
3. 区分管理性义务标准与事务性义务标准	68
4. 以信托业务流程为基础确定信托公司尽职管理标准	69
5. 强行性规范与任意性规范相结合	70
参考文献	70
附录	73



我国《信托法》第二十二条规定：受托人违反信托目的处分信托财产或者因违背管理职责、处理信托事务不当致使信托财产受到损失的，委托人有权申请人民法院撤销该处分行为，并有权要求受托人恢复信托财产的原状或者予以赔偿。正是这一规定，使得对信托公司是否尽到管理职责的判断标准在实践中具有极其重要的意义。从公平合理的角度来看，在具体信托业务中，只要信托公司履行了自己应尽的义务，信托财产出现的风险和损失依法应当由信托财产承担。但是，由于《信托法》对何为违背管理职责、何为处理信托事务不当没有明确规定，关于受托人义务的条文又具有高度概括性，各界对于受托人的职责边界、信托财产的风险分配等问题并不清晰，甚至存在一些错误认识，既不利于受益人利益的保护，也不利于信托业的健康稳定发展。本课题拟对国内相关立法及案例进行梳理，并参考其他国家和地区有关受托人职责的相关规定，从而为明确我国信托公司尽职管理的标准提供建议。

一、研究范围和研究思路

（一）研究范围

在信托活动中，委托人为了受益人的利益，将自己的财产委托给受托人，以受托人自己的名义进行管理、运用和处分，其结果是受托人对信托财产享有名义上的所有权，并且对信托事务的处理拥有较大的自主权。这种情形可能使信托财产处于一种潜在的危险之中，受托人在管理信托财产时很有可能为了追求自身利益的最大化而违背信托目的甚至将信托财产据为己有，从而损害委托人、受益人的利益。因此，如何在确保信托价值与功能的基础上对受托人加以制衡，就成了各国信托立法的关键。综观各国信托立法，对受托人权利义务的规定均是核心内容，甚至英国的主要信托立法直接就命名为《受托人法》。

权利与义务是法律关系的基本要素，从法律角度切入，判断信托公司是否尽职，实际上就是判断信托公司是否履行了受托人义务。受托人义务分为法定义务与约定义务两种类型。法定义务是法律直接规定的受托人应当履行的义务，约定义务是委托人、受益人与受托人之间按照意思自治原则通过协商予以约定的义务。判断信托公司是否尽职，一是根据《信托法》的规定，考察信托公司是否履行了相应的法定义务；二是根据信托文件的约定，考察信托公司是否履行了相应的约定义务。由于约定义务是信托当事人按照自己的意愿进行平等协商的结果，不可能予以规范化、标准化，因此，对信托公司尽职管理标准进行研究，主要讨论的是受托人法定义务的履行。



需要指出的是，在信托法律语境中，对于“尽职管理”存在着狭义与广义的理解。狭义的理解，专指受托人的“谨慎义务”，即受托人在管理、运用和处分信托财产时，应当慎重考虑、谨慎行事，不得因为是为他人利益而草率决策、随意行为，对应于我国《信托法》第二十五条第二款：“受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。”广义的理解，则囊括《信托法》规定的全部受托人义务。根据我国《信托法》，可以梳理和归纳出受托人负有12项法定义务：①信托文件的遵守义务；②谨慎义务；③忠实义务；④分别管理义务；⑤亲自管理义务；⑥公平义务；⑦记录保存义务；⑧报告义务；⑨保密义务；⑩支付信托利益的义务；⑪清算义务；⑫共同管理义务。此外，就信托公司的尽职管理而言，因其他法律法规也对信托公司在管理、运用和处分信托财产时应当履行的职责和义务做了许多规定，这些也包括在尽职管理的内涵之中。

本课题对广义上的尽职管理进行研究。事实上，在《信托法》规定的12项法定义务中，除谨慎义务外，其他义务均有较为明确和具体的规定，实践中也较容易理解，因此，本课题研究的重点和难点是谨慎义务。需要指出的是，信托公司从事信托业务，既要作为平等民事主体向其他信托当事人履行受托人义务，也要作为行政法主体向行政监管部门履行合规义务。鉴于本课题的研究目的是要为信托公司向其他信托当事人履行受托人义务提供参考，故向监管部门履行相关合规义务不属于本课题的研究范围。

（二）研究思路

本课题按照以下思路进行研究：第一，对英国、美国、日本、中国台湾等国家和地区的信托立法及信托业立法进行研究，明确其关于受托人义务的规定；第二，对中国现行《信托法》、《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》以及其他监管规定中涉及信托公司义务的规定予以梳理，明确法律及监管部门对信托公司的具体要求，并与境外立法进行比较研究；第三，搜集涉及信托公司尽职管理的司法判例，由于中国法院在案件审理中很少适用《信托法》，因此，案例检索的范围扩展到银行、证券公司等其他金融机构，在此基础上对相关案例的判决要旨予以提炼和总结；第四，对信托公司开展实地调研，学习、总结行业相关经验；第五，立足于中国法律法规的整合、境外法律的借鉴、行业经验的总结，就信托公司尽职管理标准提出相关建议。



二、其他国家和地区关于受托人义务的规定

（一）英国

1. 概述

英国是信托制度的发源地，其早期的信托业都是由个人来承办，后来随着社会经济的发展，法人受托人的数量逐渐增多，但仍以个人受托人为主。英国的信托业务以遗嘱执行及财产管理为主，并有少量的公司债信托、企业年金基金管理、投资管理信托以及契约型集合投资信托（单位信托，Unit Trust）等。^①

早期的信托制度由英国衡平法首创，法院通过判例的形式逐渐确立了信托设立、变更与终止的必备条件，明确了委托人、受益人及受托人的资格、权利、义务与责任等。19世纪晚期以来，英国信托法的成文趋势不断加强，先后制定了《公益受托人社团法》（1872年）、《司法受托人法》（1896年）、《公共受托人法》（1906年）、《受托人法》（1925年）、《受托人投资法》（1961年）、《受托人代理法》（1999年）、《受托人法》（2000年）等一系列关于信托的成文法。但毋庸置疑的是，2000年修订的《受托人法》是英国信托立法的核心。

英国没有专门调整营业信托的法律，而是分散在银行法、公司法、金融法等法律规范之中。2000年，英国出台《金融服务与市场法》，确立了金融服务局（Financial Services Authority, FSA）的单一监管机构地位。作为一部对整个金融市场进行规范的综合性的法律，《金融服务与市场法》也对营业信托活动做出了明确的规定，一般情况下，经营业务涉及投资活动的法人或个人都须得到金融服务局的批准方可进行相关业务，单位信托、开放式投资公司等重要的投资信托形式在该法案中都有单独的对应条款。

2. 普通法下的受托人义务

在英国，由法院判例发展出来的受托人义务，其核心在于受信义务，这一义务又可进一步区分为注意义务及忠实义务。

（1）注意义务。注意义务主要是指受托人处理信托事务必须谨慎行事，不得因为是关系到他人利益而进行管理就草率决策。如果受托人在处理信托事务时满足了相关注意义务的标准，即使信托财产遭受了损失或者没有获得理应得到的利益，受托人

^① 江芳：《营业信托的受托人权义体系研究》，对外经济贸易大学博士学位论文，2007。



都不必承担个人责任。英国法院对注意义务的认定，经历了从普通谨慎商人标准到专家标准的发展历程。

在英国，早期的信托均为个人信托，信托受托人无权收取信托报酬，并不存在其他类型的受托人。19 世纪末期的一系列判例认为，受托人负有共通的注意义务，由于其不收取报酬，因此仅需尽到普通商人的合理注意，无须承担更高标准的义务，此即普通谨慎商人标准。在 *Speight 诉 Gaunt* 一案中，主审法官 Jessel MR 指出：“作为一般规则，受托人处理信托事务应该像普通商人处理自己的事务那样行事，超过这一点，受托人就没有责任或义务了。要求受托人比谨慎的普通商人还要小心谨慎，无疑是不合理的……因为那样的话，可能根本没有人会担任受托人。”^①

到了 20 世纪，随着信托在商业领域的运用，信托受托人开始呈现出多样化，出现了三种不同类型的受托人：①非专业人员，不收费的“世交”型受托人；②收费的、往往具有专业人员资格的受托人，例如会计师与律师；③法人受托人，例如银行信托部或保险公司，它们自称为法人受托人。^② 由于知识、技能和经济地位存在差异，故不能再统一适用同样的标准。在 1952 年沃特曼遗嘱信托案中，法官 Harman J. 指出：“我并没有忘记，人们期待有偿受托人应比无偿受托人适用更高尽职和知识标准。”这一观点在 1980 年的巴特莱特等人诉巴克利银行信托公司案中被进一步重申，法院在该案判决中认为：“如果受托人例如信托公司，自认为其拥有开展信托管理之特定业务的知识和技能，那么该受托人的勤勉义务标准应当高于不具备特定知识的普通谨慎的受托人开展业务时的义务。”^③

(2) 忠实义务。受托人对信托财产的管理，系基于委托人的高度信赖，因此受托人应忠实地处理信托事务，这样才不悖于信托关系所依存的信赖基础。英国的成文立法对忠实义务并没有做太多规定，忠实义务主要是从历史上的判例中发展出来，其内容主要包括以下几个方面。

第一，不得为自己谋取私利。在 1896 年的 *Bray 诉 Ford* 一案中，Lord Herschell 指出：“这是衡平法院的一个不容变通的规则，一个人处于受信人地位……除非另有明示的相反规定，否则就无权为自己获得利润；法律不允许他将自己处于一种使其职责与个人利益相冲突的地位。在我看来，这个规则并不像有些人所说的建立在道德原则

① 何宝玉：《信托法原理与判例》，北京，中国法制出版社，2013。

② 刘东亚：《论英国信托法受托人的信义义务》，载《河北科技大学学报（社会科学版）》，2004（2）。

③ 葛伟军编译：《英国信托法：成文法汇编》，北京，法律出版社，2012。



的基础之上，而是建立在人性考量的基础上：这些情况下，处于受信人地位的人面临着一种危险，即很可能更看重自身利益而不是责任，因而会损害他们本来有义务保护的人。所以，确立这个规则是再适当不过的。”^①

第二，禁止自我交易。受托人不得以自有财产与信托财产进行交易，其主要理由是，一个人不能同时作为一个交易的买方和卖方。受托人作为信托财产的所有者，在同一交易中既是买方，又是卖方。作为卖方，他应当为受益人的利益卖出最高价；作为买方，他又会为了自己的利益寻求最低价。因此，如果允许受托人以自己所有的财产购买自己作为受托人所有的财产，受托人的职责与其自身利益必然产生冲突，而且其很可能基于管理运用信托财产的有利地位，为了自身利益而损害受益人的利益。该规则也存在例外，主要是：①信托文件允许；②受托人在担任受托人之前已经签订购买信托财产的合同，担任受托人后只是依据该合同完成交易；③受托人辞任很长一段时间后才购买信托财产，但不包括刚辞任不久的受托人；④被提名但宣布放弃受托人职位的，或者没有积极职责的受托人。^②

第三，公平交易。前述的禁止交易规则适用于受托人购买信托财产的所有权，而公平交易规则适用于受托人向受益人购买信托受益权。法官 Megarry VC 在 1977 年的 Tito 诉 Waddle 一案中阐明了公平交易规则，他指出：“公平交易规则是，一位受托人购买了受益人的受益权，这项交易本身并不是无效的，而是受益人可以撤销的，除非受托人能够表明，他没有利用自己的有利地位，已经向受益人充分披露有关信息，并且交易是公平和诚实的。”^③根据这一表述，基于公平交易规则，受托人可以购买受益人的衡平权益，但要承担受益人提出撤销交易的风险。如果受益人提出撤销请求，受托人必须能够证明其在交易过程中未利用自己受托人的优势地位、其向受益人披露了相关的交易信息且该项交易是公平和诚实的，否则，受益人可以撤销交易。

第四，禁止同业竞争。禁止同业竞争，是指受托人在接受一个从事某一业务的信托后，不可以设立与信托业务竞争的营业体。如果允许受托人与信托的业务竞争，受托人的利益与其所负有的义务必然会产生冲突，因此，为了受益人的利益，有必要禁止受托人与信托的同业竞争。英国法院在早期的判例较为严格，后来有所宽松。^④

① 何宝玉：《信托法原理与判例》，北京，中国法制出版社，2013。

② 何宝玉：《信托法原理与判例》，北京，中国法制出版社，2013。

③ 何宝玉：《信托法原理与判例》，北京，中国法制出版社，2013。

④ 孟建兵：《论英国信托法上受托人的忠实义务》，对外经济贸易大学硕士学位论文，2005。



3. 2000 年《受托人法》对受托人义务的规定

英国关于受托人义务及责任的立法，最早制定于 1925 年。2000 年，英国国会对 1925 年《受托人法》进行了修订，一方面，为了适应金融行业的发展及时代发展的需要，放松了过去立法对受托人以信托财产进行投资的限制，赋予受托人较为宽泛的投资权利；另一方面，为保障受益人利益，防止受托人权利的滥用，将受托人的注意义务以成文立法的形式进行了明确规定。

2000 年《受托人法》分为六大部分：①注意义务（the duty of care）；②投资（investment）；③土地之取得（acquisition of land）；④代理人、被指定人、保管人（agents, nominees and custodians）；⑤报酬（remuneration）；⑥杂项及补充条款（miscellaneous and supplementary）。^①

（1）法定注意义务。2000 年《受托人法》第一条规定了法定注意义务。根据该条规定，受托人在行使受托人权限之相关行为时，应当采取合理的注意与技能。判断何为合理的注意与技能，必须考虑两点：受托人具有的或者对外宣称其所具有的特殊知识或经验，以及在经营或从业过程中作为受托人，而被合理期望在该经营或从业过程中应具有的特殊知识或经验。

2000 年《受托人法》修订前，英国法律委员会曾在立法咨询报告中提到了其他几种关于注意义务之标准的提议：第一个提议是“善意行为”（acting in good faith）。第二个提议是“对代理人的所有行为和违约承担转承责任”（being vicariously liable for all acts and defaults of agents）。但这两个提议因要求太低和晦涩而被否决。第三个提议是列举一系列具体准则，但这一提议则因不切合实际而被否决。第四个提议是普通法形成的“普通谨慎商人标准”（prudent person of business standard）。第五个提议是“具体情境中的合理标准”（reasonable in the circumstances standard），这一标准其实就是 2000 年《受托人法》所最终采纳的标准。英国法律委员会认为，事实上，第四个与第五个标准之间可能并没有什么区别，因为“普通人测试”已经承认：相关标准应根据无偿的业余受托人、有偿的职业受托人或者对外表现为职业受托人之身份的不同而有所不同。尽管如此，委员会认为，立法中应当避免任何含有主观因素的表述，因而最终采取了第五个提议。^②

^① 2000 年《受托人法》英文原文参见 <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/29/contents>；本报告引用的 2000 年《受托人法》中文译文均源自葛伟军编译：《英国信托法：成文法汇编》，北京，法律出版社，2012。

^② Graham Moffat et al., *Trusts Law: Text and Materials*, Cambridge University Press, 2009.



根据现行规定，判断受托人是否尽到注意义务，需要结合受托人处理信托事务的具体情境，考虑受托人是否采取了合理的注意与技能；而判断受托人采取的注意与技能是否合理，则需要根据受托人具备的或者应当具备的知识与经验加以认定，而职业的信托受托人有可能因被期望具有更专业的知识及经验而承担更高的标准。

2000年《受托人法》附录1规定了法定注意义务的适用范围，根据该附录，法定注意义务适用于受托人的以下行为：①投资；②取得土地；③选任或审核代理人、被指定人和保管人；④了结债务；⑤投保；⑥取得归复利益、评估和审计。

(2) 注意义务的免除。2000年《受托人法》附录1第7条规定：“如果信托文件中表明注意义务不应该适用或者注意义务不应该适用的范围，该注意义务不适用。”据此，当事人可以通过信托文件免除受托人的注意义务或者对注意义务的适用范围予以限制。

在英国的信托实践中，将受托人的免责条款纳入信托文件的现象非常普遍，专业的信托受托人尤其如此。这种免责条款通常表述为：“除因受托人自己事实上之欺诈导致的损失或损害外，受托人对于信托财产在任何时候或因任何原因产生的任何损失或损害均无须承担责任。”^①

对于上述免责条款的效力，法院在总体上予以支持，其在大部分案件中都倾向于广义地解释免责条款，以豁免受托人的责任。换句话说，英国立法及司法均承认受托人可以通过与委托人约定免责条款的形式，免除或限制因自己的过失行为而导致信托财产损害的责任，免责条款无效之情形仅限于该条款排除受托人因故意导致信托财产损害的责任。

上述现象导致的悖论是，专业的信托公司可以通过免责条款，免除因不当投资导致的责任或者将责任限制在欺诈的范围内，而非专业的无偿受托人却很少有这样的意识来做这样的免责约定，结果是注意标准被彻底颠覆，无偿受托人反倒会承担更高的标准。

基于上述现象，英国法律委员会专门针对受托人免责条款开展了调研，其在2003年1月发布的一份咨询报告中指出，信托的优势之一在于其灵活性及对不同事实状况、不同关系类型的适应性，如果拒绝委托人对受托人义务与责任程度的更改或限制，会对信托关系的性质造成非常严重的负面影响，如此一来，信托不可避免地会

^① The Law Commission (Consultation Paper No. 171): *Trustee Exemption Clauses: A Consultation Paper*, p. vi, http://lawcommission.justice.gov.uk/docs/cp171_Trustee_Exemption_Clauses_Consultation.pdf, 2003.



变得更加僵化。但另一方面，法律委员会确实相信，完全有必要对受托人免责条款进行一些规制。近年来免责条款的大量使用，无疑已经导致在受托人违反信托时对受益人的保护不力。报告认为有必要通过修法的形式解决这一问题，建议对职业受托人与非职业受托人进行区分（职业受托人包括信托公司及其他以职业能力执业的受托人，其余的则是非职业的业务受托人），职业受托人不得以免责条款为由排除其因疏忽而导致的违反信托的责任；并且建议授权法院在认为受托人行为与信托目的不相符或者不合理的情况下，决定不适用免责条款免除受托人的责任。^①

该份咨询报告发布以后，收到了来自信托公司、银行、会计、法院、律师、学术及慈善和实业机构的 116 份书面反馈意见。这些反馈意见虽然具体内容各异，但均普遍不认可受托人在信托文件中宽泛且任意地约定免责条款的做法，尤其是在委托人并不知道该条款的存在或者该条款意义的情况下，认为有必要对受托人免责条款进行一定程度的规制，尽管如此，这种规制必须要在委托人自治与受托人合理保护之间实现平衡。其次，咨询报告中关于区分职业受托人与非职业受托人的建议不仅难以适用，而且有可能导致不公平，对于慈善信托的受托人尤其如此。再次，反馈意见普遍提到，通过立法对受托人免责条款进行规制，有可能导致一些负面影响，如消极信托、信托财产管理灵活性的降低、恶意诉讼、拒绝接受信托等。^②

面对这种情况，英国法律委员会在 2006 年提出的正式报告中放弃了通过修法对免责条款进行规制的建议，报告指出，规范和引导受托人行为的更好方法是采取基于最佳实践的方法，而不是立法；政府应当促进行业自律组织采用示范规则，加强行业自律管理。报告建议的实践指引规则是：“任何收费受托人意图让委托人在信托文件中加入具有免除或限制受托人疏忽责任之效力的条款，必须在信托设立前采取合理步骤，确保委托人了解该条款的含义及其效力。”^③ 受托人如违反这一规则，并不直接导致损害赔偿赔偿责任，而是交由行业自律组织予以惩处。

（3）标准投资准则。除法定注意义务外，2000 年《受托人法》在第 2 章中对受托人进行投资时的义务予以了进一步细化。其第 4 条规定，受托人在行使投资权利时，必须遵循标准投资准则（standard investment criteria）。该准则一是强调投资对信

^① The Law Commission (Consultation Paper No. 171): *Trustee Exemption Clauses: A Consultation Paper*, p. vi, http://lawcommission.justice.gov.uk/docs/cp171_Trustee_Exemption_Clauses_Consultation.pdf, 2003.

^② The Law Commission (LAW COM No. 301): *Trustee Exemption Clauses*, p. 10 - 11, http://lawcommission.justice.gov.uk/docs/lc301_Trustee_Exemption_Clauses.pdf, 2006.

^③ The Law Commission (LAW COM No. 301): *Trustee Exemption Clauses*, p. 84, http://lawcommission.justice.gov.uk/docs/lc301_Trustee_Exemption_Clauses.pdf, 2006.



托的适合性，二是强调投资的多样化。所谓投资的适合性，是指受托人拟议作出或保留的特定投资所属的投资类型应适合该信托，以及特定投资对该信托也应适合。所谓投资多样性，是指受托人应在与信托之具体情形适合的范围内，考虑信托投资多样性的需求。同时，根据2000年《受托人法》的规定，受托人应定期审核投资内容，以确保投资的适当性。

此外，2000年《受托人法》还要求受托人在行使投资权利之前或是定期审阅投资适当性时，除非受托人合理地认为在任何情况下这样做没必要或不合适，否则应当征询正当意见。所谓正当意见，是指有资格提出建议的人的意见；有资格提出建议的人，则是指受托人合理地相信其在与拟议投资相关的财务或其他事项中的能力和实践经验而有资格提出建议的人。

4. 单位信托项下的受托人义务

英国并未明确区分民事信托与营业信托，其与我国营业信托相类似的主要是单位信托。单位信托是一种为了投资人利益而以信托方式为投资人持有财产且经过金融服务局授权令认可的集合投资计划，由经理人（manager）与受托人（trustee）依据签订的信托契约（trust deed）发起成立。其当事人包括投资人、受托人及经理人，其中，投资人通过认购单位成为单位持有人（unit holder），是单位信托财产在衡平法上的所有人（equitable owner）和利益所有人（beneficial owner）；受托人为投资人的利益持有单位信托财产，是该财产在普通法上的所有人（legal owner），代表单位持有人对经理人进行监督，以确保单位信托财产的管理运用遵守信托契约、招募说明书及金融服务法规；经理人必须是被核准的有资格担任集合投资计划管理者的公司，且必须与受托人相互独立，负责对投资计划进行管理和运用。

在单位信托中，只有单位信托持有人，没有传统信托中的委托人（settler）的概念；受托人的职责主要是持有投资计划的所有权，并监督经理人的行为；而投资计划的管理、运用和处分，则是经理人负责。换句话说，单位信托中，信托财产的持有与信托财产的管理相互分离。尽管如此，受托人对投资计划财产的持有及监督，以及经理人对投资计划财产的管理和运用，均是为了投资人的最大利益，二者对投资人负有共同的信义义务。

由此可见，单位信托与传统的私人信托有所不同，有学者将其称为“建立在契约



关系上的信托”(a trust embedded on a contract)^①。经理人、受托人与单位持有人通过信托契约,构建了一种类似公司式的契约关系。在单位信托中,信托只是一种财产持有工具,而信托契约则类似于公司章程,用于规范各方参与人之间的权利义务关系。

正是因为这种区别,2000年《受托人法》第37条规定:2000年《受托人法》第二部分至第四部分不适用于单位信托。需要注意的是,对于未排除适用之章节(包括注意义务的相关规定),单位信托项下的受托人仍应当予以遵守。

一般而言,单位信托之受托人职责包括:①忠实义务;②保存交易账户及资料的义务;③经理人有重大不当行为或无法履行义务时,向金融管理局报告的义务;④确保经理人对单位信托之合法管理,投资决策符合方针;⑤监管经理人对单位信托订价之合理性及价格控制;⑥依经理人之指示,执行针对单位信托财产之相关权利;⑦其他独立义务。^②

需要注意的是,前面关于受托人免责条款的部分曾提到,英国对于受托人免责条款的规制目前是采用行业自律组织发布实践指引的方法进行,但英国立法对于单位信托项下的受托人免责条款则有着明确的禁止性规定。《金融服务与市场法》第253条规定:授权单位信托计划之信托契约中,任何对经理人或受托人履行其在该计划中的职责时因未尽到谨慎注意义务(due care and diligence)而予以免责的条款,均不具有法律效力。

另外,英国金融服务局和后来的金融行为监管局制定了大量关于金融消费者保护的法规、命令,并针对具体监管事项发布了许多指导原则,金融行为监管局将这些法规命令和指导原则汇编成《金融行为监管手册》(Financial Conduct Authority Handbook),明确规定受监管者应遵守的各种事项,例如金融推介行为的适当性原则、说明义务和信息披露规定等。

(二) 美国

1. 概述

基于英美法系法律制度的传承,早期美国的信托法脱胎于英国,受英国信托法律制度的影响很大,其与英国一样,主要由衡平法上的判例规则构成,但自20世纪初以来,伴随着成文法运动的推进,美国信托法的成文化也有了显著发展。此后美国信

^① Kam Fan Sin, *The Legal Nature of the Unit Trust*, Oxford: Clarendon Press, 1997, p. 101.

^② “台湾信托业商业同业公会”:《证券投资信托基金保管机构法律关系之研究》, <http://www.trust.org.tw/files/9711report.pdf>, 2008年11月。



托法的发展不再拘泥于英国的信托法律制度，逐渐形成了自己特有的信托法规则，如谨慎投资人规则，并成为世界上信托业最为发达的国家。

美国为联邦制国家，除联邦政府制定相关信托法律之外，各州有自己独立的法律法规。美国最早的信托立法可追溯至 1887 年纽约州关于信托公司的一部法案，之后 1913 年美国国会和联邦政府批准了《联邦储备银行法》，允许国民银行兼营信托业务，此后又出台了多部与信托相关的联邦立法。此外，在美国统一各州法制的运动中，为与各州信托立法的发展相适应，美国统一州法委员会（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws）自 1937 年以来先后拟定了十多个关于信托以及与之有直接联系的示范法律文本，这些示范文本先后被不同的州采纳并颁行，成为这些州正式的成文法。

除成文法外，具有指导意义的还有通过判例形成的普通法。1935 年，美国法律学会（American Law Institute）起草和出版了美国《信托法重述》（*Restatement of Trusts*），总结了绝大部分州遵循的普通法法律原则，涉及合同、民事侵权、代理、信托、财产和法律冲突等多个法律领域。《信托法重述》本身并不是法律，不具有法律效力，但它作为美国信托法律的渊源，是法律分析和法律观点的重要来源，其主要作用在于面对法律之间的冲突时，可成为法官自由决定援用的重要依据，以填补法律漏洞。制定者们希望各州的法院通过将《信托法重述》作为裁判过程中的基本指导，进而逐渐得以采纳统一成为裁判规则。1959 年美国法律学会通过第二次《信托法重述》，第三次重述则在 20 世纪 80 年代末开始制定并于 2012 年完成，共计四卷。

2000 年，为解决各州信托立法薄弱、体系杂乱、立法与判例矛盾等问题，美国统一州法委员会批准通过并发布了《统一信托法》（*The Uniform Trust Code 2000*），第一次对美国的信托法律进行系统化，对于各州存在分歧的法律问题提供统一规则指引。美国统一州法委员会于 2001 年完成《统一信托法》的注释及附录，并分别于 2001 年、2003 年、2004 年和 2005 年对文本的少数条款进行了修订。《统一信托法》是美国信托法发展中的重要里程碑，它本身不是真正意义上的立法，并不具有当然的法律约束力，但它为各州的信托立法提供了一个标准化范本，各州立法时往往会直接援引《统一信托法》的条款。美国已有 30 个州采纳《统一信托法》并颁布施行。

2. 《统一信托法》对受托人义务的规定

关于受托人的基本义务，《统一信托法》设立专章予以明确细化，包括受托人的善良管理义务、忠实义务、公正义务、审慎管理义务等内容，同时直接纳入《统一谨



慎投资法》的规定，与其保持协同一致，为受托人行为提供了明确的示范和指引。^①

根据《统一信托法》第 102 条的规定，该法仅适用于明示信托。根据该条的注释，《统一信托法》主要针对捐赠转让信托，但明示信托也可产生于商业信托等其他情形，包括根据商事信托（business trust）法设立的信托及以管理特定基金而设立的信托，如养老金信托或集合投资信托，商业信托通常由特别立法和判例法调整，这些立法和判例法在某些方面实行与《统一信托法》不同的规则。

（1）根据信托条款及信托目的进行善意管理的义务。受托人最首要的义务，就是根据信托条款及信托目的对信托进行善意管理。因此，《统一信托法》第 801 条规定：“一旦接受受托人职位，受托人应当按照信托条款和目的，为了受益人的利益，按照本法规定，善意管理信托。”根据该条的规定，在受托人接受信托之前，受托人并不负有任何义务。如果因委托人不能预料的原因，导致信托目的与个别信托条款出现冲突，根据《统一信托法》第 412 条，受托人可以要求变更或者终止信托。此外，根据《统一信托法》第 404 条的规定，如果信托条款规定的受托人义务不切实际、违反法律或者公共政策，则不得要求受托人履行上述义务。

（2）忠实义务。根据《统一信托法》第 802 条（a）款的规定，受托人应当仅为受益人的利益管理信托。此外，受托人的忠实义务主要内容包括以下几项内容。

第一，受托人不得为自己谋取利益。对于受托人自己与信托财产进行的交易，《统一信托法》贯彻“无须更多询问”的规则，即除非信托条款或法律另有规定，受益人对此类交易均有权单方面撤销。根据《统一信托法》第 802 条（b）款的规定，受托人为自己利益而出售信托财产、在信托财产上设立权利、以信托财产进行其他投资或管理，或者任何可能导致受托职责与受托人利益相冲突的交易，受益人均有权予以撤销，但以下形式除外：①信托条款允许；②法院批准；③受益人提起司法诉讼；④受益人同意或者免除受托人责任；⑤交易发生在信托成立之前。

第二，不得以信托财产与受托人的关联人进行交易。对于受托人的关联人与信托财产进行的交易，因受托人不能从该类交易中直接受益，《统一信托法》未给予其“无须更多询问”的规则，但因该类交易涉及受托人个人利益与其受托职责之间的冲突，故《统一信托法》将该等交易推定为受到受托人个人利益与受益人利益之间的冲突影响，除非受托人能够证明该交易公正，否则便要承担不利后果。根据第 802 条

^① 《统一信托法》英文原文参见 [http://uniformlaws.org/Act.aspx?title=Trust Code](http://uniformlaws.org/Act.aspx?title=Trust%20Code)，本报告引用的《统一信托法》中文译文均源自 <http://www.use-trust.com:81/flfg/2007/1/3/582.html>。



(c) 款的规定，如果受托人与下列人员进行有关信托财产投资或管理的交易，则被假定为受到受托人的受托职责与个人利益之间冲突的影响：①受托人的配偶；②受托人的后代、兄弟姐妹、父母或配偶；③受托人的代理人；④一家公司或者其他个人或企业，其中受托人或受托人的主要权益持有人持有可能会影响受托人最佳判断的权益。

第三，不得与受益人从事与信托财产无关的交易。信托存续期间，受托人与受益人可能发生不以信托财产为标的的交易，此类交易原则上不涉及受托职责与受托人个人利益的冲突，但由于受托人因管理信托财产而对受益人具有一定的优势地位，尤其是在自由裁量信托中，受托人对信托财产的分配具有不可诉的自由裁量权，因此受托人很有可能会利用其优势地位迫使受益人接受不合理的交易条件，并以此方式损害信托财产。为此，《统一信托法》第 802 条 (d) 款规定：“受托人与受益人之间达成的不涉及信托财产的交易，但是该交易发生在信托存续期间，或者受托人对受益人具有实质性影响力，而且受托人从中可以获得优势，此类交易可以由受益人撤销，除非受托人确定该交易对受益人是公平的。”换言之，受托人对其与受益人之间与信托财产无关的交易的公正性负有举证责任，受托人如不能证明该类交易的公正性，受益人即可撤销。

第四，不得利用信托财产有关的机会而牟利。《统一信托法》第 802 条 (e) 款规定：“受托人以个人名义参与与信托财产无关的交易，但是如果该交易涉及适当地属于信托的机会，则该交易就涉及受托人个人利益与受托职责之间的冲突。”

(3) 公正义务。《统一信托法》第 803 条规定：“信托有两个或多个受益人的，受托人在投资、管理或分配信托财产时，必须公正行事，对每个受益人的利益给予适当关注。”该条规定与《统一谨慎投资法》第 6 条的规定相同，但《统一谨慎投资法》仅适用于信托财产的投资及管理，而本条规定适用于受托人信托管理及信托利益分配等各个方面。需要注意的是，公正义务并不意味着受托人必须绝对平等地对待所有受益人，而是要求受托人应当在信托条款及信托目的规定的范围内公平地对待受益人。换句话说，如果委托人在信托条款中规定受托人在决策时应当优先顾及某一受益人的利益，则受托人可以根据该条款从事相应行为。

(4) 审慎管理义务。《统一信托法》第 804 条规定：“受托人应当像一位审慎人一样管理信托，考虑信托的目的、条款、分配要求和其他情况。为达到该标准，受托人应当给予合理的注意、技能和谨慎。”

根据这一规定，无论受托人是否收取报酬，均应当根据信托的目的、条款、分配



要求和其他情况履行审慎管理义务。根据第 102 条的规定，该义务可以通过信托条款的约定进行修正。委托人有权按照自己的意愿确定受托人所负有的审慎管理义务标准。在第二次《信托法重述》中，审慎管理义务的标准是“普通谨慎人处理自己财产时的标准”。而根据第三次《信托法重述》以及《统一信托法》的规定，判断受托人是否尽到审慎管理义务，需要考虑特定信托的类型及其具体情况，从注意、技能与谨慎三个方面进行判断。受托人在不同信托类型、不同情形下，承担的义务标准应当有所不同。

(5) 禁止发生不合理成本的义务。《统一信托法》第 805 条规定：“在管理信托的过程中，受托人只能产生与信托财产、信托目的和受托人的技能合理相关的成本。”

该义务是信托法中长期存在的一项义务，通常适用于受托人委托第三人管理及其他可能导致信托成本发生的情形。根据该条规定，受托人在委托第三人管理时，必须要在收益与成本之中找到一个适度的平衡点，同时还要认真考虑委托第三人进行管理是否确实必要，以免产生不必要的成本。

(6) 运用专业技能或专门技术的义务。《统一信托法》第 806 条规定：“拥有专业技能或者专门技术的受托人，或者因表明其拥有专业技能或者专门技术而被称为受托人的受托人，应当适用上述专业技能或者专门技术。”据此，如果受托人拥有或者对外宣称其拥有专业技能或专门技术，则其必须在管理信托的过程中运用其技能或技术，如果未能运用其本应具备的技能或技术，或者不具备其声称具有的技能或技术，则受托人应当承担相应责任。

(7) 委托第三人时的审慎义务。根据《统一信托法》第 807 条的规定，受托人可以委托第三人对信托进行管理，但是，受托人在委托时，必须尽到审慎义务。其具体规定是：“对于具有同样技能的审慎受托人而言，基于同等情形，其在接受委托的职责范围内进行以下行为时，应当给予合理注意、技能和谨慎：①选择代理人；②确定与信托目的和条款一致的委托范围和条款；③定期审核代理人的行为，以便监督代理人的表现以及对委托条款的遵守情况。”根据该条（c）款的规定，如果受托人选择及监督代理人时尽到了注意义务，则无须为代理人在其代理权限范围内的行为对受益人负责，该责任应当由代理人独立承担。

(8) 控制及保护信托财产的义务。第 809 条规定：“受托人应当采取合理步骤控制和保护信托财产。”该项义务是第 804 条规定的谨慎管理义务的一部分。控制及保护信托财产的义务，通常是指受托人应当对信托项下有形的属人财产及证券进行实际



占有，而且应当确保取得可经诉讼取得的财产权（choses in action）。当然，根据第105条的规定，委托人与受托人也可以在信托条款中约定排除该义务的适用。例如，委托人可以约定，其配偶可以免费占有作为信托财产的委托人故居，进而排除了受托人对信托财产的控制。

（9）保存记录、标识信托财产及禁止将信托财产与受托人自有财产分离的义务。第810条（a）款规定：“受托人应当对信托的管理保存充分记录。”该项义务事实上也暗含在第804条的审慎管理义务以及第813条的向受益人报告义务中。（b）款规定：“受托人应当把信托财产与受托人自有财产分离开。”（c）款规定：“除（d）款规定外，受托人应当使信托财产有所指定，以便信托权益在可行的范围内出现在受托人和受益人之外的第三方保存的记录中。”

根据上述规定，受托人应当将信托财产与自有财产分开进行管理，并采取在第三方记录信托利益的方式标明信托财产。采取这一措施的原因在于，即便受托人向受益人披露相关记录，但由于信托财产的管理可能存在严重风险，仅有受托人内部的记录还不足以保障受益人的利益，信托利益应当在诸如银行、经纪商等第三方机构的记录中予以体现。需要指出的是，根据第816条（7）（b）款的规定，受托人可以代名人（nominee）的名义或者以不披露信托的存在其他方式持有证券，这一规定表面上与标识信托财产的义务有所冲突。但实质上，以代名人的名义持有证券，虽然证券未登记在受托人名下，但由于受托人的权益在独立第三方（如经纪公司）保存的机构中得以体现，因此该等证券作为信托财产仍然满足了标识信托财产的义务。

当然，并非所有类型的资产都可以予以标识。对于诸如有形个人财产等无须登记的财产，要对其进行标识实际上并不可行，因此，虽然根据第810条（b）款，分别管理信托财产与受托人自有财产是一项绝对义务，但第810条（c）款将标识信托财产的义务限定在了“可行范围”内。此外，标识信托财产还有一项例外，根据第810条（d）款：“如果受托人保存的记录明确表示了相关的权益，受托人可以把两个或多个信托的财产作为一个整体财产进行投资。”换言之，允许受托人在通过簿记对不同信托财产进行明确区分的前提下，运用多个信托财产进行组合投资。

（10）权利主张的强制实施和抗辩义务。第811条规定：“受托人应当采取合理步骤强制实施信托的权利主张，并对信托提出的权利主张进行抗辩。”根据该条规定，受托人对信托财产进行管理和运用的过程中，应当积极通过诉讼等合理手段争取信托财产的利益并且保护信托财产。



此外，第 812 条还规定：“受托人应当采取合理步骤强迫前任受托人或其他人向受托人递交信托财产，以及对受托人已知的前任受托人违反信托的行为进行补救。”这一规定实际上是上述“权利主张的强制实施和抗辩义务”的具体化。

(11) 通知及报告义务。《统一信托法》第 813 条规定了受托人的通知及报告义务，根据该条的规定，在某种程度上，受托人应该对所有的受益人承担该项义务，无论他们的利益是当前的还是预期的，是确定的还是不确定的。但是，在一项信托中，受托人履行该项义务的范围是随着受益人获得信托利益的时间发生变化的。《统一信托法》将受益人分为合格受益人 and 非合格受益人，对于不同类型的受益人，受托人的通知义务有所不同。

所谓合格受益人，根据《统一信托法》第 103 条第 12 款，是指在受益人资格的确定之日：①受益人是信托收入或本金的被分配人，或者获得批准的被分配人；②如果①项所说的被分配人的收益在该日终止，受益人就成为信托收入或本金的被分配人，或者获得批准的被分配人；③如果信托在该日终止，受益人就成为信托收入或本金的被分配人，或者获得批准的被分配人。

根据第 813 条 (a) 款的规定，受托人应当向合格受益人报告以下信息：一是信托管理信息。其中，对于合格受益人中的信托收入或本金的被分配人或获准被分配人，受托人应依照 (c) 款的规定，于每年和信托终止时主动向其递交有关信托财产、债务、收入和支出的报告（以下简称信托报告），如履行上述行为，本款规定的义务也就得到满足。信托报告的内容包括：①受托人报酬的来源与数额；②信托资产清单；③如果可行，还应包括信托财产的相应市值。对于第二类、第三类受益人，受托人没有义务主动向其提供信托报告，除非他们提出申请。

二是与受益人权益有关的实质性事实。在某些特定情形下，受托人还应当采取积极措施主动向合格受益人提供更多信息。例如，如果受托人以自己名义与受益人进行交易，受托人必须告知与交易有关的实质性事实。根据该款规定，无论是合格受益人还是非合格受益人，只要其向受托人提出获取信托信息的要求，受托人都应当迅速予以回应。

根据第 813 条 (b) 款的规定，受托人还应当履行以下通知义务：①应受益人（无论是合格受益人还是非合格受益人）的要求，向其迅速提供信托文件副本；②在接受受托人职位后 60 天内，通知合格受益人，告知其已接受受托人职位，并说明受托人名称、地址和电话号码；③在受托人获知可撤销信托已经设立之日起 60 天内，



或者受托人获知先前的可撤销信托已转为不可撤销信托之日起 60 天内，无论是否是因为委托人死亡或其他原因，均应当通知合格受益人，告知其信托的存在、委托人的身份、要求获得信托文件副本的权利以及（c）款规定的要求获得受托人报告的权利；④如果受托人报酬的计算方法和费率发生变动，应提前通知合格受益人。

根据第 813 条（d）款的规定，受益人可以放弃获得受托人报告和要求受托人提供其他信息的权利。受益人也可以撤回先前放弃的上述权利，要求受托人在未来提供上述报告及信息。

（12）信托利益分配义务及信托终止时的免责约定。《统一信托法》第 817 条规定受托人在信托终止时应当向受益人进行分配，其具体规定如下：

第一，受托人应于信托终止或部分终止时向受益人送达分配建议书。第 817 条（a）款规定：“信托终止或部分终止的，受托人可以向受益人送达一份分配建议书。受益人在分配建议书送达之日起 30 天内不通知受托人其反对意见的，而且分配建议书告知受益人其具有反对建议的权利和提出反对意见的期限的，受益人反对分配建议的权利终止。”

第二，受托人应于信托终止或部分终止时立即向受益人进行分配。第 817 条（b）款规定：“当终止或部分终止信托的事件发生时，受托人应当迅速把信托财产分配给有权获得该财产的人，但受托人有权保留合理的储备金以支付债务、费用和税金。”

第三，信托终止时，受益人可以免除受托人的责任，但在受托人不当引诱或者未向受益人充分披露其权利、违反信托实质性事实的情形下，该免责无效。第 817 条（c）款规定：“受益人免除受托人因违反信托而应承担的责任的，该免责条款在下列范围内无效：①受益人免除受托人责任时，受到了受托人不当行为的引诱；或者②受益人免除受托人责任时，受益人并不知道受益人的权利，以及受托人违反信托的实质性事实。”

3. 谨慎投资人规则

1994 年，美国统一州法委员会制定了《统一谨慎投资法》，随后被各州立法所广泛采纳。在起草《统一信托法》时，美国统一州法委员会未作修改直接将《统一谨慎投资法》纳入《统一信托法》，将其作为第 9 章。

（1）《统一谨慎投资法》的内容。《统一谨慎投资法》共计 16 条，其中第 2 条至第 9 条对受托人管理和运用信托财产制定了一系列义务。第 2 条规定受托人的注意义务、投资组合策略及风险收益等事宜；第 3 条规定受托人的分散投资义务；第 4 条规



定受托人接受受托人职位前期的职责；第5条规定忠实义务；第6条规定公平义务；第7条规定禁止发生不合理成本义务；第8条规定应以受托人行为时作为谨慎与否的判断时点；第9条规定委托第三人时的审慎义务。

上述第2条(f)款、第5条、第6条、第7条、第9条，分别与《统一信托法》第806条、第802条、第803条、第805条及第807条的规定一致，下面主要介绍《统一谨慎投资法》第2条、第3条、第4条及第8条的规定。

第一，注意义务。《统一谨慎投资法》第2条对受托人注意义务的标准、投资策略及风险和收益目标进行了具体规定，也是该法的重点所在。其主要内容包括：①受托人应当像审慎投资人那样投资和管理信托资产，考虑信托的目的、条款、分配要求和其他情况。为达到该标准，受托人应当给予合理的注意、技能和谨慎。②受托人对于单项资产的投资和管理决策不能单独进行评估，而必须将其放在整个信托资产组合中，作为整体投资策略的一部分进行评估。③在投资和管理信托资产时，受托人应当考虑以下八项与信托或受益人有关的因素：总体经济状况；通货膨胀或通货紧缩可能造成的影响；投资决策或策略所产生的预期税收影响；每项投资或者行动在整个信托资产组合中发挥的作用，信托资产组合可以包括金融资产、不公开招股企业的权益、有形和无形个人财产以及房地产；对收入以及资本增值的预期回报；受益人的其他资源；流动性需要、收入的稳定性以及资本的保值或增值需要；某项资产对于信托目的或者一个或多个受益人可能产生的特殊关系或者特殊价值。④受托人必须付出合理努力，以证实有关信托资产投资与管理的事实。⑤受托人可以投资于任何与本法所规定的标准相一致的财产或投资类型。

第二，分散投资义务。根据《统一谨慎投资法》第3条的规定，受托人应当对信托的投资进行分散化，除非受托人有理由认为因特殊事由非分散化投资更符合信托的目的。

第三，接受受托人职位前期的职责。根据《统一谨慎投资法》第4条的规定，在接受受托人职位或收取信托资产后一段合理时间内，受托人应当审核信托资产，并作出并实施有关持有和处置资产的决定，以便使信托资产组合符合信托的目的、条款、分配要求和其他情况，并符合本法要求。

第四，以受托人行为时点作为谨慎与否的判断时点。根据《统一谨慎投资法》第8条的规定，应当根据受托人做出决策或者采取行动当时的情况，来判断受托人是否符合谨慎投资规则，而不是取决于事后意见。



(2) 谨慎投资人规则的性质。在英美法系，受托人的谨慎投资义务经历了从法定名录规则到谨慎人规则，再到谨慎投资人规则的演进过程。第三次《信托法重述》与《统一谨慎投资法》吸收现代组合投资理论确定的谨慎投资人规则，是当代美国规范受托人投资活动的基本法律准绳。

从《统一谨慎投资法》第8条关于以受托人行为时点作为谨慎与否判断时点的规定可以明确看出，谨慎投资人规则在性质上应是一种行为标准，而非结果标准。“正是此点，致使对该受托人是否履行了谨慎义务的判断从实务角度看便显得极具意义。鉴于对受托人是否履行了谨慎义务只有着眼于其在执行信托之时所处的客观情况进行判断，才能使这一判断避免主观臆断从而显得准确。可见，关于进行这一判断的依据的规定是‘一项公平合理的立法安排’。这种立法安排可以有效防止事后受益人借‘投资失利’为名肆意追究受托人的投资责任，既可防范受益人的‘小人行为’，又可保护受托人的‘君子行为’”。^①

(三) 日本

1. 概述

日本是大陆法系中引入信托法较早的国家。日本于1922年制定了《信托法》及《信托业法》(以下简称旧信托法及旧信托业法)，其中，基于对新兴信托业的审慎监管考虑，旧信托法强调受托人的义务与责任，弱化信托合同的自由度与灵活性。同时，旧信托业法对信托业的规范也非常严格，导致信托业的发展受到限制。经过80余年的发展，日本于2004年颁布新的《信托业法》，并于2006年末颁布新的《信托法》。

日本2006年《信托法》侧重于加强信托的灵活性，在法律的强制规定外，注重信托当事人的意思自治。修法重点之一即为合理化受托人责任。日本早期信托法理论强调信托是基于受托人与委托人之间的信任关系而设立，所以有必要强化受托人的义务与责任。但在营业信托中，委托人与受托人之间未必存在这样的信任关系。强制要求受托人负担严格责任也可能造成信托费用大幅增加而不利于信托业的发展。因此，新信托法的一大重点即在于合理化受托人责任、尊重当事人的意思自治，并允许当事人通过合意降低受托人义务及责任。

^① 张敏：《信托受托人的谨慎投资义务研究》，北京，中国法制出版社，2011。



2. 日本《信托法》对受托人义务的规定

日本《信托法》规定受托人的义务主要包括善良管理人注意义务、忠实义务、公平义务、分别管理义务、自己处理义务、书类备置义务等。原则上，上述义务除强制性规定外，可以由当事人另行约定受托人义务，减少受托人责任。^①

(1) 善良管理人注意义务。日本《信托法》第二十九条第二项规定：“受托人处理信托事务时应当尽到善良管理人的注意。但是，信托条款另有规定的，应当依照该条款规定的注意方式处理信托事务。”

所谓“善良管理人的注意”，是指管理物或事务时，不考虑管理人个人、具体能力的差异，而是要求管理人以其从事的职业和其社会地位通常所应付出的注意。受托人因接受他人的信赖而管理财产，原则上虽为无偿管理，但在管理上仅付出“对自有财产之同一注意”还远远不够，而是要求必须尽到“善良管理人的注意”。^② 在2006年修法前，日本《信托法》认为，任何关于减轻善良管理人注意义务的约定，因违反公序良俗而无效。但在修订之后，根据第二十九条第二项但书的规定，受托人的善良管理人注意义务另有约定的，从其约定。因此，受托人可以与委托人就减轻受托人注意义务而做出免责约定，“但在故意、重大过失方面即便做出不负责任的特殊约定也系无效（民法第九十条）。”^③

(2) 忠实义务。旧信托法并没有明确规定忠实义务，仅仅在第二十二条规定了禁止受托人和信托财产之间进行交易的条款，而新的日本《信托法》则对忠实义务做出了明确和全面的规定。第三十条明文规定：“受托人应当为了受益人的利益忠实地管理信托事务或从事其他行为。”第三十一条更明确禁止受托人的下列行为：①将信托项下财产（包括与该财产相关的权利）归入其自有财产，或将其自有财产归入信托财产（包括与该财产相关的权利）；②将信托项下财产（包括与该财产相关的权利）归入其他信托的财产；③作为第三人的代理人，使信托财产与该第三人发生法律关系；④以信托项下财产为受托人的自有债务设定担保，或者令信托财产与第三人之间发生其他可能引起受托人或某个利益相关者与受益人利益冲突的关系。

日本《信托法》基于尊重信托当事人意思自治的精神，为增强信托运用的灵活性，将受托人的忠实义务规范设定为任意性规范。这体现在第三十一条第二项中，该

^① 日本《信托法》日文原文参见 <http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H18/H18H0108.html>；本报告引用的日本《信托法》中文译文，均源自季奎明：《组织法视角下的商事信托法律问题研究》，附录二，北京，法律出版社，2014。

^② 日本三菱日联信托银行编著，张军建译：《信托法务与实务》，北京，中国财政经济出版社，2010。

^③ 能见善久著，赵廉慧译：《现代信托法》，北京，中国法制出版社，2011。



项规定了四种例外情形：①信托条款的规定允许实施该行为的；②受托人披露了重要事实，并就实施该项行为征得了受益人的同意；③信托项下的财产权利因继承或其他概括继受的原因，被归入受托人的自有财产；④为了实现信托目的，受托人实施该项行为被认为是合理且必要的，并且确实不会侵害受益人的利益，或者基于行为对信托财产的影响、行为的目的与方式、受托人于受益人作为实质利害关系人的情况以及其他因素，该行为具有正当性。

(3) 公平义务。日本《信托法》第三十三条规定：“在受益人为两人以上的信托中，受托人应当公平地为各受益人履行受托义务。”该公平义务包含两点：一为本金受益人与收益受益人的分配公平，二为各个受益人之间的公平。受托人对不同的受益人应公平对待，尤其在利益分配上不应差别对待，按照信托合同及信托目的的约定公平对待受益人。即使委托人希望能对某位受益人的利益有所照顾，也应于信托契约中为适当的指示约定。

(4) 分别管理义务。日本《信托法》第三十四条要求受托人分别管理信托财产、固有财产、其他信托财产，并且对分别管理的方法予以了明确。同时，为贯彻当事人意思自治的原则，第三十四条规定当事人对信托行为的分别管理方法另有约定的，从其约定。其具体条文如下：

“1. 受托人应当根据财产类型的不同，按照以下各号规定的方法对信托项下的财产和受益人固有财产、其他信托项下的财产予以区分，但信托条款中对财产区分方法有特殊约定的，从其约定。

“1) 可以按第十四条进行信托登记的财产（第三号所列的除外）：利用信托登记加以区分；

“2) 不能按第十四条规定进行信托登记的财产（下号所示的除外）：根据财产类型，分别按照①或②中规定的方法区分。

“①动产（金钱除外）应当对信托项下的财产和受益人自有财产、其他信托项下的财产采取外观上可以区分的方法加以保管；

“②金钱以及①中所示财产以外的其他财产应当明确其计算方法；

“3) 法务省令中规定的财产：采用法务省令中规定的区分财产的适当方法。

“2. 前项但书虽有规定，但就该项第一号所示之财产，不得免除受托人依本法第十四条的规定应履行的信托财产登记义务。”

(5) 自己处理义务。旧信托法规定，受托人原则上不得委托他人代为处理信托



事务。但是随着社会分工日益专业化，要求受托人必须自己亲自处理信托事务的原则显然不能满足行业需求，为此，新信托法放宽了受托人自己处理信托事务的原则，日本《信托法》第二十八条明确：“在下列情形中，受托人可委托第三人处理信托事务：①信托条款规定，信托事务应当或者可以被委托给第三人处理的；②信托条款中虽无委托第三人处理信托事务的规定，但基于信托目的，委托第三人处理信托事务被认为是适当的；③信托条款虽规定不得将信托事务委托给第三人处理，但基于信托目的，委托第三人处理信托事务被认为是不可避免的。”相比旧法，新法以信托条款是否约定以及是否符合信托目的作为判断受托人能否委托第三人处理信托事务的标准，具有一定的合理性。

此外，日本《信托法》第三十五条对受托人委托他人处理信托事务时应尽的义务也作了进一步完善。根据该条的规定，受托人依法委托第三人处理信托事务，一是应当按照信托目的委托适当的人选，二是应当对该第三人进行必要而适当的监督；但是，对于信托条款指定的第三人，以及由委托人或受益人提名的第三人，受托人不负有选任和监督义务，但受托人发现该第三人不胜任、不诚实或处理事务不当时，应通知受益人，并解除委托或采取其他措施。

(6) 制作、报告及保存账簿等的义务。根据日本《信托法》第三十七条的规定，受托人应定期制作处理信托事务有关的账簿等文件，向受益人报告并予以妥善保管，甚至提交给受益人。具体规定如下：

第一，制作账簿、其他文件或电子记录。第三十七条第一项规定：“为了明确信托事务的账目、状况以及信托财产的债务，受托人应根据法务省的规定，备置有关信托财产的账簿、其他文件或电子记录。”第二项规定：“受托人应当根据法务省令的规定，每年一次定期制作资产负债表、损益表以及法务省令规定的其他文件或电子记录。”

第二，报告义务。根据第三项的规定，受托人制作完成上述文件或电子记录后，应向受益人报告相关内容，但信托文件另有约定的，从其约定。

第三，保存义务。根据第四项至第六项的规定，受托人的保存义务包括以下三个方面的内容：①对于第一项规定的文件或电子记录（主要指信托财产的账簿），应自完成之日起保存10年，但将该等文件或其复印件交付受益人，或依法务省令规定的方法提供了电子记录记载事项的，不在此限；②对于信托财产处分的书面合同、有关信托事务处理的其他文件或电子记录，受托人应自制作或取得之日起保存10年；③



对于第二项规定的文件或电子记录（主要指信托财产的财务报表），应当自制作之日起保存至信托清算完毕之日止，但自制作日起经过10年后，将该等文书或其复印件交付受益人，或依法务省令规定的方法提供了电子记录记载事项的，不在此限。

与制作、报告及保存账簿等义务密切相关的是日本《信托法》第三十八条规定的受益人查阅账簿等请求。该条规定有以下几个值得注意的地方：

一是受益人请求的程序。根据第三十八条的规定，受益人请求查阅账簿等，应当说明提出该请求的理由。

二是受益人请求的内容。受益人可以请求查询或复制第三十八条第一项至第五项中的文件以及保存其电子记录的任何物体。

三是受托人对查阅请求的拒绝。受托人在以下几种情形下，可以拒绝受益人的请求：①请求人作出请求的目的并非调查其获得或实现权利的状况；②请求人提出请求的时间不当；③请求人提出请求的目的是妨碍信托事务的管理或者损害受益人的共同利益；④请求人所运营的营业或从事的商业活动与信托存在竞争关系；⑤请求人通过查阅、复制，将其获悉的事实告知第三人，以从中牟利；⑥请求人在过去两年内，曾通过查阅、复制，将其获悉的事实告知第三人，以从中牟利。

四是信托文件可以约定不得查询或复制的内容，但制作信托财产财务报表所必需的信息或者其他重要信托信息，以及不会对第三人造成利益损害的信息除外。

五是利害关系人有权请求查询。第六项规定：“利害关系人有权向受托人提出以下请求：①请求查阅或复制前条第二项的文件；②请求查询或复制能够反映根据法务省令规定的方法所保存之前条第二项中的电子记录之内容的任何物体。”

（7）其他义务。除了上述主要的受托人义务外，日本《信托法》还规定了受托人就信托事务处理状况的报告义务（第三十六条）、揭露其他受益人姓名的义务（第三十九条）等其他义务。

3. 日本《信托业法》的特别规定

日本《信托业法》在旧法的基础上明确了信托公司的义务与责任，包括忠实义务与告知义务，以保障受益人的利益。日本《信托业法》就受托人的义务主要包括自己处理义务及信托业务委托第三人的规范义务（第二十二条第一项）、信托设立时的义务（第二十四条、第二十五条）、受托人忠实义务（第二十八条第一项、第二十九条）、善良管理人的注意义务（第二十八条第二项）、财产分别管理义务（第二十



八条第三项)。^① 具体内容详述如下:

(1) 自己处理义务。日本《信托业法》第二十二条规定:“信托公司非符合下列全部要件,不得将与受托财产有关之信托业务之一部委托第三人:一、信托契约中明确记载信托业务一部委托他人及该信托业务委托之对象者。二、委托之对象确有执行受委托信托业务之能力者。三、委托契约中附有委托对象应将受托财产与其自有财产分别管理及其他内阁府令所规定条件者。”

第二十三条规定:“信托公司对于其委托对象执行受托业务致受益人遭受损害,应负赔偿责任。但信托公司对于其委托对象之选任已尽相当注意,且已努力防止受益人之损害发生者,不在此限。”

日本《信托业法》关于信托业自己处理义务的规定要严于《信托法》的规定,必须在全部满足以下三个条件时,才能委托第三人处理,即:①信托合同中明确约定;②委托对象具有相应能力;③委托对象应将信托财产与其自有财产分别管理。对于信托公司委托第三人处理信托事务导致受益人遭受损害的,信托公司必须承担损害赔偿赔偿责任,但如果信托公司能证明其对应委托对象之选任已尽到相当注意义务且已经努力防止对受益人的损害,则可以免除相关责任。

(2) 信托设立时的义务。依据日本《信托业法》第二十四条第一款的规定,信托公司接受信托时,不得有下列行为:①向委托人作虚伪不实之告知行为;②对于不确定的事项,向委托人提供肯定的判断,或其告知有使人误认属于确实之行为;③向委托人、受益人或第三人提供或约定提供特别利益的行为(包括使第三人提供或约定提供特别利益的行为);④向委托人、受益人或第三人约定信托受益权发生损失时填补该损失,或事先约定未得一定利益时补足该差额的行为,或为填补信托受益权所生损失,或补足未得一定利益差额的行为(包括使第三人约定或为该行为,但因可归责自己事由所生损失的填补,不在此限);⑤其他由内阁府令所定对委托人保护不足的行为。

第二十四条第二款规定:“信托公司应按照委托人知识、经验及财产状况,适当接受信托,经营业务不得对委托人的保护有所欠缺。”

第二十五条规定:“信托公司依信托契约接受信托时,应事先向委托人说明其公司商号及下条第一项第三款至第十六款事项。但内阁府令规定于无碍委托人保护的情

^① 日本《信托业法》日文原文参见 <http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H16/H16HO154.html>, 本报告引用的日本《信托业法》中文译文均源自 <http://www.trust.org.tw/content/index.asp?pno=47>。



形者，不在此限。”

据此，信托公司在设立信托时，需要注意以下事项：①必须履行如实告知义务，不得有虚假陈述或误导性陈述；②不得向委托人、受益人或第三人提供回扣等特别利益；③不得进行保底承诺；④不能设立不适合委托人实际情况的信托；⑤在信托合同签署前向委托人说明合同内容。

(3) 忠实义务。日本《信托业法》第二十八条对信托公司忠实义务进行了一般性规定，即“信托公司应依法令规定及信托本旨，为受益人忠实执行信托业务”。

第二十九条则详细规定了信托公司的禁止性行为，使之更加具体化。第一款规定：“信托公司对于受托财产不得有下列行为：

“一、以异于通常交易之条件，且对信托财产会发生损害之条件，从事交易。

“二、从事依信托目的、信托财产状况或信托财产之管理或处分方针而言，为不必要之交易。

“三、利用信托财产之信息，意图为自己或该信托财产受益人以外之人之利益，从事交易。但内阁府令另有规定者，不在此限。

“四、其他经内阁府令规定，对信托财产造成损失或致信托业信用之虞之行为。”

第二款规定：“除信托契约中明定得从事下列交易之意旨与概要，且无造成信托财产发生损害之虞之情形外，信托公司不得为下列交易：

“一、自己或利害关系人与信托财产间之交易。此利害关系人指另经行政命令规定，于股份持有之所有权关系上或人事关系上具有密切关系之人。

“二、一信托财产与其他信托财产间之交易。”

(4) 善管注意义务。日本《信托业法》关于受托人的善良管理人注意义务的规定与《信托法》有所差异。如前所述，日本《信托法》要求“受托人处理信托事务时，应尽善良管理人的注意义务”，且在第二十九条第二项但书中规定受托人的善良管理人注意义务可以经当事人另行约定予以减轻，但《信托业法》第二十八条第二项规定：“信托公司应依信托本旨，尽善良管理人之注意执行信托业务。”未作但书规定，并且该规定在性质上系属强行规定。^①因此，在营业信托情形下，受托人的义务不得以自行约定而予以减轻。由此可见，日本《信托业法》对待善管注意义务的免责约定的态度，与英国相似，即认为以营利为目的并收取报酬的信托从业者，不应该任意免除或限缩受托人责任。

^① 李智仁：《日本信托业法之修法趋势及启发》，载《玄奘法律学报》，2006（5）。



（四）中国台湾地区

1. 概述

我国台湾地区以日本和韩国的信托法为蓝本，参考英美的信托法原则，于1996年制定“《信托法》”，2000年制定“《信托业法》”。其中，“《信托法》”在第四章“受托人”中，全面规定了受托人的各项义务。但基于前两部规定对受托人责任并未细化，实践中发生纠纷时难以适用，据此，台湾地区“行政院金融监督管理委员会”（以下简称“台湾金管会”）于2001年发布“《信托业法实施细则》”，“台湾地区信托业商业同业公会”（以下简称“台湾信托业公会”）则针对具体信托行为制定“《信托业应负之义务及相关行为规范》”，对受托人义务禁止性条款逐一予以列举，进一步明确受托人在管理处分信托财产过程中的法定义务。除此之外，“台湾信托业公会”还就会员自律、营销规范、业务规范、业务审查、人员资格审查、契约、查核辅导、内稽内控、资产价值计算等制定了详尽和完备的自律规范，为信托业务的开展提供了明确指引。

综观台湾地区“《信托法》”的规定，受托人的一般义务包括善良管理人注意义务、忠实义务、分别管理义务、自己管理义务、记录说明义务等。除了一般义务之外，台湾地区有关规定对营业信托受托人课以较一般受托人更严格的义务，尤其是2008年国际金融危机后，为减少委托人因投资损失主张受托人未尽善良管理注意义务而导致的纠纷，避免因适用注意义务而产生的不明确性，“台湾信托业公会”制定了“《信托业营运范围受益权转让限制风险揭露及营销订约管理办法》”、“《信托业建立非专业投资人商品适合度规章应遵循事项》”等，规定了特别义务及禁止规范，包括广告合规性义务、风险说明义务及适合度审查义务等。

2. 受托人的一般义务

信托关系成立之目的在于为受益人的利益履行信托义务，受托人基于信赖关系自愿以慎重态度，以最有利受益人的方法为他人管理、处分财产，根据台湾地区现行“《信托法》”、“《信托业法》”等相关规定，受托人主要负有善良管理人注意义务、忠实义务、分别管理义务、自己管理义务、记录说明义务等。

（1）善良管理人注意义务。台湾地区“《信托法》”第二十二條规定：“受托人应依信托本旨，以善良管理人之注意，处理信托事务。”在传统民法中，通常视债务人是否收取报酬而分别课以其善良管理人注意义务或与处理自己事务同等的注意义务。台湾地区“《信托法》”并未区分有偿信托与无偿信托，规定受托人一律负有善



良管理人注意义务。“其立法理由在于，受托人既基于信赖关系管理他人的财产，自须依信托行为所定意旨，积极实现信托目的，从而其注意义务不能以与处理自己事务同一注意为已足，应课以善良管理人的注意义务，以处理信托事务。”^①

所谓善良管理人注意义务，是指行为人注意的程度，依照一般社会观念，认为具有相当知识及经验的人所能注意的标准。简言之，善良管理人注意义务的内容及程度判断，不以受托人个人能力为准，而以受托人所属社会及经济地位或职业，对属于该类型之人一般上或客观上所要求的注意能力为准。^②

除“《信托法》”外，“《信托业法》”也明确了信托业的善管注意义务，其第二十二条规定：“信托业处理信托事务，应以善良管理人之注意为之，并负忠实义务。”前述条款原则性地规定了受托人应尽善良管理人的注意义务，但并未明确注意的具体情形。为规定适用的需要，“《信托业应负之义务及相关行为规范》”进一步作出细化规定，该规范第十条列举了六项明确了视为未尽善管注意义务之具体行为，其条文如下：“信托业有下列情形之一者，应视为违反善良管理人之注意义务：

“一、应告知委托人或受益人之重大讯息怠于告知者，其情形包括下列事项：

“（一）未依相关法令规定向委托人或受益人告知信托账户投资运用之风险。

“（二）未依信托业法第二十五条第二项、第二十七条第二项，就信托财产与信托业本身或利害关系人交易之情形充分告知委托人或已确定之受益人。

“（三）未依信托业法第二十七条第三项，将外汇相关风险充分告知委托人，或已确定之受益人。

“（四）未依本规范第三十六条第二项规定告知委托人或受益人，其为委托人或受益人处理信托业务有利益冲突之情事。

“二、违反本规范第四条、第六条、第七条所规定之任一行为。

“三、未依法令或信托公会规章所规定之保护措施保管信托财产。

“四、未依信托法或相关法令规定将信托财产与其自有财产及其他信托财产分别设账管理。

“五、处理信托业务有违反利益冲突原则之情事。

“六、未依信托财产所投资之产品规定时限实时为委托人或受益人给付相关款项及费用。”

^① 赖源河、王志诚：《现代信托法论》，北京，中国政法大学出版社，2002。

^② 王志诚：《信托法》，台北，台湾五南出版公司，2005。



司法实践中，对于受托人履行善良管理人注意义务的纠纷很多，尤其是2008年雷曼兄弟破产所引发的金融危机期间，许多委托人纷纷因为投资亏损而将受托人列为被告，主张受托人违反“《信托法》”第二十二条未尽到注意义务，要求承担赔偿责任。绝大多数法院认为信托业者未违反善良管理人注意义务，对委托人的诉讼请求予以驳回，主要原因在于投资人业已签署投资文件，相关产品说明书、风险揭露书等投资文件已明确记载产品的相关风险及说明是否为保本的文字，加上信托业者已交付相关文件，应认可信托业者已尽注意之义务，投资人主张不知投资风险难以支持。^①

(2) 忠实义务。对于受托人的忠实义务，台湾地区“《信托法》”并未以明文加以规定，但根据第三十四条及第三十五条规定可推导出来。“《信托法》”第三十四条规定：“受托人不得以任何名义，享有信托利益。但与他人为共同受益人时，不在此限。”据此，受托人原则上不能同时是受益人，也不能享有信托利益，如违反该条规定，依“《信托法》”第五条第一项的规定，应属无效。

第三十五条第一款规定：“受托人除有下列各款情形之一外，不得将信托财产转为自有财产，或于该信托财产上设定或取得权利：一、经受益人书面同意，并依市价取得者。二、由集中市场竞价取得者。三、有不得已事由经法院许可者。”违反该款规定，将信托财产转为自有财产，或于信托财产上设定或取得权利者，依“《信托业法》”第五十一条第二项规定，其行为负责人处一年以上七年以下有期徒刑，并处以新台币一千万元以下罚金。换言之，台湾地区“《信托业法》”对营业信托规定了刑事责任，责成信托业应严格恪守其忠实义务，以防止利益冲突情事发生。

此外，台湾地区“《信托业法》”、“《信托业法施行细则》”、“《信托业应负之义务及相关行为规范》”也对受托人的忠实义务作出了具体规定。“《信托业法》”第二十五条第一项为落实信托业应尽忠实义务，明文禁止信托业以信托财产从事以下行为：①购买本身或其利害关系人发行或承销之有价证券或票券；②购买本身或其利害关系人之财产；③让售与本身或其利害关系人；④其他经主管机关规定之利害关系人交易行为。需要注意的是，第二十五条第二项明确规定：“信托契约约定信托业对信托财产不具运用决定权者，不受前项规定之限制；信托业应就信托财产与信托业本身或利害关系人交易之情形，充分告知委托人，如受益人已确定者，并应告知受益人。”

“《信托业法》”第二十七条规定信托业就信托财产与信托业本身或利害关系人交

^① “台湾信托业公会”：《法院审理以信托方式投资金融商品诉讼案件之分析（以2008—2011年为例）》，<http://www.trust.org.tw/content/index.asp?pno=47>，2012年11月。



易之情形，除有信托约定外，应充分告知受益人并取得其同意方得为之。同时，为降低利害关系人交易可能衍生之弊端，信托业尚应就利害关系交易的防治措施，订立书面政策及程序。违反该条规定者，依“《信托业法》”第五十四条第七款规定，可处新台币一百八十万元以上九百万元以下罚金。

“《信托业法施行细则》”第四条规定，信托业法所定之忠实义务，包括信托业对于其客户之往来、交易资料，除其他法律或主管机关另有规定外，应保守秘密之义务。“《信托业应负之义务及相关行为规范》”则对忠实义务进行了进一步细化，其第四条规定信托业应忠实执行业务，并列举了信托业必须遵守的14项规定。

(3) 分别管理义务。“《信托法》”第二十四条第一项规定：“受托人应将信托财产与其自有财产及其他信托财产分别管理。信托财产为金钱者，得以分别记账方式为之。”其立意即在于，受托人个人的财产与信托财产的管理，如混合而未分开，将有损信托财产的特定性及独立性。

台湾学者认为：“从实际面来看，所谓分别管理，其方法为何？在信托法中并无明文规定，因此究应如何判断受托人有无履行其分别管理义务，诚有疑问。例如，如属土地、房屋等不代替物，在分别管理上固无问题，但如为代替物，因其种类、品质、数量可相互替代，究应在物理上予以分开保管或在物体上加注信托标示，始为允当，恐有争议。在制度面上，分别管理义务并非信托制度本质上的要求，实系善良管理人注意义务的具体表现，只不过为期能达到保护受益人利益的目的，始特别予以例示。因此，在判断受托人是否善尽分别管理的义务时，应依信托目的及当时社会的一般通念，加以综合判断。”^①当然，信托财产标的为金钱者，因金钱作为流通种类物，分别管理有事实上的困难，因此根据“《信托法》”第二十四条第一项后段规定以分别记账方式为之。

“《信托法》”第二十四条第二项规定：“前项不同信托之信托财产间，信托行为订定得不必分别管理者，从其所定。”也就是说，如信托当事人约定信托财产不必分别管理，则应尊重其意思，因此受托人的分别管理义务可以通过信托文件的约定予以免除。

对于信托业而言，如果信托业者违反分别管理义务，未将信托财产与其自有财产或其他信托财产分别管理或分别记账，依据“《信托业法》”第五十一条第一项规定，其行为负责人处六个月以上五年以下有期徒刑，得并科新台币三百万元以下罚金。

^① 赖源河、王志诚：《现代信托法论》，北京，中国政法大学出版社，2002。



(4) 自己管理义务。台湾地区“《信托法》”第二十五条规定：“受托人应自己处理信托事务。但信托行为另有订定或有不得已之事由者，得使第三人代为处理。”如受托人违反该条规定，以第三人代为处理信托事务，根据“《信托法》”第二十七条的规定，其应就第三人之行为负完全责任，且该第三人应与受托人负连带责任。

对于这里的“使第三人代为处理”，台湾学者认为：“应指受托人与第三人系立于委任关系，而使第三人得以其自己的意思，代理代为处理信托事务而言。如受托人系利用代理人或使用人等履行辅助人，以辅助其处理信托事务，因履行辅助人非以其自己的意思，独立代为处理信托事务，是以并不构成使第三人代为处理的情形。”^① 典型的情形就是受托人聘请律师、银行或中介机构辅助其管理信托财产。此外，根据台湾地区“《金融机构作业委托他人处理应注意事项》”的规定，经金融主管机关核准，银行可以将信托业务的后勤或账务处理事务，委托其他机构代为处理。由于银行仅是将相关后勤业务或账务处理等非核心事务对外委托，因此不应被视为违反自己管理义务。

值得注意的是，“《信托法》”第二十六条第一项规定：“受托人依前条但书规定，使第三人代为处理信托事务者，仅就第三人之选任与监督其职务之执行负其责任。”换言之，受托人选任第三人或监督其职务之执行，如未尽到相应的注意义务，致使信托财产因第三人行为而产生损害时，受托人应承担此后果，即负赔偿责任；但如果其尽到了相应注意义务，则不承担责任。

台湾地区“《金融资产证券化条例》”第三十五条规定：“受托机构可将信托财产之管理及处分，委任服务机构代为处理。但以资产信托证券化计划有载明者为限。服务机构应定期收取信托财产之本金或其利益、孳息及其他收益，提供受托机构转交受益人并将信托财产相关债务人清偿、待催收与呆账情形及其他重大讯息，提供受托机构。服务机构无法履行其服务义务时，得依资产信托证券化计划规定或报经主管机关核准后，由备位服务机构继续提供资产管理处分之服务。”据此，受托机构可委任服务机构代为管理及处分信托财产；唯受托机构一旦依特殊目的信托契约规定，将该财产委任服务机构管理及处分者，即属“《信托法》”第二十五条但书所谓得使第三人代为处理信托事务之情形，依同法第二十六条规定，受托机构应就服务机构之选任或监督其职务之执行负责。^②

^① 赖源河、王志诚：《现代信托法论》，北京，中国政法大学出版社，2002。

^② “台湾信托业公会”：《营业信托受托人责任之研究及建议》，<http://www.trust.org.tw/files/103000008701.pdf>，2014年1月。



(5) 书类备置义务。台湾地区“《信托法》”第三十一条、第三十二条分别规定了受托人的书类备置义务。第三十一条规定：“受托人就各信托，应分别造具账簿，载明各信托事务处理之状况。受托人除应于接受信托时作成信托财产目录外，每年至少定期一次作成信托财产目录，并编制收支计算表，送交委托人及受益人。”第三十二条规定：“委托人或受益人得请求阅览、抄录或影印前条之文书，并得请求受托人说明信托事务之处理情形。利害关系人于必要时，得请求阅览、抄录或影印前条之文书。”针对营业信托受托人，“《信托业法》”赋予了更高的义务，该法第十九条第二项规定：“信托业应依照信托契约之约定及主管机关之规定，分别向委托人、受益人作定期会计报告，如约定设有信托监察人者，亦应向信托监察人报告。”

实践中，对于书类备置义务的适用较为严格，尤其就营业信托受托人办理特殊目的信托、不动产投资信托、不动产资产信托、信托资金集合管理及运用或募集共同信托基金等情形，因上述信托类型受益人通常为数众多，且有关信托账簿、信托财产目录及收支计算表，属于非公开书类，若允许所有受益人都可以随时向受托人行使账簿阅览权，请求阅览、抄录或影印相关文书，一旦受益人滥用其权利，将可能导致信托业的营运成本大幅提高，并损及其他受益人的权益。因此，为兼顾受益人行使账簿阅览权及避免信托业成本过度提高，“《信托业法》”第三十二条第二款规定：“信托业办理信托资金集合管理及运用，或募集共同信托基金，持有受益权百分之三以上之受益人，得以书面附具理由，向信托业请求阅览、抄录或影印其依‘《信托法》’第三十一条规定编具之文书。前项请求，除有下列情事之一者外，信托业不得拒绝：一、非为确保受益人之权利。二、有碍信托事务之执行，或妨害受益人之共同利益。三、请求人从事或经营之事业与信托业务具有竞争关系。四、请求人系为将阅览、抄录或影印之数据告知第三人，或于请求前二年内有将其阅览、抄录或影印之资料告知第三人之记录。”此外，台湾地区“《金融资产证券化条例》”第四十二条、“《不动产证券化条例》”第四十七条也规定，受益人于符合一定条件时，方可阅览、抄录、影印相关文书。

3. 营业信托受托人的特别义务

2008年国际金融危机期间，台湾地区出现了大量信托纠纷，许多特定金钱信托委托人将其投资损失归结于信托业者未尽善良管理人注意义务，包括缔约前广告不实、未尽说明义务、未为适当之委托人适合度审查，以及缔约后未尽风险变动通知义务等。由于当时“《信托法》”及“《信托业法》”对于受托人之善良管理人注意义务



未详加论述，导致双方的争执点以围绕营业信托受托人之善良管理人注意义务内涵究竟为何而展开。尽管法院大多作出有利于信托业者的判决，但为避免相关纷争重新上演，台湾“金管会”对营业信托受托人从事信托业务所为之行销、广告、订约、境外结构型商品受托买卖等出台了许多规范，除此之外，台湾信托业公会也制定了相关自律规范。由此，除“《信托法》”、“《信托业法》”规定的基本义务外，作为金融机构的营业信托受托人，还负有一些特别义务，如广告真实义务、风险说明义务、适合度审查义务等。

(1) 广告真实义务。“《信托业应负之义务及相关行为规范》”第二十条规定：信托业就其公司形象或所从事之信托业务为广告、业务招揽及营业促销活动时，除“《金融消费者保护法》”、“《金融服务业从事广告业务招揽及营业促销活动办法》”另有规定应依其规定办理者外，并应遵守“《信托业营运范围受益权转让限制风险揭露及营销订约管理办法》”（以下简称“《营销订约管理办法》”）、“《信托业商业同业公会会员自律公约》”与“《信托业从事广告、业务招揽及营业促销活动应遵循事项》”等相关规定。

《金融消费者保护法》第八条第一项规定：“金融服务业刊登、播放广告及进行业务招揽或营业促销活动时，不得有虚伪、诈欺、隐匿或其他足致他人误信之情事，并确保其广告内容之真实，其对金融消费者所负担之义务不得低于前述广告之内容及进行业务招揽或营业促销活动时对金融消费者所提示之资料或说明。”由此，信托业者应负广告真实义务。

实践中，通常投资人主张信托业者所销售商品的海报或传单等广告所载内容与实际状况不符一事，于所分析判决时，法院皆未就广告阶段直接予以独立的审查，而是将此争议问题并入事后双方所签订的信托投资契约书、信托运用指示书、产品说明书及风险预告书等相关文件中作审理判断。^①

(2) 风险说明义务。根据“《金融消费者保护法》”第十条及“《金融服务业提供金融商品或服务前说明契约重要内容及揭露风险办法》”的规定，金融服务业者应依据各种金融商品或服务的特性，向消费者说明相关重要内容，包括消费者对金融商品及服务的权利、义务及责任；费用及违约金的收取时点、计算方式以及收取方式；金融商品及服务是否有受存款保险或安定基金等保障机制的保障及该金融商品或服务

^① “台湾信托业公会”：《营业信托受托人责任之研究及建议》，<http://www.trust.org.tw/files/103000008701.pdf>，2014年1月。



所生纷争之处理及申诉之管道等。

就前述重要资讯的提供或说明，必须以消费者能了解的方式为之，不仅销售文件的用语要用中文表达，且应浅显易懂，甚至必要时应加注原文以为相互参照，而说明或揭露的资讯还应注明日期、出处并编列页码，以供消费者确认是否已接收完整的讯息。此外，“《信托业应负之义务及相关行为规范》”第二十七条、第二十九条均对受托人处理信托事务时之风险变动说明义务作出明确规定。

实践中，关于缔约前之说明义务，绝大多数之法院主要通过相关产品说明书、风险揭露书及连动债的相关文件中是否已正确记载产品的相关风险及说明，是否为保本的文字，并是否经投资人签名盖章确认来认定受托人是否尽到说明义务。如受托人能提供上述文件，皆认为信托业者并未违反善良管理人注意义务，已尽其说明义务，投资人不能推说不知产品风险。至于缔约后之风险变动说明义务，虽有少数法院认为关于发行债券之金融机构有无亏损或破产等重大讯息，并非一般投资大众所能轻易查悉到的事实，故此部分讯息提供应划归由信托业者尽其善良管理人注意义务，较为合理。但是，多数法院判决认为信托业者并非证券投资顾问机构，且相关法令及信托契约亦无规定银行应适时主动为风险变动之通知义务，故信托业者不因此违反善良管理人注意义务，即不违反风险说明义务。^①

(3) 适合度审查义务。所谓适合度审查，根据“《金融消费者保护法》”及“《金融服务业确保金融商品或服务适合金融消费者办法》”的规定，是指信托业者应针对投资人之特性，推荐或说明该金融商品是否适合该投资人，即签订各种金融商品或服务签订契约前，应充分审查投资人以及所提供商品与服务的特性，以确保该商品或服务对投资人的适合度，并避免金融服务业者为追求业绩而将不适合消费者的产品提供给消费者。

据此，金融服务业应设有适当的人员或单位以审核签约的过程，以确认对消费者所提供的资讯是否完整，进而评估该金融商品或服务对顾客的适合度，包括订立金融消费者往来之条件、了解金融消费者审查作业程序，及留存之基本资料，并参考前述资料评估消费者投资能力。以银行业与证券期货业提供投资型金融商品或服务为例，信托业者应充分了解消费者的身份、财务背景、资金来源、风险偏好、投资能力、风险承受度等资讯后，始得签订契约。

^① “台湾信托业公会”：《营业信托受托人责任之研究及建议》，<http://www.trust.org.tw/files/103000008701.pdf>，2014年1月。



司法实践中，投资人往往主张信托业者在审核签约时并未确认投资人所提供的资讯是否完整，作为评估该金融商品或服务对顾客的适合度，法院通常认为：因为金融商品是看不见摸不着的服务性商品，金融机构的口头和书面说明是消费者了解商品性质和作出交易判断的主要依据。又由于服务契约中的给付行为是由契约条款所规定，消费者要理解这些条款并进而作出正确的交易判断，显然要比有形商品要困难得多，因此金融机构向消费者的说明义务应该更为提高，始能对消费者加以保护。该项说明除了资讯本身的质量和正确性外，还应当针对消费者之特性，推荐或说明该金融商品是否适合于该消费者，此即所谓适合性原则。金融机构若违反消费者的意愿或隐匿实情，而对消费者积极劝诱，而使其购买风险过大的金融商品或服务时，应认系违反适合性原则而未尽善良管理人之义务，而这呈现于实务上则为消费者之风险属性分析。^①

因此，若信托业者已为投资人进行风险属性问卷分析，且该问卷也经过投资人亲自签章确认；或虽然投资商品与投资人风险属性不同，但投资人已于同意越级申购声明书签名，则法院的判决在此问题上多数做出有利于信托业者的认定，认为信托业者已履行适合度审查的义务。

三、中国关于受托人义务的规定及其与境外立法比较

受托人义务是受托人基于信托法的规定或委托人的约定而应承担的义务，它是为实现委托人意愿和受益人利益而对受托人课以实施一定行为的法律约束力。中国《信托法》主要规定了受托人应当履行的 12 项义务，以下分别予以介绍并与其他国家和地区的相关规定进行比较。由于共同受托人在中国信托实务中尚不多见，故本报告不涉及共同管理义务。

（一）信托文件的遵守义务

中国《信托法》第二十五条第一款规定：“受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务。”信托文件是信托当事人建立信托关系的基础，其规定了信托目的，体现了信托当事人，尤其是委托人的意志，是受托人处理信托事务的基本准则，因此，受托人有义务按照信托文件的约定来处理信托事务。

（二）谨慎义务

《信托法》第二十五条第二款规定：“受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履

^① “台湾信托业公会”：《信托法相关案例》，<http://www.trust.org.tw/content/index.asp?pno=47>，参阅高雄地方法院 1998 年度诉字第 2285 号判决、台北地方法院 1999 年度重诉字第 238 号判决。



行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。”

《信托公司管理办法》第二十四条规定：“信托公司管理运用或者处分信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务，维护受益人的最大利益。”

上述规定，即为中国信托法律的受托人谨慎义务。关于谨慎义务，英美法系称为注意义务或审慎管理义务，大陆法系称为善良管理人义务或善良管理人的注意义务。谨慎义务的重要意义在于，受托人如果尽到了该义务，其行为即便给信托财产造成了损害，因受托人没有主观过错，故无须承担民事责任；相反，如果受托人没有尽到该义务，并因此给信托财产造成了损害，则应认定其存在主观过错，并承担相应的民事责任。

受托人谨慎义务的判断标准，乃是信托立法与司法中的难点，综观各个国家和地区的信托立法，谨慎义务的标准大致有以下几种。

第一，切身标准，即受托人应按照处理自己事务的注意标准处理信托事务。中国在起草《信托法》时，最初的草案第二十三条第二款就曾经规定：“受托人管理信托财产，负有与管理自有财产同等谨慎的义务。”^① 该标准是一个个性化的标准，因“自己”（受托人）的不同而有所不同，“自己”可能是任何人，如一个文盲，或一个大学教授，或一个个体户，或一个金融企业高管。自己也可能有时理性，有时不理性。^② 因此，根据“自己”的不同，所以注意的标准也有所不同，这往往不利于保护受益人利益。

第二，善良管理人标准，即受托人应当按照某个客观的、公认的注意标准处理信托事务，不管受托人是一个什么样的人，都应当像一个“善良管理人”那样行为。大陆法系的日本、中国台湾地区就采取这一标准，所不同的是，日本《信托法》第二十九条第二项明确允许信托当事人对受托人的注意标准予以变更或排除适用。至于何为善良管理人标准具体是什么，日本和台湾地区的立法均没有明确规定。为法律适用的需要，“台湾信托业公会”专门制定了“《信托业应负之义务及相关行为规范》”，其中第十条以列举的方式规定了六项视为未尽善管注意义务的行为，为实践中判断善管义务提供了一定的指引。日本学者能见善久指出：“具体在什么样的场合算是违反善管注意义务只能根据具体情况来具体判断，而在事业性信托和以投资为目的的信托

^① 朱少平、葛毅：《中国信托法起草资料汇编》，北京，中国检察出版社，2002。

^② 钟向春：《信托受托人谨慎义务标准研究》，载《商事法论集》第20卷（王保树主编），北京，法律出版社，2012。



中，在判断是否构成义务违反的时候不仅是看结果上是否造成了损害，还要从事业经营者或者职业投资人是否尽到合适的行动义务来判断，这一点是有难度的。”^①可见，就立法而言，难以通过统一的规范明确善管注意义务的具体判断标准，而是必须放到个案中，结合具体情况加以判断。

第三，具体情境中的合理标准，该标准为英美法系所采纳。根据英国 2000 年《受托人法》第一条的规定，应根据受托人处理的信托事务的具体特点来确定其注意标准，而在确定该标准时应从三个方面加以考虑：一是受托人具有的知识或技能，二是受托人对外宣称其具有的知识或技能，三是受托人被合理期望具有的知识或技能。而根据《统一信托法》第 804 条的规定，受托人应当根据信托的目的、条款、分配要求和其他情况像一位审慎人一样管理信托，为达到该标准，受托人应当给予合理的注意、技能和谨慎。从本质上看，具体情境中的合理标准与善良管理人标准并无根本区别，二者均强调判断标准应当是某种客观、合理的标准，而且实践中都只能放到具体情境中进行判断；只是在立法表述上，英美法系明确应着眼于信托事务的具体情形来判断受托人是否履行了谨慎义务，而且制定了一些相对具体的判断准则，而大陆法系则是笼统规定受托人须尽到善良管理人注意义务，容易让人误解受托人适用某种唯一的标准。

此外，英国、美国、日本的信托立法允许信托当事人通过信托文件减免受托人的注意义务，但是有两点例外，一是受托人不得免除故意或者重大过失的责任，二是不允许集合信托等营业信托的受托人通过信托文件减免注意义务（如英国《金融服务与市场法》第 253 条）。

与其他国家和地区相比，中国现行法律法规关于受托人谨慎义务的规定最为模糊，并且缺乏原则性的判断标准，给信托实务造成了极大的困惑。因此，未来有必要通过《信托法》的修订或者制定其他规范性文件的方式，为谨慎义务制定某些参考性的标准。另外特别需要指出的是，英美法系的具体情境中的合理标准，尤其是美国《统一谨慎投资法》确立的谨慎投资人规则，将谨慎义务确立为一种行为标准，而非结果标准。判断受托人是否尽到了谨慎义务，关键是看受托人的投资决策以及投资行为的过程，而不是看受托人的投资结果。这一点对于中国信托业尤其具有借鉴意义，有必要予以申明。

^① 能见善久著，赵廉慧译：《现代信托法》，北京，中国法制出版社，2011。



（三）忠实义务

信托基于信任而建立，因此，各国信托法无不规定受托人负有忠实义务。受托人的忠实义务，是指“受托人必须依照忠于信托目的、为受益人最大利益的方式积极管理信托财产，不得作出违背信托目的、损害受益人利益的行为。”^①与多数国家的信托法一样，中国《信托法》也没有直接使用“忠实义务”的表述，但相关规定均体现了受托人应负有的忠实义务。中国《信托法》第二十六条至第二十八条列举了三种为忠实义务所禁止的行为。

一是禁止利用信托财产为自己牟利。《信托法》第二十六条规定：“受托人除依照本法规定取得报酬外，不得利用信托财产为自己谋取利益。受托人违反前款规定，利用信托财产为自己谋取利益的，所得利益归入信托财产。”

二是禁止将信托财产转为固有财产。《信托法》第二十七条规定：“受托人不得将信托财产转为其固有财产。受托人将信托财产转为其固有财产的，必须恢复该信托财产的原状；造成信托财产损失的，应当承担赔偿责任。”

三是原则上禁止受托人自我交易。《信托法》第二十八条规定：“受托人不得将其固有财产与信托财产进行交易或者将不同委托人的信托财产进行相互交易，但信托文件另有规定或者经委托人或者受益人同意，并以公平的市场价格进行交易的除外。受托人违反前款规定，造成信托财产损失的，应当承担赔偿责任。”根据该条规定，受托人自我交易包括两种形式：①信托财产与固有财产交易；②不同委托人的信托财产相互交易。这两种形式的交易在原则上被禁止，但是，《信托法》并非绝对禁止受托人自我交易，为其除外规定中规定了程序要件与实体要件。程序要件有三项：信托文件约定、委托人同意、受益人同意，三项程序要件满足其中之一即可；实体要件则是受托人以公平的市场价格进行交易。实践中较难把握的是何为公平的市场价格。我们认为，在交易标的有公开交易市场的情况下，可以公开市场交易价格为公平的市场价格；在交易标的没有公开交易市场的情况下，则可以独立于信托公司的中介机构认定的评估价格为公平的市场价格。

除《信托法》外，《信托公司管理办法》及《信托公司集合资金信托计划管理办法》也有关于信托公司忠实义务的规定。《信托公司管理办法》第二十五条规定：“信托公司在处理信托事务时应当避免利益冲突，在无法避免时，应向委托人、受益

^① 周小明：《信托制度：法理与实务》，北京，中国法制出版社，2012。



人予以充分的信息披露，或拒绝从事该项业务。”第三十四条规定：“信托公司开展信托业务，不得有下列行为：（一）利用受托人地位谋取不当利益；（二）将信托财产挪用于非信托目的的用途；（三）承诺信托财产不受损失或者保证最低收益；（四）以信托财产提供担保；（五）法律法规和中国银行业监督管理委员会禁止的其他行为。”

《信托公司集合资金信托计划管理办法》第二十七条规定：“信托公司管理信托计划，应当遵守以下规定：（一）不得向他人提供担保；（二）向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的30%，但中国银行业监督管理委员会另有规定的除外；（三）不得将信托资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人，但信托资金全部来源于股东或其关联人的除外；（四）不得以固有财产与信托财产进行交易；（五）不得将不同信托财产进行相互交易；（六）不得将同一公司管理的不同信托计划投资于同一项目。”

综上，中国现行法律法规关于信托公司忠实义务的规定主要包括以下几方面的内容：①禁止利用信托财产为自己谋利；②禁止将信托财产转为固有财产；③原则上禁止受托人自我交易；④禁止将信托财产挪用于非信托目的的用途；⑤禁止以信托财产提供担保；⑥原则上禁止将信托资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人；⑦禁止将不同信托计划投资于同一项目。

综观其他国家和地区信托立法，除上述规定外，忠实义务所禁止的行为大致还有以下几种：①原则上禁止利用与信托财产有关的信息或机会为自己或第三人牟利（美国《统一信托法》第802条（e）款、日本《信托业法》第二十九条）；②禁止在信托财产上设定或取得权利（中国台湾地区“《信托法》”第三十五条）；③禁止将固有财产转为信托财产（日本《信托法》第三十一条第一款第（1）项）；④禁止将信托财产与受托人的关联人进行交易（美国《统一信托法》第802条（c）款）；⑤禁止以信托财产购买受托人或其关联人发行的有价证券（中国台湾地区“《信托业法》”第二十五条）；⑥禁止以异于通常交易条件且对信托财产会发生损害的条件进行与信托财产有关的交易（日本《信托业法》第二十九条）；⑦禁止不必要的交易（日本《信托业法》第二十九条）；⑧禁止作为第三人的代理人与信托财产进行交易（日本《信托法》第三十一条第一款第（3）项）。上述规定也可以为中国信托业所参考和借鉴。

（四）分别管理义务

《信托法》第二十九条规定：“受托人必须将信托财产与其固有财产分别管理、



分别记账，并将不同委托人的信托财产分别管理、分别记账。”

《信托公司管理办法》第二十九条规定：“信托公司应当将信托财产与其固有财产分别管理、分别记账，并将不同委托人的信托财产分别管理、分别记账。”第三十条规定：“信托公司应当依法建账，对信托业务与非信托业务分别核算，并对每项信托业务单独核算。”第三十一条规定：“信托公司的信托业务部门应当独立于公司的其他部门，其人员不得与公司其他部门的人员相互兼职，业务信息不得与公司的其他部门共享。”

《信托公司集合资金信托计划管理办法》第二十三条规定：“信托公司管理信托计划，应设立为信托计划服务的信托资金运用、信息处理等部门，并指定信托经理及其相关的工作人员。每个信托计划至少配备一名信托经理。担任信托经理的人员，应当符合中国银行业监督管理委员会规定的条件。”第二十四条规定：“信托公司对不同的信托计划，应当建立单独的会计账户分别核算、分别管理。”第十九条规定：“信托计划的资金实行保管制。对非现金类的信托财产，信托当事人可约定实行第三方保管，但中国银行业监督管理委员会另有规定的，从其规定。”

受托人的分别管理义务源于信托财产应具备的独立性，其包括两个方面：一是对信托财产与固有财产分别管理、分别记账，二是对不同信托财产分别管理、分别记账。事实上，分别管理义务与信托财产的标识义务紧密相连。日本学者能见善久认为，就土地和建筑物等不动产而言，很容易保持其特定性，但仅仅进行物理上的分别管理是不够多，还需要把该财产是属于信托财产的事实予以公示（信托登记），否则无法对抗第三人，因此，对不动产的分别管理义务应当包括公示的条件；就动产而言，没有适当的公示手段，只要实现物理上的分开管理，就应当视为履行了分别管理义务，但对于铁路车辆等特定类型的动产，应当在标上“该财产属于信托财产”的标识；对于金钱，原则上只需分别计算即可；对于有价证券，可以做到物理上的分离管理，而且也应当进行公示；对于债权等权利，无法进行物理上的分别管理，受托人所需要做的最低限度，是在有关信托财产的目录以及和资产相关的账簿上，明确记载该债权属于信托财产。^① 根据日本《信托法》第三十四条的规定，信托财产按以下方式予以分别管理：①可以办理信托登记的，利用信托登记加以区分；②对于动产，采取外观上可以区分的方法加以保管；③金钱及动产以外的其他财产，采用单独计算的方法予以区分。

^① 能见善久著，赵廉慧译：《现代信托法》，北京，中国法制出版社，2011。



美国《统一信托法》第810条也规定了信托财产的标识义务，鉴于并非所有类型的资产都可以予以标识，标识义务限定为“可行范围”，在这一范围内，信托财产必须在受托人和受益人之外的第三方登记簿予以登记。原因在于，在受托人以代名人的名义或者以不披露信托的存在其他方式持有证券的情形下，证券未登记在受托人名下，但其仍是信托财产，故需采用登记在独立第三方登记簿的方式履行标识义务。

由于中国现在尚未建立信托财产登记制度，故以公示方法对信托财产予以标识存在一定障碍。我们认为，根据中国现行法律法规的规定，信托公司只要做到以下几点，即可认为履行了分别管理义务：一是分别记账，即通过分别记账、分别核算的方式，确保信托财产不与其他财产发生混同，实现信托财产与固有财产之间以及不同信托财产之间的区分。二是组织隔离，即将信托业务部门独立于其他部门，实现信托财产的分别管理。三是为资金类信托财产开立信托财产专户，使用信托资金进行的交易应从信托财产专户进行收支，对于集合资金信托计划项下的信托资金，还应当实行保管制；对于非现金类信托财产，能够实现物理隔离的，只要实现物理上的分开管理，就应当视为履行了分别管理义务；不能实现物理隔离的，只要在信托财产会计账簿上予以记录，就应当视为履行了分别管理义务。

另外，日本新信托法第三十四条、中国台湾地区“《信托法》”第二十四条第二款，均规定信托当事人可以通过信托文件的约定更改或免除受托人的分别管理义务。而中国的《信托法》则没有此种除外规定，信托当事人能否自行更改或免除受托人的分别管理义务，可能会存在争议。

（五）亲自处理义务

中国《信托法》第三十条规定：“受托人应当自己处理信托事务，但信托文件另有规定或者有不得已事由的，可以委托他人代为处理。受托人依法将信托事务委托他人代理的，应当对他人处理信托事务的行为承担责任。”

《信托公司管理办法》第二十六条规定：“信托公司应当亲自处理信托事务。信托文件另有约定或有不得已事由时，可委托他人代为处理，但信托公司应尽足够的监督义务，并对他人处理信托事务的行为承担责任。”

委托人将信托财产信托给受托人，是基于对受托人的信赖，隐含着要求受托人必须亲自处理信托事务，因此，各国信托法均规定受托人负有亲自处理义务。尽管如此，中国《信托法》也规定了两项例外，一是信托文件另有约定，二是有不得已事由。至于何为不得已事由，现行法律法规没有明确规定，“一般认为，‘不得已事由’



比不可抗力、意外事件等纯粹的客观因素范围要广，可以认为包括足以使受托人无法亲自管理的所有事件，包括患病、出国等。”^①

实践中，信托公司从事信托业务，通常都会聘请律师、会计师、评估师等专业人员处理相关专业事项，而信托文件对此往往不会专门进行规定，也难以构成不得已事由，这是否属于对亲自处理义务的违反？对此，周小明认为：“上述人员都是在受托人指示下完成某项具体事务，而非作出独立意思来管理信托事务，因此并不违反亲自管理义务。”^② 能见善久则认为：“不管什么样的信托，都存在若不允许受托人使用他人就无法处理信托事务的情形。如使用律师、会计师等专门人士的工作，以及把信托财产交由运输业者进行运输的工作等。这些专业人士所从事的工作和信托事务是有关联的，但是这些并非信托事务本身。”^③ 因此，受托人自行聘请律师、会计师等专业人员处理相关专业事项，不应视为对亲自处理义务的违反。

对于受托人委托第三人处理信托事务所应承担的责任，英国、美国、日本及中国台湾地区的信托立法均规定受托人仅就第三人的选任与监督负责任，如果受托人在选任和监督受托人时尽到了注意义务，则不承担责任。而中国《信托法》第三十条第二款对受托人委托他人处理信托事务规定了最为严格的法律责任，即受托人依法将信托事务委托他人代理的，不管其主观上有无过错，均应对他人处理信托事务的行为承担责任。这一规定当然有利于对受益人利益的保护，并促使受托人责任感的加强，但不加区别地要求受托人对代理人的一切行为承担责任，对受托人而言似失之过严。^④

我们认为，未来《信托法》修订时，有必要借鉴域外立法对此规定作出调整。但在现行法律框架下，除非信托文件对受托人委托第三人处理信托事务的责任承担有所约定，否则，受托人应当对他人处理信托事务的行为承担责任。

（六）公平义务

对于受益人为多人的情况，美国《统一信托法》第 803 条、日本《信托法》第三十三条均规定受托人应当公平地对待所有受益人。中国《信托法》没有明确提到公平义务，但《信托法》第四十五条规定：“共同受益人按照信托文件的规定享受信托利益。信托文件对信托利益的分配比例或者分配方法未作规定的，各受益人按照均

^① 周小明：《信托制度：法理与实务》，北京，中国法制出版社，2012。

^② 周小明：《信托制度：法理与实务》，北京，中国法制出版社，2012。

^③ 能见善久著，赵廉慧译：《现代信托法》，北京，中国法制出版社，2011。

^④ 余卫明：《信托受托人研究》，北京，法律出版社，2007。



等的比例享受信托利益。”本条可以视为中国《信托法》关于受托人公平义务的规定。根据该条规定，共同受益人共同享有对受托人给付信托利益的请求权，委托人可在信托文件中就信托利益分配份额予以明确，受托人应根据信托文件的要求公平对待受益人，但公平义务并不必然要求受托人均等分配信托利益，共同受益人对信托利益所享有的份额根据信托文件约定，既可以是均等的份额，也可以是不均等的份额。信托文件对信托利益的分配比例或者分配方法未作规定的，应当按照平等的原则分配信托利益，即各受益人按照均等的比例享受信托利益。

（七）记录保存义务

《信托法》第三十三条第一款规定：“受托人必须保存处理信托事务的完整记录。”

《信托公司管理办法》第二十八条规定：“信托公司应当妥善保存处理信托事务的完整记录……”

《信托公司集合资金信托计划管理办法》第三十六条规定：“信托计划设立后，信托公司应当依信托计划的不同，按季制作信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表。”第三十七条规定：“信托资金管理报告至少应包含以下内容：（一）信托财产专户的开立情况；（二）信托资金管理、运用、处分和收益情况；（三）信托经理变更情况；（四）信托资金运用重大变动说明；（五）涉及诉讼或者损害信托计划财产、受益人利益的情形；（六）信托计划文件约定的其他内容。”第三十九条规定：“信托公司应当妥善保存管理信托计划的全部资料，保存期自信托计划结束之日起不得少于十五年。”

记录保存义务，中国台湾地区又称为书类设置义务。日本新信托法第三十七条、中国台湾地区“《信托法》”第三十一条、美国《统一信托法》第810条（a）款也有类似规定。稍有不同的是，日本与中国台湾地区的信托法对于记录范围、记录形式、保存期限等进行了较为明确的规定，而中国在《信托法》层面的规定则较为原则，具体的规定则是体现在《信托公司集合资金信托计划管理办法》中，从相关规定来看，除保存期限等个别内容外，我国关于记录保存义务的规定与其他国家和地区没有太大区别。

一般认为，《信托法》第三十三条所称“记录”，是指有关信托的财产和物品的收支情况，有关信托的金钱方面的收付情况，处理信托事务的方式，交易对方的情况等；“完整”，是指与处理信托事务有关的全部合同、单据、凭证、账户资料等；“保



存”，是指记录并装订成册，在计算机处理时应有专门存储方式，还应执行我国有关会计法、税收征收管理法、审计法规定的办法。^①

需要指出的是，除《信托公司集合资金信托计划管理办法》提到“信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表”以外，我国现行法律法规对于记录保存的范围并未有具体规定，未来有必要进一步予以明确。

（八）报告义务

1. 受托人积极报告义务

《信托法》第三十三条第二款规定：“受托人应当每年定期将信托财产的管理运用、处分及收支情况，报告委托人和受益人。”

《信托公司管理办法》第二十八条第一款规定：“信托公司应当妥善保存处理信托事务的完整记录，定期向委托人、受益人报告信托财产及其管理运用、处分及收支的情况。”

《信托公司集合资金信托计划管理办法》第三十六条规定：“信托计划设立后，信托公司应当依信托计划的不同，按季制作信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表。”第三十八条规定：“信托计划发生下列情形之一的，信托公司应当在获知有关情况后三个工作日内向受益人披露，并自披露之日起七个工作日内向受益人书面提出信托公司采取的应对措施：（一）信托财产可能遭受重大损失；（二）信托资金使用方的财务状况严重恶化；（三）信托计划的担保方不能继续提供有效的担保。”

《信托法》第三十三条第二款是对受托人报告义务的规定，其中包含三个方面的要求：一是每年定期报告，每年至少报告一次；二是报告信托财产管理以何种方式进行管理、如何投资以及收益情况等；三是既要向委托人也要向受益人报告。《信托公司管理办法》要求定期报告，但并未对报告周期作出具体规定，而《信托公司集合资金信托计划管理办法》的规定则较《信托法》、《信托公司管理办法》更为严格，也更为具体。

对于集合资金信托计划，信托公司的报告义务分为定期报告义务和临时报告义务两种情形。首先，对于报告周期，《信托法》只要求每年至少报告一次，而根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》的规定，信托公司应当按季制作相关文件，同时也就意味着信托公司应当按季履行报告义务；其次，对于报告内容，《信托法》只是

^① 卞耀武：《中华人民共和国信托法释义》，北京，法律出版社，2002。



笼统地规定了“信托财产的管理运用、处分及收支情况”，而《信托公司集合资金信托计划管理办法》则明确了信托公司必须定期制作“信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表”，并对信托资金管理报告的内容作出了明确规定，换言之，这也就是信托公司定期报告的内容；最后，对于报告对象，《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定临时报告的对象为“受益人”，但对定期报告的对象却没有予以明确，此时原则上应当适用《信托法》的规定，即同时向委托人和受益人报告。由于集合资金信托计划设立时的委托人与受益人为同一人，一般情形下没有什么问题，但在发生受益权转让的情形下，如果严格适用《信托法》的规定，受托人还应当向初始委托人履行报告义务，但如此一来，不仅与集合资金信托计划的性质不太相符，也徒增信托公司的义务，因此，我们理解，定期报告的对象应当与临时报告的对象保持一致，均为“受益人”。

在报告义务方面，美国《统一信托法》有着最为详尽的规定。与中国信托立法相比，美国《统一信托法》有两点不同：一是对于报告的内容，除了信托管理报告外，在特定情形下，为保护受益人利益，受托人还应当向受益人报告交易的实质性事实，而中国则没有明确要求受托人有义务向受益人披露信托财产的交易细节；二是基于传统民事信托的模型，将受益人分为合格受益人与非合格受益人，对于不同类型的受益人，受托人应当履行不同的报告义务。我们认为，中国目前的信托业务以自益信托为主，尚无必要做如此细致区分，但未来信托公司开展家族信托等他益信托时，则可以借鉴美国《统一信托法》，针对不同受益人对其报告义务做进一步的区分。

2. 委托人、受益人的查询权

《信托法》第二十条规定：“委托人有权了解其信托财产的管理运用、处分及收支情况，并有权要求受托人作出说明。委托人有权查阅、抄录或者复制与其信托财产有关的信托账目以及处理信托事务的其他文件。”

《信托公司管理办法》第二十八条第二款规定：“委托人、受益人有权向信托公司了解对其信托财产的管理运用、处分及收支情况，并要求信托公司作出说明。”

《信托公司集合资金信托计划管理办法》第三十五条规定：“受益人有权向信托公司查询与其信托财产相关的信息，信托公司应在不损害其他受益人合法权益的前提下，准确、及时、完整地提供相关信息，不得拒绝、推诿。”

与受托人报告义务相关联的是委托人、受益人的查询权问题。中国现行法律法规对于此问题的规定并不一致。一是查询主体，《信托法》、《信托公司管理办法》规定



了委托人和受益人的查询权,《信托公司集合资金信托计划管理办法》则将查询主体限定为受益人。与前述报告对象的问题一致,我们理解,对于集合资金信托而言,在受益权转让的情形下,查询权仅为受益人享有。二是查询权的内容,《信托法》的规定更为具体,包括三项内容:“了解其信托财产的管理运用、处分及收支情况”的权利,“要求受托人作出说明”的权利,“查阅、抄录或者复制与其信托财产有关的信托账目以及处理信托事务的其他文件”的权利。《信托公司管理办法》仅明确了有权“了解信托财产的管理运用、处分及收支情况”,《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定的则是有权“查询与其信托财产相关的信息”。

中国台湾地区“《信托法》”第三十二条、日本新信托法第三十八条均作出了与中国《信托法》相类似的规定,但其中有两点不同,一是赋予了“利害关系人”查询权,二是明确了受托人拒绝查询的几种具体情形。此外,对于集合信托项下的查询权,中国台湾地区对其查询主体有所限定,而且进一步明确了行使方式。

可以看出,对于委托人、受益人的查询权,中国现行法律法规的规定相较其他国家和地区仍过于原则,在信托文件没有约定的情形下,容易导致纠纷。我们认为,一是有必要对“查阅、抄录或者复制”的具体内容予以进一步明确,二是有必要明确查询权的行使方式,三是有必要进一步细化受托人拒绝查询的情形。

(九) 保密义务

《信托法》第三十三条第三款规定:“受托人对委托人、受益人以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密的义务。”

《信托公司管理办法》第二十七条规定:“信托公司对委托人、受益人以及所处理信托事务的情况和资料负有依法保密的义务,但法律法规另有规定或者信托文件另有约定的除外。”

信托关系是信托当事人间的财产关系,牵涉到私人的商业秘密和个人隐私,为保证不因信托事务情况和资料的泄露造成不应有的损害,维护信托关系各方当事人的合法权益,受托人应依法负保密义务。保密义务也是由受托人忠实义务衍生而来。中国台湾地区“《信托业法施行细则》”第十四条就明文规定:“本法第二十二条第一项所定之忠实义务,包括信托业对于其客户之往来、事务数据,除其他法律或主管机关另有规定外,应保守秘密之义务。前项保密义务,应依本法第十九条第一项第十三款规定载明于信托契约中。”

需要明确的是,根据《信托法》的规定,保密应依法,在信托文件另有约定,



或者相关的国家机关和工作人员依照法定程序要求了解受托人处理信托事务及信托财产的情况时，应依法办理，受托人不应因此而承担责任。

（十）支付信托利益的义务

《信托法》第三十四条规定：“受托人以信托财产为限向受益人承担支付信托利益的义务。”本条是关于受托人向受益人支付信托利益义务的规定。依据信托的本质，信托财产的利益不归受托人所有，因此，受托人有义务向受益人支付信托利益。该项义务是受托人的基本义务，各国法律对此均有规定。需要强调的是，根据中国《信托法》的规定，受托人支付信托利益，仅以信托财产为限，只有信托财产的损失是因受托人违背管理职责或处理信托事务不当造成时，受托人才负有赔偿责任。

（十一）清算义务

《信托法》第五十八条规定：“信托终止的，受托人应当作出处理信托事务的清算报告。受益人或者信托财产的权利归属人对清算报告无异议的，受托人就清算报告所列事项解除责任。但受托人有不正当行为的除外。”

《信托公司管理办法》第四十二条规定：“信托终止的，信托公司应当依照信托文件的约定作出处理信托事务的清算报告。受益人或者信托财产的权利归属人对清算报告无异议的，信托公司就清算报告所列事项解除责任，但信托公司有不当行为的除外。”

以上是对信托终止后受托人清算义务的规定。信托终止后受托人应对因处理信托事务而产生的债权债务关系进行清理并作出清算报告。信托事务的清算主要包括以下几个环节：

（1）清理债权债务关系。受托人在信托终止后，应当及时追回因处理信托事务而产生的债权，并清理、偿还因处理信托事务而对第三人所负的债务。受托人在清理因处理信托事务而对第三人所负的债务时，可以书面通知已知的债权人申报债权，也可以通过一定的媒体刊登公告，通知债权人申报债权。受托人对经其核定的债务，以信托财产予以清偿。

（2）核定并移交信托财产。受托人在清理债权债务后，应当对信托财产进行核定，编制资产负债表或者财产清单。信托财产在扣除委托人、受益人对受托人所负债务、清算费用后，应当及时移交给信托财产的权利归属人。

（3）制作并提交清算报告。受托人在移交信托财产时应当向委托人、受益人以及信托财产的权利归属人提交清算报告。清算报告一般应当记载信托事务的处理情



况、清理债权债务的情况、信托财产增减情况以及尚未收回的债权和尚未清偿的债务的情况等。^①

信托事务清算完结，受托人提交清算报告，并将信托财产移交给信托财产的权利归属人之后，受益人或者信托财产的权利归属人对清算报告无异议的，受托人就清算报告所列事项解除责任。对于有争议的事项，受托人与受益人或者信托财产的权利归属人应当协商处理，或者申请人民法院作出裁决。受托人采取欺骗手段、与他人恶意串通或者有其他不正当行为，以减少信托财产的价值，或者增加存在于信托财产上的债务，编制虚假的清算报告的，受益人或者信托财产的权利归属人虽未对清算报告提出异议，受托人的责任也并不因此解除。

美国《统一信托法》第 817 条也有类似规定，根据该条规定，受托人应于信托终止或部分终止时向受益人送达分配建议书，受益人在分配建议书送达之日起 30 天内不通知反对意见的，受益人反对分配建议的权利终止；信托终止时，受益人可以免除受托人的责任，但在受托人不当引诱或者未向受益人充分披露其权利、违反信托实质性事实的情形下，该免责无效。

四、我国法院相关判决要旨

（一）概述

在我国司法实践中，涉及信托公司的司法案例，主要是信托公司因信托财产的管理运用而与相关交易对手之间的纠纷，信托公司与委托人之间的司法案例很少，适用《信托法》的情形极其少见。课题组在“北大法宝中文案例数据库”中进行了检索，在案由分类“信托纠纷”项下，仅有 1 个案例；以“信托法”为关键词进行全文检索，检索结果也仅为 112 条，而其中又有相当大一部分是涉及著作权管理的案例，与信托公司从事的营业信托无关。^② 有研究也指出，在 2002 年至 2011 年间出版的《最高人民法院公报》、《人民司法》、《人民法院案例选》、《中国审判案例要览·商事审判案例卷》四种权威出版物上，均没有刊登过由我国法院以《信托法》中的有关条文为依据来处理的案例，“可以说《信托法》这些年来在我国的诉讼领域内几乎是处于被束之高阁、弃之不用之状态”。^③ 因此，对于信托公司尽职管理司法案例，目前

^① 周小明：《信托制度：法理与实务》，北京，中国法制出版社，2012。

^② 最后搜索时间 2014 年 8 月 27 日。

^③ 张淳：《中国信托法特色论》，北京，法律出版社，2013。



尚难以做出全景式的分析。以下判决中，既有关于信托公司尽职管理直接相关的判决，也有部分关于银行、证券公司的判决，其判决思路均对信托公司有一定的借鉴意义。

（二）相关判决情况

1. 信托目的对信托效力的影响

裁判要旨：以信托形式规避法律、行政法规的强制性规定，应属无效。

【案例索引】一审：广东省广州市萝岗区人民法院（2007）萝法民四初字第48号民事判决；二审：广东省广州市中级人民法院（2008）穗中法民四终字第7号民事判决

【案情简介】2002年，台湾地区公民高某与大陆地区公民叶某于广州市签订信托契约。双方于信托契约信托目的（第一条）部分约定：为参与塑胶公司发行股票上市，作为发起人，高某以合法来源的人民币信托于叶某名下，以作为出资设立投资公司之资本。2002年7月，叶某与另外三人签署投资公司章程，设立投资公司，并通过投资公司投资于塑胶公司。2006年5月，高某向叶某发出撤销信托通知书，以塑胶公司于2002年7月后的三年内未能上市为由，撤销信托。后高某主张叶某返还1994400元无事实与法律依据，不予支持。

【一审法院观点】本案属于涉台信托纠纷，应参照涉外案件处理。《商务部关于外商投资举办投资性公司的规定》及《关于外商投资举办投资性公司的补充规定》皆未禁止台湾地区公民通过信托的形式设立投资性公司。高某为参与某塑胶公司发行股票上市，以合法来源的财产委托叶某进行管理与处分并未违反《信托法》第十一条关于信托无效的规定。《信托契约》是高某与叶某的真实意思表示，该契约也不存在《合同法》第五十二条规定的合同无效的情况，依法当为有效。高某主张合同无效无事实与法律依据，不予支持。叶某已依约履行《信托契约》规定的义务，将高某的信托款设立投资公司，并进而将投资公司可运用的资金投资于塑胶公司之股权。《信托契约》未约定高某必须成为投资公司或塑胶公司的股东，高某依据信托契约享有的是信托收益之分配权，而不应当是公司的股权。若叶某存在违反《信托契约》中关于处分权、收益分配等条款的约定侵犯高某的利益，其可另行主张，但无权要求叶某返还信托资金。

【二审法院观点】高某为台湾居民，其在大陆投资，应当遵守我国关于外商投资的法律规定办理相关审批手续。无论是在签订《信托契约》时，还是目前的法律法



规均规定外商在中国境内举办外商投资企业，尤其是投资性公司，均应按照法律规定进行审批，而且审批机关发布明确规定设立外资性投资公司的外商之组织形式为公司、企业或者经济组织，并且对资金规模、经营规模等均有明确要求，排除境外个人作为申请设立外资性投资公司主体的可能性，亦说明高某作为台湾地区的个人，不可能通过审批成为境内投资性公司的股东。高某委托叶某把信托款投资设立投资公司，其目的是持有投资公司部分股权，再通过投资公司投资于塑胶工业有限公司之股权，待塑胶公司上市成功后，即可获取股权溢价收益。高某与叶某签订《信托契约》，系以信托的形式，规避法律规定的外商投资审批手续，违反了《中外合资经营企业法》的强制性规定，应属无效。对于《信托契约》无效，高某、叶某均存在过错，根据合同无效后返还财产的原则，高某主张叶某返还信托资金的请求符合法律规定，本院予以支持。

2. 保底条款的效力

裁判要旨：受益人收取固定信托利益的条款属保底性质，因违反信托法律关系应当遵循的公平原则，应确定为无效条款。

【案例索引】上海市第一中级人民法院民事判决书（2004）沪一中民三（商）初字第97号、（2004）沪一中民三（商）初字第98号

【案情简介】2003年，原告某高新投资公司与被告某信托投资公司订立《资金信托合同》及《补充协议》各一份，原告作为委托人和受益人，将合法资金委托被告进行信托管理，信托财产的收益率以信托合同期内信托财产的实际收益率计算，超过10%的部分作为被告的管理佣金；《补充协议》同时约定被告保证原告信托财产的年收益率固定为10%，后因信托投资公司难以兑付，以致涉讼。

【法院观点】《资金信托合同》系双方当事人真实意思表示，且合同订立的主体、基本条款均符合《信托法》关于信托设立的法定要件，应属合法有效。双方当事人均应恪守合同确定的权利义务。现信托合同期满，原告作为收益人依法有权享受信托利益，被告也应按约向原告作出清算报告并兑付信托财产的本金和收益。被告无理拒付且未正当履行信托管理义务，显属违约，应当承担赔偿原告信托资金实际经济损失的违约责任。该损失包括信托资金管理期间的法定孳息和逾期支付的法定滞纳金。同时，双方当事人在《补充协议》中另约定了原告应收取被告支付的固定的信托利益，该条款属保底性质，因违反信托法律关系应当遵循的公平原则，故确定为无效条款。

3. 风险提示与责任承担

裁判要旨：（1）确定理财产品协议主体时，应区分发行与代销，因该理财产品



产生纠纷，需对外承担民事责任的主体应为发行人，而非代销人。（2）银行已在理财产品协议中进行风险提示，并明确表明“非保本”字样，且投资者已在协议上签名，如投资者并无证据证明代销机构未尽风险提示义务，应视为投资者在缔约时已认识到该委托理财产品存在一定的商业风险。

【案例索引】一审：上海市静安区人民法院（2009）静民二（商）初字第38号；二审：上海市第二中级人民法院（2009）沪二中民三（商）终字第428号

【案情简介】2007年，原告刘某与某银行支行（被告一）签订《人民币理财协议书》约定，原告参加某银行（被告二）本期理财计划，接受某银行提供的投资理财服务。同日，原告按约定将8.5万元存到指定账户。2008年，原告提取理财本金64315.41元（含利息），存在较大损失。原告诉称：某银行支行工作人员向原告推荐理财产品时夸大预期年收入率。原告因对银行的信任，未细研协议文字内涵，遂与某银行支行签订了协议书。协议到期后，某银行支行方才告知理财产品存在亏损。一年中，某银行支行未采取任何方式让原告悉知真情，未告知风险，也未按约支付投资收益，致使原告投资遭受重大经济损失。

【一审法院观点】本案被告某银行与某银行支行之间为委托代理关系，某银行为发行人，某银行支行代为销售。因为《人民币理财协议书》中，明确表明合同一方为某银行。此外，某银行与某证券公司签订的《定向资产管理合同》也证明了某银行发行人的身份，两被告之间为委托代理关系。因此，因该理财产品产生纠纷，而需对外承担民事责任的主体应为某银行。在原、被告签订的协议中，有体现风险提示的部分，在该部分里写明“本产品为非保本浮动收益型投资产品。投资风险，可能导致客户收益甚至本金遭受损失。本理财计划有投资风险，预期收益率并不代表您一定获得的保证收益，您应仔细阅读本理财协议条款，充分认识投资风险，谨慎投资”。此段文字的陈述，以书面的形式，清晰明确地提示合同相对人应注意投资风险。原告作为一名具有完全民事行为能力的自然人，应对自身的行为负责，其在购理财产品时对相关投资风险应有一个基本的认识。而其没有仔细阅读协议内容，对协议没有充分的认识和理解，应视为是其个人放弃自己的知情权，责任在其自己，由此产生的后果，应由原告自行承担。

【二审法院观点】（1）关于系争协议签订是否存在欺诈的问题。鉴于双方当事人对协议签订时的具体情形存在争议，且均无直接证据可还原争议情境，故法院根据现有证据所反映的协议签订时的客观要件和主观要件进行判断。①从客观要件分析，被



告某银行推出理财产品，事前曾向银行监管部门备案。协议系列文本中格式条款的各主要部分，文字表述并无歧义，可以达到投资者理解的程度；系争协议中对投资方向、投资收益的计算方式等内容，约定明确，更无免除受托人过错责任和主要义务的违法条款。因此，在客观要件方面，系争协议在形式上、内容上均未有隐瞒风险和其他相关重要内容之情形。②从主观要件分析，一方面，投资者对于金融理财产品的投资风险相比较银行储蓄为高本应有相当的估计，对于特定投资产品的盈亏预期，也应当作出合理的判断。另一方面，银行不得利用优势地位订立不公平的格式条款，同时还应履行必要的告知义务。本案中，两被告已在系争协议中进行了风险提示，产品描述中更明确表明为“非保本”产品。虽然文字表述与监管部门的相关指引未能完全一致，但实质内容是相同的，且原告已在系争协议上签名，应视为原告在缔约时已认识到该委托理财产品存在一定的商业风险。同时，原告基于投资盈利目的购买系争非保本理财产品，其所从事的是投资行为，应当承担较一般民事行为中民事主体更高的审慎注意义务。现原告称其未细研文字内容就在协议上签字，显然不符合原告作为投资者应有的谨慎态度，因此在主观要件方面，原告所称的两被告存在欺诈的理由，同样难以成立。综上所述，系争理财产品协议的签订和履行系双方当事人的真实意思表示，该协议不违反法律法规的强制性规定，当属合法有效。至于原告所称被告某银行支行推销系争理财产品的环境和服务不到位等，均不足以影响系争协议的效力。

(2) 关于两被告是否构成违约的问题。①系争协议合法有效，双方当事人均应恪守。被告某银行已履行了主要义务，即按系争协议约定将资金交由案外人某证券公司作为投资管理人进行实际投资操作，到期后将余款返还原告，现因投资期间沪深股票市场出现大幅下跌，甚至新股亦跌破发行价，由此产生的损失理应由原告按协议约定自行承担。②关于原告所称的定期披露信息、售后理财服务等问题，系争协议中并未对此作出特别约定，原告在庭审陈述中亦表示未要求两被告提供相关服务或对协议进行补充修改，故两被告不存在原告所称的违约行为。即使两被告存在原告所称售后服务不到位、未安排理财顾问、没有定期披露相关信息、未告知金融危机对理财产品的影响等情形，也与原告因购买相关理财产品所遭受的经济损失之间没有必然的因果关系。③原告亦无证据证明两被告将资金变更投向或挪作他用。据此，原告认为两被告违约应赔偿相应损失的请求，缺乏事实依据和法律依据，法院不予支持。

4. 监管义务与忠实义务的判断

裁判要旨：(1) 信托公司按照信托文件及交易文件约定将信托资金划入借款人



账户，并及时披露风险情况，要求借款人及时履行义务并敦促其履行质押承诺，应视为履行了监管职责。（2）信托公司关联企业系独立的民事主体，其收取财务顾问费的问题不应在营业信托纠纷案中解决，如无证据证明关联企业收取财务顾问费是非法的，也无证据证明信托公司就此存在过错，关于信托公司通过关联企业收取财务顾问费损害信托受益人利益的主张难以成立。（3）银行未经本人同意以本人名义签订信托合同，且本人不予追认的，该信托合同对本人不发生法律效力。

【案例索引】一审：上海市静安区人民法院（2008）静民二（商）初字第322-2号、（2008）静民二（商）初字第322-2号、（2008）静民二（商）初字第324号民事判决；二审：上海市第二中级人民法院（2010）沪二中民六（商）终字第231号、（2010）沪二中民六（商）终字第228号、（2008）静民二（商）初字第324号民事判决

【案情简介】某银行太原分行为了给某公路项目募集资金，与其众多个人客户签订委托理财协议，约定客户将理财资金交付给某银行太原分行，用于该公路建设项目，客户同时委托太原分行委派代表与信托公司签订信托合同。后分行根据理财协议的约定委派某服务公司与某策划公司出面与某信托公司签订《信托合同》。

2004年11月，服务公司、策划公司与信托公司签订《信托合同》，各将4000万元委托给信托公司，由信托公司贷款给某公路建投公司。合同签订后，太原分行分别将4000万元转入服务公司和策划公司账户，两公司再将其支付给信托公司，信托公司将总计8000万元信托资金划入公路建投公司。公路建投公司向信托公司关联企业某投资发展公司支付财务顾问费296万元，其余款项分批转入公路施工方路桥建设公司开设在太原分行的账户，另有2000万元被太原分行私人业务部总经理挪用，用于填补该行前期理财产品的亏损。信托公司对该挪用行为并不知情。

2005年10月，太原分行未经张某同意，以张某名义与信托公司签订《资金信托合同》，由张某提供信托资金1000万元，用于公路建投公司建设的某公路项目，信托财产的管理方式由委托人确定，具体为：以信托资金购买路桥建设公司持有的公路建投公司28%的股权，信托到期由路桥建设公司溢价回购该股权。同日，路桥建设公司向张某、信托公司承诺在其收到股权转让款后将款用于偿还对公路建投公司的欠款。

上述信托期满后，项目没有按期完工，公路建投公司未归还信托贷款，路桥建设公司也未按约定溢价回购股权，信托公司无法收回信托资金，导致其无法按信托合同



约定向委托人服务公司、策划公司和张某返还信托资金，三委托人遂以信托公司违背管理职责、处理信托事务不当为由，各自提起诉讼，要求信托公司赔偿损失，支付信托本金及相应利息。

【一审法院观点】太原分行委派某服务公司与信托公司签订的信托合同未违反法律禁止性规定，应认定为合法有效，合同双方应予遵守。本案系争信托合同期满，导致信托项目无法完成及信托资金无法收回的原因，系太原分行、公路建设公司和路桥公司合意挪用信托项目资金所致，而服务公司认为信托公司违背管理职责、处理信托事务不当的主张，缺乏事实根据，不予采信。信托公司在信托合同的履行过程中不存在违背管理职责、处理信托事务不当的事实，已尽到对信托财产的管理义务，其仅应承担以收回的信托财产为限，向服务公司支付信托利益的责任，故服务公司要求信托公司赔偿信托财产损失的诉讼请求，不予支持。信托公司以太原分行与公路建投公司、路桥建设公司恶意串通，以合法形式掩盖非法目的，挪用信托资金，损害信托公司合法权益等为由主张合同无效，缺乏法律根据，不予采纳。

太原分行未经张某同意以张某名义签订信托合同，属于无权代理行为，该无权代理行为张某不予追认，并表示只认可其与太原分行之间存在委托理财关系，其向信托公司付款可以认为是为了履行与太原分行之间的委托理财协议，故太原分行的代理行为对作为被代理人的张某不发生法律效力。本案信托合同直接约束太原分行与信托公司。综上，张某不享有本案信托合同项下的权利，无权根据合同关系向信托公司主张权利，其诉讼请求应予驳回。

【二审法院观点】（1）信托合同合法有效，理由在于：其一，公路项目系真实存在，公路建投公司确实存在资金需求，且信托资金已经大部分投入该公路项目建设，从信托合同内容所体现的信托目的来看，是合法有效的。其二，服务公司与信托公司签订信托合同时，并不存在明显的非法目的。尽管服务公司受太原分行委托与信托公司签约，但法律并未禁止银行委托另一公司作为受托人与信托公司签订信托合同。其三，部分资金被太原分行挪用，系发生在该信托合同履行过程中，并不足以否定信托合同本身的合法效力。其四，信托公司主张太原分行与公路建投公司、路桥建设公司恶意串通，以合法的信托合同掩盖其挪用信托资金填补其前期理财产品亏损之非法目的，损害国家、社会及第三人的利益，但基于信托公司即为该信托合同的当事人，故不能以此为由主张该合同无效。

（2）信托公司在履行信托合同过程中不存在过错，理由是：其一，信托公司在



信托合同履行过程中已经按照合同约定，在信托计划开始之初，将信托资金按照信托文件规定以及《贷款合同》的约定，将资金打入公路建投公司开设在太原分行的信托专户中，并在信托项目的进展中及时披露信托项目存在的风险情况，要求信托项目借款人及时履行支付信托资金利息义务并敦促其履行公路收费权质押承诺，对信托资金以及项目的进展履行了监管职责。其二，从本案的资金流向和账户实际控制情况来看，部分被挪用的资金是通过开设在太原分行的系列账户进行资金流转，导致账户资金被挪用是太原分行实际控制了上述系列账户所致，而非信托公司监管不力，故信托公司对此不应担责。其三，投资发展公司尽管与信托公司具有关联关系，但其具有独立的法人资格。公路建投公司与投资发展公司就财务顾问费发生的关系属于另一法律关系，与本案并无直接关联。服务公司主张信托公司明知公路建设公司支付该笔款项非法而由关联企业收取，并无充足的证据证明。同时，服务公司无证据证明投资发展公司收取该笔咨询费是非法的，亦无证据证明就投资发展公司收取该笔咨询费这一事件中信托公司存在过错。故服务公司主张信托公司通过投资发展公司非法收取 296 万元损害了信托受益人的利益，难以成立。

(3) 以张某名义与信托公司签订的信托合同，基于未经张某本人同意，且张某也不予追认，其只认可与太原分行之间存在委托理财关系，故该信托合同对张某不发生法律效力。太原分行冒张某名签订信托合同应视为太原分行的行为而非仅仅是该行工作人员的个人行为。尽管太原分行主张正规的《阳光理财协议书》应盖有太原分行或太原分行理财中心的业务专用章，而张某等签署的《阳光理财协议书》盖的是支行业务专用章、太原分行私人银行部，但是关于理财协议书签署的用章规定系银行内部规定，况且，涉及张某理财协议与后六份理财协议衔接的《关于客户理财业务转让的请示》也有太原分行负责人的签名认可。故太原分行主张签署上述理财协议系其工作人员个人行为的主张难以成立。

5. 善良管理义务与报告义务

裁判要旨：(1) 资产管理人根据资产管理委托协议，在股市证券买卖交易中，基于商业判断而作出的正常投资行为，只要尽到了善良管理义务，不存在明显的过错，就不应承担交易损失的后果。(2) 提交资产管理报告的义务不属于双方约定的“谨慎与勤勉地进行资产管理”的范畴，交易损失与管理人未按约定提供报告无因果关系；但支付违约金与赔偿损失并无必然联系，即使委托人可以采取积极措施获取相关资产管理信息，也不能免除管理人按约定主动提供报告义务。



【案例索引】最高人民法院（2003）民二终字第182号民事判决

【案情简介】2000年，某证券公司接受某科技公司的委托，为其提供资产管理服务，除双方另有约定外，证券公司在不违反委托人利益的前提下，有权自主操作资金专用账户的资金买卖及持有在境内合法的金融市场合法投资的品种，但不得为资金专用账户安排任何形式的借贷或其他负债资金；证券公司在委托期限终止前应将指定证券账户中的所有证券变现；证券公司在委托期限内定期向委托人提供资产管理报告。后双方达成《延期协议》，延长委托期限，双方的权利义务仍遵循原协议的规定。在委托期间，证券公司未按约定期提供资产管理报告；到期后，证券公司未将证券账户内的股票变现，也未将账户资金余额支付给委托人。科技公司请求判令证券公司返还委托管理资金本金、滞纳金及违约金。经法院核对，委托资金交易损失人民币1930余万元。

【一审法院观点】证券公司在委托期间没有完全履行合同义务，没有按期向科技公司提供资产管理报告，违反了合同的告知义务；合同约定的期限到期后，没有按约将指定的证券账户内的证券予以变现返还给科技公司，应承担逾期付款的违约责任。

证券公司除了部分违约外，科技公司并没有证据证明证券公司在证券交易过程中有违反法律规定的行为存在，其经营股票的交易损失也属在股市行情处于低迷的环境下的正常市场风险损失，在此方面，证券公司没有明显过错，其不应对此交易带来的损失承担责任，证券公司只应按委托期限终止之日的应予变现的证券市值承担返还之责，并以此为基数按约计算逾期付款的违约金支付给科技公司。故对科技公司要求证券公司赔偿委托资金本金损失的请求，不予支持。

由于合同对证券公司定期向科技公司提供资产管理报告义务的履行未设立任何前提，属证券公司应当信守的义务，也是科技公司享有的独立权利之一。即使科技公司可以采取积极措施获取相关资产管理信息，也不能免除证券公司主动履行该项义务。尽管证券公司不履行提供报告的义务没有造成科技公司损失，但支付违约金与赔偿损失并无必然联系，证券公司的不作为行为致使科技公司获取报告的权利未能实现，故对于科技公司请求判令证券公司支付违约金的诉请，法院予以支持，证券公司应根据合同的约定承担违约责任，向科技公司支付违约金人民币500万元。

【二审法院观点】科技公司举证称证券公司在资产管理中有两笔存在高买低卖、低卖高买、转移科技公司账户盈利、虚构收益的情形，构成对科技公司的欺诈。在股市证券买卖操作中，证券公司基于商业判断而作出的正常投资行为，即使出现投资判



断失误，但其只要尽到了合同约定的谨慎、勤勉的管理人义务，不存在明显过错，就不能以受托人当时的商业判断与市场后来的事实发展相悖为由，要求其承担赔偿责任。且本案经营股票交易的损失也属于股市行情处于低迷情况下的正常风险损失。因此在长期的大额股票交易中科技公司仅以存在两笔高买低卖的情形，主张证券公司在委托理财过程中违反了善良管理义务，构成对科技公司欺诈，显然证据不足。

《资产管理委托协议书》第六条第二款第一项规定，证券公司应“严格遵守现行法律的各项规定和本协议的各项规定，谨慎与勤勉地进行资产管理义务，确保委托资产的安全与稳定收入；如因未尽该义务导致甲方委托资产损失的，则应对甲方委托资产的损失予以赔偿，赔偿范围以足以弥补委托资产总额为限”；第四项规定，“在委托期限内定期（每月、年度和委托期限终止时）向甲方提供资产管理报告”。由此可见，双方在委托协议中区分了谨慎、勤勉管理人义务与提供资产管理报告义务，证券公司向科技公司提交资产管理报告的义务，并不属于双方协议第六条第二款第一项规定的“谨慎与勤勉地进行资产管理”的范畴。一审判决认定科技公司的委托资产损失是股市行情处于低迷环境下的正常风险损失、证券公司在受托管理过程中不存在明显过错，并无不当。对科技公司要求判令返还全部委托资金的诉讼请求，不予支持。

五、结论与建议

通过比较我国与其他国家和地区关于受托人义务的规定，可以看出，世界主要国家和地区关于受托人义务的规定，在我国信托法律法规中基本都有所体现，但相比较而言，其他国家和地区的立法内容更为丰富、规定也更具可操作性。即便是这样，要对信托公司尽职管理制定具体、详尽、无争议的标准，在任何国家、任何地区都是不切实际的。“台湾信托业公会”的报告明确指出：“有关营业信托受托人法律义务内涵，其善良管理人注意义务及忠实义务的界限为何，规范程度会因个案情形而异，如受托人收受报酬之多寡、委托人知识程度、双方信托契约约定之信托意旨等；即使穷尽所有立法，亦难以针对营业信托受托人之法律义务内容划出明确而无争议的规范界限，仅能透过法院于个案中落实、诠释关于营业信托受托人义务之法规意旨，并逐渐划分出一个更明确的义务内涵。”^① 即使在信托的发源地英国，尽管其积累了数百年的信托经验，在2000年《受托人法》修订时，对于以列举方式就注意义务制定具体

^① “台湾信托业公会”：《营业信托受托人责任之研究及建议》，<http://www.trust.org.tw/files/103000008701.pdf>，2014年1月。



准则的提议也因不切合实际而遭到否决。

（一）总体建议

根据对其他国家和地区的经验考察，要缓解信托公司尽职标准不明晰这一问题，可以有三种途径：一是修订完善《信托法》，除进一步合理化受托人义务外，针对谨慎义务等界限较为模糊的义务制定一些原则性的参考标准或者禁止性的规范；二是对司法实践中的相关案例进行汇编、整合，根据判决结果及判决思路，总结相关裁判规则，为信托公司处理信托事务提供相对明确的预期指引；三是根据现行法律法规，通过行业自律规范的形式，陆续出台相关指引性文件，逐步完善信托公司尽职标准。

就第一种途径而言，因《信托法》的修订是一项系统工程，需要多方长时间地论证、探讨和博弈，其牵涉面较广、耗时较长、程序较烦琐，难以在短时间内完成，无法满足当前的迫切需求。就第二种途径而言，由于我国司法实践中涉及信托公司的案例，主要是信托公司因信托财产的管理运用而与相关交易对手之间的纠纷，信托公司与委托人之间的司法案例并不多见，适用《信托法》的情形非常少，因此可供分析、借鉴的案例极为有限。就第三种途径而言，一是无须突破现行法律法规，成本较低；二是行业协会便于深入地总结、提炼实践经验，相关规定更具有针对性；三是其他国家和地区的信托行业以及我国其他金融行业也普遍采取这种做法，具有可行性。

事实上，我国现行法律法规对于信托公司的义务与职责已有许多规定，但是较为零散，散见于《信托法》、《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》以及监管部门的其他政策文件之中，我们建议，由中国信托业协会（以下简称协会）在整合现有法律法规的基础上，制定实施信托公司尽职指引，对信托公司信托业务的开展予以全面规范。

1. 指引的性质与功能

以协会名义出台的指引，在性质上属于行业自律规范，是一种“软法”，不具备法律强制力，但是，它可以为信托公司提供一定的指针，引导信托公司基于自身的利益及声誉自愿遵守，并与国家立法、监管部门的规定、信托公司内部规章制度形成有益互补。如果信托公司能根据指引的要求建立并完善内部规章制度，有利于促进信托公司的风控文化建设，维护行业的健康稳定发展。更为重要的是，司法实践中，在立法规定较为笼统的情况下，协会发布的相关指引有可能被当作行业惯例而获得司法机关的认可与采纳，作为区分受托人责任与投资者风险的参考标准。如果信托公司按照指引的要求行事，对信托公司的合法利益具有重要的保障功能。



2. 指引的制定模式

制定信托公司尽职指引，存在以下几种模式：一是针对信托公司在各种信托业务中的职责，出台一份系统、详尽、普适的尽职指引予以统一规范；二是针对不同信托业务，分别制定不同的尽职指引；三是先针对一些共同性、普遍性的问题先制定一份通行的指引，日后再就具体信托业务分别制定相关指引。我们认为，第三种模式更为可取，原因如下：

首先，由于信托的分类比较复杂，迄今仍然没有形成统一或者行业公认的分类标准，实践中随意创造命名信托种类的现象非常普遍，导致理论与实践中的严重混乱，因此在信托类型尚存在较大争议的情况下，要制定系统、详尽的尽职指引，其基础会存在一些问题。

其次，信托具有非常广泛的适用性，各种新型的信托类型层出不穷，要一次性穷尽所有信托业务，不具有可行性。

再次，信托公司从事信托业务，存在两种行为和两层法律关系：一是信托公司作为受托人向委托人承诺信托，与委托人、受益人建立信托法律关系（财产端）；二是信托公司作为受托人对信托财产进行管理、运用和处分，与相关交易对手建立股权、债权等法律关系（交易端）。信托的复杂性主要体现在交易端，而财产端（尤其是资金信托）则具有一定的共性，因此，虽然无法一次性穷尽受托人职责的全部外延，但针对财产端制定较为明确和具体的指引规范，同时针对交易端制定一些原则性的指引规范，不仅切实可行，在一定程度上也能满足当前各界对受托人尽职标准的迫切期待和需求。

最后，先对共性问题制定通行规范，再针对具体问题制定具体、详尽规定，是我国立法的通常模式，也符合一般的认识规律和研究规律。

课题组在调研过程中，各调研对象也一致同意第三种模式，并认为有必要借鉴银监会的思路，首先聚焦到实践中最容易产生风险、最为普遍的集合资金信托计划。有鉴于此，我们建议协会首先制定信托公司集合资金信托计划尽职指引，今后再有系统、有步骤地推进具体信托业务指引的制定工作。

（二）具体建议

1. 区分主动管理类与非主动管理类信托的受托人义务

我国信托实践中，存在着主动管理类与非主动管理类两种信托业务类型，后者通常称为通道类业务。通道类业务的特点是信托公司对信托财产的管理、运用和处分不



具有决定权，也不承担主动管理职责，仅以自己名义持有信托财产，根据委托人或者投资顾问的指令对信托财产进行管理、运用和处分。实践中，集合类的通道类业务又可以分为两种：一种是由委托人发起，信托公司根据委托人或者委托人指定的第三方的指令管理运用信托财产；另一种是商业银行等其他机构发起，发起机构通常不作为委托人，但其对信托财产的管理、运用和处分具有决定权，通常也是信托计划的代理推介机构。

在其他国家和地区，也存在着与我国通道类信托相类似的信托类型，如日本和我国台湾地区的受托人对信托财产不具有运用决定权之信托，英国的单位信托等。对于此种信托类型，由于受托人对信托财产的管理运用并不具有决定权，故其承担的受托人义务应当有所限缩。例如，对于英国单位信托，英国法律并不要求受托人履行2000年《受托人法》项下关于投资等的义务。我国台湾地区“《信托业法》”及“台湾信托业公会”的规范性文件，也对受托人对信托财产不具有运用决定权之信托制定有专门规范。日本学者能见善久特别指出，对于受托人对信托财产的管理运用不具有自由裁量权的信托，受托人的善管注意义务仅仅为是否按照指示进行财产管理和运用；而在受托人就信托财产如何投资有裁量权的时候，如何判断受托人违反善管注意义务就成为问题了。“因此，最初就信托财产管理和运用，授予受托人怎样的权限（何种程度的裁量权）是重要的。”^①

而我国《信托法》及监管部门出台的各项规范性文件，均是按照主动管理类信托为模型制定的，少有关于非主动管理类信托的规定。但实践中，非主动管理类信托大量存在，一旦出现纠纷，如果按照现有法律法规进行处理，通常会将信托公司置于不利地位，不仅有违公平原则，而且也不利于信托业的健康发展。近期出现的一些风险已经充分暴露了该问题，需要引起行业的足够重视。

不仅如此，非主动管理类信托有长期存在的必要性。信托最为核心的功能和价值，是在于信托财产的独立性，在我国现行法律框架下，只有信托公司可以实现这一功能，例如在资产证券化等业务中，信托公司就承担了这一重要功能。这是我国信托公司的优势所在，未来信托公司在这一方面还大有空间，需要全行业着重考虑和进一步强调。

综上所述，非主动管理类信托业务不仅实践中大量存在，而且有长期存在的必要性，与其否定和限制，不如加以规范，引导其正常发展，更好地实现信托的功能与价

^① 能见善久著，赵廉慧译：《现代信托法》，北京，中国法制出版社，2011。



值。因此，建议协会在制定指引时，结合实践中非主动管理类信托业务的特点和一般做法，对其制定专门的规则，明确非主动管理类信托的受托人职责，维护信托公司的合法权益。

需要指出的是，中国银监会在 2014 年 4 月下发的《关于调整信托公司净资本计算标准有关事项的通知（征求意见稿）》中，将信托业务分为事务管理类与非事务管理类，其中，事务管理类信托是指委托人自主决定信托设立、信托财产运用对象、信托财产管理运用处分方式等事宜，自行负责前期尽职调查及存续期信托财产管理，自愿承担信托投资风险，受托人仅负责账户管理、清算分配及提供或出具必要文件以配合委托人管理信托财产等事务，不承担积极主动管理职责的信托业务。事务管理类信托可以是单一、集合、财产或财产权信托业务。

上述关于事务管理类信托的界定，基本上就是指非主动管理类信托。但是，理论界和实务界对于事务管理类信托的理解存在歧义，许多人把诸如家族信托等信托业务也称为事务管理类信托。此外，从受托人义务边界的角度来看，从主动管理与非主动管理的角度进行区分，可能更有助于厘清受托人的责任，其他国家和地区的信托立法基本上也是从这个角度进行的划分。因此，我们建议使用主动管理类与非主动管理类的概念，并以此制定不同的义务标准。

2. 明确信托公司的投资者适当性管理义务

在我国，信托主要是作为一种金融商品而存在，与其他金融产品具有一定的共同特征。加强对金融消费者的了解和教育，对于整个金融体系的安全及社会的稳定具有极其重要的作用。为此，世界主要国家和地区的金融行业普遍推行以了解客户、了解产品及风险匹配为核心的投资者适当性管理制度。

根据国际清算银行、国际证监会组织、国际保险监管协会 2008 年联合发布的《金融产品和服务零售领域的客户适当性》所给出的定义，投资者适当性是指金融中介机构所提供的金融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、知识和经验以及风险承受能力之间的契合程度，不得将高风险产品或服务推荐或销售给低风险承受能力客户而导致客户利益受损。简言之，投资者适当性要求适合的投资者购买适合的产品。

目前，我国其他金融行业已经纷纷出台了有关投资者适当性管理的规范，如《商业银行理财产品销售管理办法》、《证券公司投资者适当性制度指引》、《证券投资基金销售管理办法》、《关于建立金融期货投资者适当性制度的规定》等。中国银监会曾下发《关于规范信托产品营销有关问题的通知（征求意见稿）》，其中提到了投资



者适当性管理的相关内容；《关于信托公司风险监管的指导意见》也明确提出，准确划分投资人群，坚持把合适的产品卖给适合的对象，切实承担售卖责任。但迄今为止，信托业尚未有关于投资者适当性管理的正式规范性文件出台。

从司法实践来看，加强投资者适当性管理，对于保护信托公司的合法权益具有重要意义。我国台湾地区在2008年金融危机期间，发生了许多信托纠纷，但绝大多数法院以投资者已签署信托文件，且相关产品说明书、风险揭露书等投资文件已明确记载产品的相关风险及说明是否为保本等为由，驳回委托人的诉讼请求。此后，台湾信托业公会就投资者适当性问题制定了一系列相关规范，对信托业的广告合规性义务、风险说明义务及适合度审查义务等作出了明确规定，以减少委托人因投资损失主张受托人未尽善良管理注意义务而导致的纠纷。

大陆地区的司法实践也是如此。如本报告第四部分援引的案例所示，金融机构如果在投资协议中进行风险提示，并明确表明“非保本”字样，且投资者在协议上签名，除非投资者有相反证据，否则应视为投资者在缔约时已认识到该产品存在一定的商业风险，金融机构不承担投资亏损的赔偿责任。

因此，建议协会对信托公司在信托设立时的相关义务及操作规程予以明确，避免信托公司将信托产品提供给风险承受能力并不匹配的投资者，这不仅有助于达到监督卖者有责的目的，也有助于形成买者自负的风险意识，对于打破刚性兑付，推动信托业的健康发展具有重要意义。

3. 区分管理性义务标准与事务性义务标准

对于受托人的义务，大体上可以分为两类。一类义务几乎不涉及受托人判断和自由裁量，主要包括分别管理义务、记录保存义务、报告义务、保密义务等，暂且称为事务性义务；另一类义务则要求受托人行使专业判断，主要包括谨慎义务、亲自处理义务、忠实义务等，暂且称为管理性义务。^①

对于管理性义务，其标准不仅因受托人知识、技能、经验的不同而有所不同，而且也因信托类型、信托目的的不同而有所差异，存在较大的主观性，需要结合信托目的、信托文件以及其他具体情形进行综合判断，很难进行整齐划一的规定。结合其他国家和地区的立法经验，对于此类义务，总体上可以分为主观标准与客观标准两种模式。主观标准要求受托人以处理自己事务的标准处理信托事务，客观标准要求受托人

^① 高凌云：《被误读的信托——信托法原论》，上海，复旦大学出版社，2010。



以特定信托事务所必需的合理标准来处理信托事务。单一采取客观标准，那么高水平受托人本能尽到注意义务却未尽到，但因满足了统一的客观上的注意标准，因而有放纵高水平受托人之嫌；而如果单纯地采取主观标准，为能力、知识、经验不同的受托人设置了不同的标准，这意味着受托人水平越低，所适用的标准越低，而对高水平受托人则适用高标准，也不利于激励和约束人才。^① 因此，对于管理性义务，宜于采取主客观相结合的标准。从具体操作上，一是在指引中就管理性义务制定相对客观、原则的规定；二是允许信托公司就信托业务自行制定具体的规程；三是要求信托公司开展信托业务的标准不得低于指引规定的标准，且不得低于其固有业务标准。

对于事务性义务，由于此类义务的履行一般不涉及受托人的自由裁量，根据受托人的客观行为基本可以判断受托人是否履行该类义务，相关义务标准较为明确。如本报告第四部分案例所示，对于诸如报告义务等，司法实践中较为容易认定，且金融机构也会因违背此类义务而支付违约金。不仅如此，事务性义务与信托财产的盈亏无关，无论信托财产是盈利还是亏损，受托人都有可能因未履行此类义务而承担民事责任。因此，对于事务性义务，宜于采取客观标准，不仅可以而且也有必要作出相对详尽的、具体的规定。

4. 以信托业务流程为基础确定信托公司尽职管理标准

如本报告开头所述，我国《信托法》对何为违背管理职责、何为处理信托事务不当没有明确规定。实践中，许多人认为，只要信托财产出现损失，就应当由信托公司承担责任。然而，信托财产的管理运用既与受托人自身有关，但也与其他客观因素有关，即便受托人尽到了高度的注意和勤勉，也不可能确保信托财产不受损失。如果以受托人的行为是否造成了信托财产的损失来判断其有无尽到受托人义务，不仅有违公平合理的原则，也必然会影响受托人管理运用信托财产的积极性，影响信托行业的健康、稳定发展。从其他国家和地区信托立法来看，判断受托人是否尽到受托人义务，只能集中于受托人处理信托事务的行为过程，才能避免主观臆断。如美国《统一谨慎投资人法》规定，应当根据受托人做出决策或者采取行动当时的情况来判断受托人是否符合谨慎投资规则，而不是取决于事后的意见。换言之，判断受托人是否尽职的标准应当是一种行为标准，而非结果标准。因此，指引的制定，应当着眼于信托公司开展信托业务的操作流程，就信托公司在其中主要环节的行为标准作出规定，对信

^① 彭插三：《信托受托人法律地位比较研究——商业信托的发展及其在大陆法系的应用》，北京，北京大学出版社，2008。



托公司的行为过程提出要求。

5. 强行性规范与任意性规范相结合

针对信托公司尽职管理标准制定相关指引，既要充分尊重信托的灵活性，又要切实考虑信托公司的专业性质，将强行性规范与任意性规范进行有机的结合。根据其他国家和地区的经验，一方面，信托立法通常以任意性规范为主、强行性规范为辅，立法允许信托文件对立法规定的某些受托人义务予以排除或者选择性适用；但另一方面，对于营业信托或者特定的信托业务类型，相关法律法规又规定其必须向其他信托当事人履行更为严格的受托人义务，例如不允许其通过信托文件减免注意义务、履行投资者适当性管理义务等。对于信托公司而言，一味地强调信托的灵活性和信托当事人的意思自治，过分排斥强行性规范，或者一味地强调信托公司的专业受托人性性质，制定过多的强行性规范，都有失偏颇。

就具体操作而言，对于现行法律法规中的强制性规定，或者根据现行法律法规可以衍生出的强制性规定，或者行业普遍认为可以作出强制性规定的，指引可以采用强行性规范的形式，相关条款以“应当”、“应”等祈使性词汇予以表述，且不给信托当事人予以自行变更或排除适用留下空间。与此同时，根据具体情形设立任意性规范，对相关条款制定“除外”规定，允许信托公司及其他相关当事人以信托文件等形式对指引规定的内容予以选择性适用或排除适用。

根据本课题研究成果以及上述建议，课题组起草了《信托公司集合资金信托计划尽职指引（建议稿）》，供协会参考，详见附录。

参考文献

- [1] 卞耀武：《中华人民共和国信托法释义》，北京，法律出版社，2002。
- [2] 高凌云：《被误读的信托——信托法原论》，上海，复旦大学出版社，2010。
- [3] 葛伟军编译：《英国信托法：成文法汇编》，北京，法律出版社，2012。
- [4] 何宝玉：《信托法原理与判例》，北京，中国法制出版社，2013。
- [5] 季奎明：《组织法视角下的商事信托法律问题研究》，北京，法律出版社，2014。
- [6] 赖源河、王志诚：《现代信托法论》，北京，中国政法大学出版社，2002。
- [7] 刘正峰：《美国商业信托法研究》，北京，中国政法大学出版社，2009。
- [8] 马国泉：《金融消费者保护研究》，北京，法律出版社，2013。



- [9] 能见善久著, 赵廉慧译:《现代信托法》, 北京, 中国法制出版社, 2011。
- [10] 彭插三:《信托受托人法律地位比较研究——商业信托的发展及其在大陆法系的应用》, 北京, 北京大学出版社, 2008。
- [11] 日本三菱日联信托银行编著, 张军建译:《信托法务与实务》, 北京, 中国财政经济出版社, 2010。
- [12] 王志诚:《信托法》, 台北, 台湾五南出版公司, 2005。
- [13] 文杰:《信托公司法研究》, 武汉, 华中科技大学出版社, 2010。
- [14] 余卫明:《信托受托人研究》, 北京, 法律出版社, 2007。
- [15] 张淳:《中国信托法特色论》, 北京, 法律出版社, 2013。
- [16] 张敏:《信托受托人的谨慎投资义务研究》, 北京, 中国法制出版社, 2011。
- [17] 周小明:《信托制度:法理与实务》, 北京, 中国法制出版社, 2012。
- [18] 朱少平、葛毅:《中国信托法起草资料汇编》, 北京, 中国检察出版社, 2002。
- [19] 李智仁:《日本信托业法之修法趋势及启发》, 载《玄奘法律学报》, 2006 (5)。
- [20] 刘东亚:《论英国信托法受托人的信义义务》, 载《河北科技大学学报(社会科学版)》, 2004 (2)。
- [21] 钟向春:《信托受托人谨慎义务标准研究》, 载《商事法论集》第20卷(王保树主编), 北京, 法律出版社, 2012。
- [22] 江芳:《营业信托的受托人权义体系研究》, 对外经济贸易大学博士学位论文, 2007。
- [23] 李秀琴:《美国信托法对受托人告知义务的构建——兼论我国相关立法完善》, 厦门大学硕士学位论文, 2009。
- [24] 刘夏斌:《我国集合资金信托的受托人义务研究》, 中国政法大学硕士学位论文, 2010。
- [25] 孟建兵:《论英国信托法上受托人的忠实义务》, 对外经济贸易大学硕士学位论文, 2005。
- [26] “台湾信托业公会”:《信托法相关案例》, <http://www.trust.org.tw/content/index.asp?pno=47>。



[27] “台湾信托业公会”：《法院审理以信托方式投资金融商品诉讼案件之分析（以 2008—2011 年为例）》，<http://www.trust.org.tw/content/index.asp?pno=47>，2012 年 11 月。

[28] “台湾信托业公会”：《营业信托受托人责任之研究及建议》，<http://www.trust.org.tw/files/103000008701.pdf>，2014 年 1 月。

[29] “台湾信托业公会”：《证券投资信托基金保管机构法律关系之研究》，<http://www.trust.org.tw/files/9711report.pdf>，2008 年 11 月。

[30] Graham Moffat et al., *Trusts Law: Text and Materials*, Cambridge University Press, 2009.

[31] Kam Fan Sin, *The Legal Nature of the Unit Trust*, Oxford: Clarendon Press, 1997.

[32] The Law Commission, *Trustee Exemption Clauses: A Consultation Paper*, No. 171, http://lawcommission.justice.gov.uk/docs/cp171_Trustee_Exemption_Clauses_Consultation.pdf, 2003.

[33] The Law Commission, *Trustee Exemption Clauses*, http://lawcommission.justice.gov.uk/docs/lc301_Trustee_Exemption_Clauses.pdf, 2006.



附录

信托公司集合资金信托计划尽职指引 (建议稿)

第一章 总 则

第一条 【订立目的】为进一步规范信托公司集合资金信托业务的经营行为，明确信托公司在集合资金信托计划中的尽职要求，促进信托公司审慎履行受托人义务，保障集合资金信托计划各方当事人的合法权益，维护信托业健康有序发展，根据《中华人民共和国信托法》、《信托公司管理办法》以及《信托公司集合资金信托计划管理办法》等法律法规，制定本指引。

第二条 【适用范围】信托公司开展集合资金信托计划，向其他信托当事人履行受托人义务，适用本指引。信托公司向监督管理机关履行相关义务，按照相关法律法规及监管规定执行。

本指引所称信托公司，是指依照《中华人民共和国公司法》和《信托公司管理办法》设立的主要经营信托业务的金融机构。

本指引所称集合资金信托计划（以下简称信托计划），是指在中华人民共和国境内设立，由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托业务活动。

第三条 【信托目的】信托公司设立信托计划，应当有合法的信托目的，不得违反法律、行政法规或者损害社会公共利益，亦不得专以诉讼或者讨债为目的设立信托计划。

第四条 【依法律法规和信托文件管理信托财产】信托公司应当依照法律法规的规定和信托文件的约定管理、运用和处分信托财产，不得损害国家利益、社会公共利益和受益人的合法权益。

第五条 【制定信托计划操作规程】本指引是对信托公司开展信托计划的一般尽职要求。信托公司可以在本指引的基础上就信托计划项下事务的处理制定具体的操作规程，并在有关法律法规发生变化时，及时对操作规程进行修订。



第二章 信托计划设立前的准备

第六条 【可行性初审】信托公司设立信托计划，事前应初步收集相关信息，对信托计划的法律可行性、商业可行性及运营可行性进行初步评审。通过初步评审的，信托公司可予以立项，立项应形成书面记录。

第七条 【尽职调查一般规定】对于已立项的拟设信托计划，除证券投资业务外，在信托计划设立前，信托公司可以采取查阅、访谈、列席会议、实地调查、信息分析、印证、讨论及其他合法方式就信托资金拟运用的对象及相关事项进行尽职调查。信托计划设立时，信托资金无具体运用对象的，信托公司可以在信托资金运用于特定对象前进行尽职调查。信托公司可以自行进行尽职调查，也可以委托第三人进行尽职调查。信托公司委托第三人进行尽职调查的，应对第三人的行为承担责任。

对于证券投资业务，信托公司应当在信托计划设立前，制作书面报告，说明其拟投资策略、投资组合范围和风险控制策略等内容。

第八条 【尽职调查内容及程序】信托公司应当依照法律法规的规定，根据信托资金运用的不同特点，就尽职调查的内容及程序自行制定相应的规范，并严格依照该等规范开展尽职调查，确保调查内容无重大遗漏、调查程序无重大瑕疵。

第九条 【尽职调查资料及清单】信托公司进行尽职调查，应当以书面形式告知尽职调查目标企业（以下简称目标企业）真实、准确、完整地披露对信托资金运用可能产生重大影响的所有信息，并在取得目标企业提供的文件资料后，要求目标企业在文件清单以及具体的文件资料上逐份加盖公章。

第十条 【尽职调查结果】尽职调查完成后，信托公司应以书面形式真实、准确、完整地反映所实施的尽职调查工作，由尽职调查人员签字确认，并注明报告日期。

尽职调查中搜集的全部文件材料及材料清单应作为尽职调查结果的附录。

信托公司应以尽职调查结果为基础设计信托计划方案，并对其进行可行性分析。

第十一条 【风险分析】信托公司应当指派公司独立于信托业务部门的人员对拟设信托计划的主要风险因素进行分析并作出分析结论，或指派独立于信托业务部门的人员进行尽职调查并作出分析结论。分析结论应以书面形式予以记录，并由参与分析的人员签字确认。

第十二条 【信托计划审议】信托公司应当制定信托计划审议规程，并设立专



门的审议机构，对拟设信托计划进行审议。审议机构应严格遵守公司章程进行审议，审议决定由参与审议的人员签字确认。审议机构以现场会议形式进行审议的，可以采用录音、录像等方式对审议过程予以记录。

第三章 信托计划的推介

第十三条 【合格投资者】信托公司推介信托计划，应当对投资者进行甄别，确保信托计划的委托人为具有完全民事行为能力的自然人、法人或者依法成立的其他组织，且符合中国银行业监督管理委员会规定的合格投资者的标准。

第十四条 【了解投资者】信托公司首次向投资者推介信托计划时，应当以问卷调查方式了解投资者的姓名或名称、身份、住址、职业等基本信息，以及财产与收入状况、信托知识、信托投资经验、投资目标、风险偏好等信息，并要求投资者至少提供以下证明文件：

（一）身份证明文件

投资者为法人或者依法成立的其他组织的，应当提供加盖投资者公章并注明与原件一致的营业执照、组织机构代码证以及税务登记证等主体资格证明文件之复印件。

投资者为自然人的，应当提供与原件一致的居民身份证、户口簿或者护照等可以证明其身份文件之复印件。

（二）财产、收入证明文件

中国银行业监督管理委员会对合格投资者的财产、收入有要求的，信托公司应当要求投资者提供相关财产或收入证明文件。涉及家庭共同财产或家庭合计收入的，除提供相关财产、收入证明外，还应提供户口簿或其他证明家庭关系存在的文件；涉及夫妻共同财产或双方合计收入的，除提供相关收入证明外，还应提供结婚证或其他证明夫妻关系存续的文件。

第十五条 【告知投资者如实提供信息】信托公司应当告知投资者如实提供本指引第十四条规定的信息及证明文件，并要求投资者以书面形式予以确认，承诺对其提供的信息及证明文件的真实性、准确性、完整性负责。信托公司采取录音或录像方式对前述告知及确认过程予以记录的，可以不要求投资者进行书面确认。

第十六条 【投资者风险承受能力评估】信托公司应当根据投资者提供的信息，对其风险承受能力进行评估，并根据评估结果将投资者划分为不同的风险承受等级。信托公司应当将评估结果告知投资者，并要求投资者对其风险承受等级以书面形式进



行确认。

信托公司划分投资者的风险承受等级时，可以考虑以下因素：

- (一) 投资者的财产、收入状况；
- (二) 投资者对信托制度的了解程度；
- (三) 投资者的信托投资经验；
- (四) 投资者对投资风险的了解程度及风险承受度；
- (五) 投资者对收益、现金流的期望；
- (六) 对投资者风险承受能力有重要影响的其他因素。

第十七条 【信托计划风险评级】 信托公司应当对拟推介的信托计划自主进行风险评估，并根据评估结果将信托计划划分为不同的风险等级。

信托公司对信托计划进行风险评估并划分风险等级时，可以考虑以下因素：

- (一) 投资收益的稳定性；
- (二) 投资本金的保持程度；
- (三) 交易结构的复杂程度；
- (四) 对信托计划风险有重要影响的其他因素。

第十八条 【风险匹配】 信托公司应当根据风险匹配原则在投资者的风险承受等级与信托计划的风险等级之间建立对应关系，向投资者推介或者销售与其风险承受能力相匹配的信托计划。投资者要求认购超过其风险承受等级的信托计划的，信托公司应当进行风险提示。投资者经风险提示后仍坚持认购该信托计划的，信托公司应当要求投资者以书面形式予以确认，承诺对其决定自行承担风险责任。

第十九条 【重新评估】 信托公司应当以书面形式告知投资者，如投资者发生可能影响其自身风险承受能力的情形，应当主动要求信托公司对其风险承受能力进行重新评估，否则由此产生的后果由投资者自行承担。信托公司应当要求投资者在告知书上签字或盖章予以确认。

超过一年未进行风险承受能力评估的投资者再次认购信托计划时，信托公司应当对其风险承受能力进行重新评估。

第二十条 【推介材料】 信托公司推介信托计划，应当制作规范和详尽的推介材料。

本指引所称推介材料，是指信托公司为推介信托计划向投资者提供的宣传单、手册、影视音像等用于推介信托计划的资料。



推介材料应当含有明确、醒目的风险提示和警示性文字，如实披露专业团队成员的履历、专业培训及从业经历，提醒投资者注意投资风险，仔细阅读信托文件，了解信托计划的具体情况。推介材料必须真实、准确、简明、易懂，不得有以下情形：

- （一）虚假记载或者误导性陈述；
- （二）与信托文件不符；
- （三）承诺信托资金不受损失，或者承诺信托资金的最低收益；
- （四）夸大或者片面宣传信托计划，违规使用安全、保证、承诺、保险、避险、无风险等可能使投资者认为没有风险的词汇；
- （五）对公司过去的经营业绩作夸大介绍；
- （六）中国银行业监督管理委员会及本指引禁止的其他情形。

第二十一条 【推介行为】 信托公司推介信托计划，应向投资者强调必须以自己合法所有的资金认购信托计划，充分揭示信托计划的风险，完整披露所推介信托计划的相关信息，不得有以下行为：

- （一）以任何方式承诺信托资金不受损失，或者以任何方式承诺信托资金的最低收益；
- （二）进行公开营销宣传；
- （三）委托不符合法律法规要求的机构进行推介；
- （四）违反本指引第二十条的规定制作推介材料；
- （五）对公司过去的经营业绩作夸大介绍，或者恶意贬低同行；
- （六）采用虚假宣传、夸大预期收益等不正当手段进行推介；
- （七）违反本指引第十八条的规定诱导或接受投资者认购超过其风险承受等级的信托计划；
- （八）在推介活动中为自己或他人牟取不正当利益，承诺进行利益输送，通过给予他人财物或利益，或接受他人给予的财物或利益等形式进行商业贿赂；
- （九）中国银行业监督管理委员会及本指引禁止的其他行为。

信托公司可以采取录音或录像方式对推介过程进行记录并予以保存。

第二十二条 【委托推介】 信托公司可以委托符合法律法规要求的机构代理推介信托计划。

信托公司委托其他机构代理推介的，应制定明确的代理推介机构选择标准和完善的代理推介内控制度，并严格按照该选择标准和内控制度予以执行。



信托公司委托其他机构代理推介信托计划，应当与代理推介机构签署书面协议，明确约定代理推介事项、代理费用以及双方的权利义务等内容。

第四章 信托计划的成立

第二十三条 【信托期限】 设立信托计划，信托期限不少于一年，但发生信托文件约定的提前终止情形除外。

第二十四条 【信托文件】 信托公司设立信托计划时，应按照法律法规及相关监管规定制作信托文件。

第二十五条 【提示和说明义务】 信托公司制作信托文件时，应遵循公平原则确定信托当事人之间的权利和义务。对于信托文件中免除或限制信托公司责任的条款，信托公司应采用足以引起对方注意的文字、符号、字体等特别标识或采取其他合理的方式提请对方注意。

第二十六条 【为委托人提供便利】 信托公司应当为委托人查阅或者复制所有的信托文件提供便利，并向委托人提供信托合同文本原件。

第二十七条 【信托资金的交付】 委托人向信托公司交付认购资金的账户必须是委托人本人的账户。信托公司不得同意委托人以他人账户中划出的资金设立信托的请求。

第二十八条 【信托计划不成立的处理】 信托计划推介期限届满，未能满足信托文件约定的成立条件的，信托公司应当在推介期限届满后三十日内返还委托人已交付的认购资金，除信托文件另有约定或委托人同意外，还应加计银行同期活期存款利息。由此产生的相关债务和费用，由信托公司以固有财产承担。

第二十九条 【代理收付】 信托公司委托商业银行办理信托计划资金收付业务的，应当签署书面协议，明确界定双方的权利义务关系。

第五章 信托计划的管理

第三十条 【分别管理义务】 信托公司对不同的信托计划，应当开立不同的信托财产专户，分别核算、分别管理。

除信托财产专户外，信托公司还应当根据信托文件的约定或信托财产的运用方式，为不同的信托计划开立不同的信托专用证券账户、信托专用基金账户等其他账户。



信托公司应对不同信托计划项下的账户和账号分别管理。

第三十一条 【信托财产保管制】 信托公司应当依照法律法规的规定执行信托资金的保管制，选择经营稳健的商业银行担任信托资金保管人。信托财产的保管账户和信托财产专户应当为同一账户。

对非现金类的信托财产，信托当事人可约定实行第三方保管，但中国银行业监督管理委员会另有规定的，从其规定。

第三十二条 【信托报酬】 信托公司收取受托人报酬，应当在信托文件中约定收费的具体标准及计算方法。

信托公司应依照信托文件约定收取受托人报酬，除信托文件约定的报酬外，信托公司不得利用信托财产以任何名义直接或间接为自己谋取利益。

信托公司违反信托目的处分信托财产，或者因违背管理职责、处理信托事务不当致使信托财产受到损失的，在恢复信托财产的原状或者予以赔偿前，信托公司不得请求给付报酬。

第三十三条 【忠实义务】 信托公司管理信托计划，应当遵守以下规定：

- （一）不得将信托财产转为其固有财产；
- （二）不得将其管理运用、处分不同信托财产所产生的债权债务相互抵销；
- （三）不得将信托财产挪用于与信托目的无关的任何用途；
- （四）不得假借信托计划的名义开立与信托计划无关的账户，或者使用信托计划账户进行与信托目的无关的任何活动；
- （五）不得以信托财产向他人提供担保；
- （六）向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的 30%，但中国银行业监督管理委员会另有规定的除外；
- （七）不得将信托资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人，但信托资金全部来源于股东或其关联人的除外；
- （八）不得以固有财产与信托财产进行交易；
- （九）不得将不同信托计划项下信托财产进行相互交易；
- （十）不得将同一公司管理的不同信托计划投资于同一项目。

第三十四条 【公平义务】 信托公司应当为全体受益人的利益，按照信托文件的约定公平处理信托事务。除信托文件对信托利益的分配比例或者分配方法另有约定外，信托公司应当按照均等的比例向受益人分配信托利益。



第三十五条 【亲自处理义务】 信托公司应当亲自处理信托事务，但信托文件另有约定或有不得已事由时，可以委托第三人代为处理。

信托公司应当就其委托的第三人的情况开展尽职调查，并在信托文件中载明有关内容或在信托资金管理报告中披露。信托公司应依照法律法规的规定制定第三人的选聘规程，并严格按照该规程及信托文件的约定进行选聘。

信托公司委托第三人处理信托事务的，信托公司应对第三人处理信托事务的行为承担责任，但法律法规另有规定或信托文件另有约定的除外。

第三十六条 【信托经理】 信托公司管理信托计划，应设立为信托计划服务的信托资金运用、信息处理等部门，并指定信托经理及其相关的工作人员。

每个信托计划至少配备一名信托经理。担任信托经理的人员，应当符合中国银行业监督管理委员会规定的条件。

第三十七条 【运用方式】 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，应当与信托文件约定的投资方向和投资策略相一致。

信托公司管理运用信托财产，不得采取卖出回购方式。

第三十八条 【组合运用】 信托资金可以进行组合运用，组合运用应有明确的运用范围和投资比例。

信托公司运用信托资金进行证券投资，应当采用资产组合的方式，事先制定投资比例和投资策略，采取有效措施防范风险。

第三十九条 【交易文件的起草审核】 信托公司应制定交易文件起草及审核规程，确保交易文件的内容不违反法律、行政法规的规定及信托文件的约定。

本指引所称交易文件，是指信托公司因管理、运用、处分信托财产而与信托财产使用方、担保方（如有）等相关方签署的协议或合同。

第四十条 【交易文件的签署】 信托公司应当制定交易文件签署规程，并严格按照该规程签署交易文件。

第四十一条 【交易文件的执行】 交易文件签署后，信托公司应当以自己的名义，按照法律法规的规定及交易文件的约定行使相关权利，履行相关义务，并督促交易对手按照交易文件的约定履行相关义务。

第四十二条 【担保措施的落实】 对于交易文件中约定的担保措施，需要办理相关登记手续的，信托公司应按照法律法规的规定及交易文件的约定及时办理登记，



并妥善保管相应的登记证明文件。

第四十三条 【信托资金的划转】信托公司应当制定信托资金划转规程，规范公司的资金划转流程。

第四十四条 【信托资金运用监控的一般规定】信托计划成立后，信托公司应当指派专人对信托资金的管理运用情况进行监控，但信托文件另有约定的除外。

第四十五条 【证券投资信托业务的监控】信托公司运用信托资金进行证券投资，应当根据市场情况以及不同业务的特点，确定适当的预警线。信托文件约定设置止损线的，信托公司应根据信托文件约定，及时采取相应措施。

第四十六条 【其他信托业务的监控】信托公司以其他方式运用信托资金的，应当以定期和不定期相结合的方式进行的监控。

定期监控应至少每季度开展一次，信托公司应当在收集相关资料及信息的基础上，形成书面报告。定期监控报告至少应当包括以下内容：

- （一）信托财产损益变动情况及原因；
- （二）交易方案的落实情况；
- （三）交易对手基本信息、组织结构、经营、财务、信用等方面的变动情况及原因；
- （四）资金运用项目进展情况；
- （五）保证人代偿能力及担保物的变动情况及原因；
- （六）监控结论。

不定期监控应当根据市场环境的变化以及项目的风险状况进行，不定期监控以现场检查为主，通过走访、调查、核实相关信息及舆情监测等方式，及时发现风险并采取应对措施。

信托公司还可以根据信托业务的特点，确定各种信托业务的具体监控内容和方式。信托文件或交易文件对监控内容及方式另有约定的，从其约定。

第四十七条 【风险应对】信托公司在对信托财产的管理运用情况进行监控的过程中，发现信托项目可能发生风险的，应按照信托文件的约定进行处理；信托文件没有约定的，信托公司应根据具体情况，按照受益人利益最大化的原则采取应对措施，并自行决定是否需要向受益人披露风险及其应对措施。

信托项目发生风险的，信托公司应于知悉后及时向受益人进行披露，并按照信托文件的约定进行处理；信托文件没有约定的，应根据具体情况，按照受益人利益最大



化的原则采取应对措施。

本指引所称风险，至少包括以下事项：

- （一）交易对手未按交易文件的约定履行相关支付义务，且宽限期届满后仍未履行；
- （二）交易对手未按照交易文件的约定使用资金，且未及时采取补救措施；
- （三）交易对手出现对其他债权人的重大违约；
- （四）交易对手经营出现重大困难或财务状况严重恶化；
- （五）交易标的价值出现严重下跌；
- （六）资金运用项目出现重大不利变化。

第四十八条 【信托收益】 信托公司管理信托计划而取得的信托收益，如果信托文件没有约定其他运用方式的，应当将该信托收益交由保管人保管，任何人不得挪用。

第四十九条 【受益权与受益人】 信托受益权应划分为等额份额的信托单位。

信托计划设立时为自益信托，参与信托计划的委托人应为唯一受益人。

信托计划成立后，信托公司应当置备受益人名册，记载受益人持有信托受益权的相关信息。

第五十条 【受益权转让】 受益人依法转让受益权的，信托公司应为其办理受益权转让备案手续。

信托公司应在信托文件中约定，受益人转让其享有的受益权的，应当办理受益权转让备案手续。未办理受益权转让备案手续的，不得对抗信托公司。

信托公司办理受益权转让备案手续时，应当按照本指引第十四条的规定对信托受益权之受让人进行审查。

第五十一条 【召开受益人大会的事项】 出现法律法规规定的或者信托文件约定的特定事项时，信托公司应当召开受益人大会。

第五十二条 【受益人大会的通知】 信托公司召集受益人大会的，应当至少提前十个工作日按照信托文件约定的方式公告以下内容：

- （一）受益人大会具体安排，包括但不限于受益人大会的召开时间、会议形式、联系方式，并载明因召开本次受益人大会而发生的费用由本信托计划信托财产承担；
- （二）受益人大会的审议事项，并载明受益人大会不得就未经公告的事项进行表决；



(三) 议事程序和表决方式;

(四) 法律法规规定的或信托文件约定的其他内容。

第五十三条 【召开方式】 信托公司应当按照信托文件约定的方式召开受益人大会。信托文件没有约定的,可以采取现场方式召开,也可以采取通讯等方式召开。

第五十四条 【通知当事人】 受益人大会决定的事项,信托公司应当按照信托文件约定的时间和方式通知相关当事人。信托文件没有约定的,信托公司应当在五个工作日内,按照本指引第六十五条规定的方式通知相关当事人。

第六章 信托计划的终止清算

第五十五条 【信托终止事由】 出现法律法规规定的或者信托文件约定的终止事由的,信托计划终止。

第五十六条 【成立清算组】 信托计划终止后,信托公司应立即成立清算组或依照公司章程,对信托财产进行清理,并编制信托财产清单或资产负债表以及处理信托事务清算报告。

第五十七条 【剩余信托财产的分配】 对于清算后的剩余信托财产,信托公司应当依照信托文件约定按受益人所持信托单位比例或信托文件约定的其他方式进行分配。分配方式可采取现金方式、维持信托终止时财产现状方式或者两者的混合方式。

采取现金方式的,信托公司应当于信托文件约定的分配日前或者信托期满日变现信托财产,并将现金存入受益人账户。

采取维持信托终止时财产现状方式的,信托公司应于信托期满后的约定时间内,完成与受益人的财产转移手续。因受益人原因导致信托财产无法转移的,信托公司应当按照信托文件的约定处理。信托文件没有约定的,信托公司应与受益人协商处理,协商不成时,信托公司可以按照以下方式处理:

(一) 当信托财产为债权时,信托公司应在合理期限内向受益人发出书面通知,要求该受益人在通知载明的期限内办理信托财产转移手续,若受益人未在通知载明的期限内办理信托财产转移手续的,视为信托公司已履行完毕返还信托财产的义务,信托公司应当将债权转移的情况通知相关债务人;

(二) 当信托财产为债权以外的其他非现金类财产时,信托公司可以采取变卖、拍卖或者其他合理措施处置信托财产,并将所得价款在扣除相关费用后划付至受益人账户或存放在信托财产专户。



第五十八条 【信托财产转移前的保管】 剩余信托财产向受益人转移前，由信托公司负责保管。保管期间，信托公司不得运用该财产。保管期间的收益归属于信托财产，发生的保管费用由被保管的信托财产承担。

第五十九条 【清算报告】 信托公司应当在信托计划终止后十个工作日内作出处理信托事务的清算报告。清算报告至少应当包括以下内容：

- (一) 信托计划的基本信息；
- (二) 信托财产的管理、运用及处分情况；
- (三) 信托收益情况及分配情况；
- (四) 清算报告异议期限及受托人解除责任声明；
- (五) 信托文件约定应当披露的其他内容。

信托公司作出清算报告后，应及时聘请中介机构对清算报告进行审计，并向受益人披露经审计后的清算报告。信托文件约定清算报告不需要审计的，信托公司可以提交未经审计的清算报告。

信托公司应当按照信托文件约定的方式向受益人披露清算报告，信托文件没有约定的，可以按照本指引第六十五条规定的方式进行披露。

第六十条 【信托公司责任解除】 受益人在清算报告规定的期限内对清算报告无异议的，信托公司就清算报告所列事项解除责任，但信托公司有不当行为的除外。

第七章 信息披露与资料保管

第六十一条 【信息披露的一般要求】 信托公司应当制定公司内部的信息披露规程，依照法律法规的规定和信托文件的约定按时披露信托业务的相关信息，保证所披露信息的真实性、准确性和完整性，不得有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。

信托公司可在遵循本指引的基础上自行决定向信托文件约定的对象披露其他的信息。

第六十二条 【成立公告】 信托计划成立后，信托公司应当在五个工作日内向委托人披露信托计划的推介、设立情况。

第六十三条 【定期信息披露】 信托计划成立后，信托公司应至少按季制作信托资金管理报告、信托财产运用及收益情况表，并向受益人披露。信托资金管理报告至少应包括以下内容：

- (一) 信托财产专户的开立情况及信托财产的保管情况；



- (二) 信托资金管理、运用、处分和收益情况；
- (三) 信托经理变更情况；
- (四) 信托财产运用重大变动说明；
- (五) 涉及诉讼或者损害信托财产、受益人利益的情形；
- (六) 信托文件约定的其他内容。

对于证券投资信托计划，信托公司至少还应当按以下要求披露信托单位净值：

- (一) 至少每周一次在公司网站公布信托单位净值；
- (二) 至少每三十日一次向委托人、受益人寄送信托单位净值书面材料；
- (三) 随时应委托人、受益人要求披露上一个交易日信托单位净值。

第六十四条 【临时信息披露】有以下情形之一的，信托公司应当在获知有关情况后三个工作日内向受益人披露，并自披露之日起七个工作日内向受益人书面提出信托公司采取的应对措施：

- (一) 信托财产可能遭受重大损失；
- (二) 信托财产使用方的财务状况严重恶化；
- (三) 信托的担保方（如有）不能继续提供有效的担保。

对于证券投资信托计划，信托公司还应当根据《信托公司证券投资信托业务指引》的规定履行临时披露义务。

第六十五条 【信息披露的形式】信托公司应在信托文件中约定信息披露的具体方式。信托文件没有约定的，信托公司可以选择以下任一方式进行信息披露：

- (一) 在信托公司官方网站上公告；
- (二) 邮寄；
- (三) 电子邮件；
- (四) 传真；
- (五) 在信托公司的办公场所存放备查。

第六十六条 【信息披露责任的免除】信托公司可在信托文件中，对信托公司就信息披露内容解除责任的条件做出明确约定。

第六十七条 【受益人的查询权】受益人依法向信托公司查询与其信托财产相关的信息时，除以下情形外，信托公司不得拒绝、推诿：

- (一) 有合理根据认为请求人有不正当目的；
- (二) 妨碍信托财产的管理运用；



(三) 损害其他受益人的合法权益。

信托文件对前款规定事项另有约定的，从其约定。

第六十八条 【信托资料的保存】 信托公司应为各个信托计划分别建档，真实、准确、完整地保管以下资料：

(一) 信托计划推介及设立的相关文件，包括但不限于委托人提供的信息和材料、信托计划推介材料、信托文件、开户证等；

(二) 信托财产管理、运用和处分的相关文件，包括但不限于尽职调查报告及其资料（如有）、项目评审或分析意见、决策资料、交易文件、审计报告、监控报告等；

(三) 信托财产会计档案，包括但不限于会计凭证、账簿、交易对账记录等；

(四) 重要权属凭证，包括但不限于非资金类信托财产、担保物权属证书、他项权利证书等；

(五) 受益人相关资料，包括但不限于受益权转让备案资料、受益人大会资料等；

(六) 信息披露文件；

(七) 法律法规、本指引规定及信托文件约定的其他资料。

第六十九条 【资料保存期】 信托公司对信托计划资料的保存期自信托计划终止之日起不得少于十五年。

第七十条 【资料管理规程】 信托公司应当制定信托计划资料管理规程，明确信托计划资料的归集范围、内容、时间、流程等内容，确保对信托计划资料的完整收集和妥善保管。

第七十一条 【保密义务】 信托公司对信托计划投资者以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密的义务，除法律法规另有规定、信托文件另有约定、投资者书面同意或向有权机关履行协助义务外，不得对外透露或允许他人使用。

第七十二条 【信息管理系统】 信托公司应制定信托计划信息系统安全管理规程，并按该等规程对信息系统进行管理，切实防范信息系统风险。

第八章 非主动管理类（事务管理类）信托计划

第七十三条 【适用条款】 非主动管理类（事务管理类）信托计划，不适用本指引第六条至第十二条、第四十四条至第四十七条、第六十八条的规定。



本指引所称非主动管理类（事务管理类）信托计划（以下简称“非主动管理类信托计划”），是指以下两种类型的信托计划：

（一）由两个以上（含两个）委托人发起，由信托公司担任受托人，信托公司在信托文件约定的范围内，根据投资顾问的指示，对信托财产进行管理、运用和处分，信托公司对信托财产的管理、运用和处分不具有决定权，也不承担主动管理职责，仅以自己名义持有信托财产并承担相应职责的信托计划。

（二）由委托人以外的其他机构（以下简称合作机构）发起，由信托公司担任受托人，信托公司在信托文件约定的范围内，根据投资顾问的指示，对信托财产进行管理、运用和处分，信托公司对信托财产的管理、运用和处分不具有决定权，也不承担主动管理职责，仅以自己名义持有信托财产并承担相应职责的信托计划。

对于委托人发起的非主动管理类信托计划，投资顾问可以是委托人或委托人自行指定的第三人；对于合作机构发起的非主动管理类信托计划，投资顾问应是合作机构。

第七十四条 【发起人的选择标准】对于委托人发起的非主动管理类信托计划，信托公司可以在本指引第十三条规定的基础上制定更为严格的委托人标准，并根据该标准决定是否接受委托人的委托。

对于合作机构发起的非主动管理类信托计划，信托公司可制定明确的选择标准，并严格按照该标准选择合作机构。

第七十五条 【尽职调查】对于非主动管理类信托计划，除信托文件另有约定外，由委托人、合作机构自行对信托资金拟运用的对象进行尽职调查并承担相应责任，但信托公司可以根据委托人、合作机构出具的尽职调查报告及尽职调查资料，对信托计划的法律可行性进行独立评审，经评审违反法律、行政法规的强制性规定的，信托公司应当拒绝设立信托计划。

第七十六条 【审议规程】信托公司可以就非主动管理类信托计划制定专门的审议规程，并按照该规程进行审议，审议决定应形成书面记录，并由参与审议的人员签字确认。

第七十七条 【委托人发起信托计划的设立】委托人发起的非主动管理类信托计划，不适用本指引第十六条至第二十二条的规定，但信托公司应当根据本指引第十三条至第十五条的规定履行相关职责，且不得有以下行为：

（一）以任何方式承诺信托资金不受损失，或者以任何方式承诺信托资金的最低



收益；

(二) 对公司过去的经营业绩作夸大介绍，或者恶意贬低同行；

(三) 为自己或他人牟取不正当利益，承诺进行利益输送，通过给予他人财物或利益，或接受他人给予的财物或利益等形式进行商业贿赂。

第七十八条 【合作机构发起信托计划的推介】 合作机构发起的非主动管理类信托计划，可以由信托公司自行推介，也可以由合作机构代为推介。信托公司或合作机构推介信托计划，应当遵守本指引第十三条至第二十二条的规定。

第七十九条 【投资顾问指示】 信托公司设立非主动管理类信托计划，应当严格按照信托财产投资顾问的指示对信托财产进行管理、运用和处分，不得自行运用处分信托财产，但信托文件另有约定或有利于受益人的除外。

第八十条 【投资顾问文件】 由委托人指定的第三人或合作机构担任投资顾问的，信托公司可以与投资顾问另行签署协议或备忘录（以下简称投资顾问文件），对以下事项进行约定：

- (一) 信托财产的运用方式及运用对象；
- (二) 投资顾问指示的发送、确认及执行；
- (三) 受托人、投资顾问的权利与义务；
- (四) 投资顾问的报酬（如有）；
- (五) 违约责任；
- (六) 其他事项。

第八十一条 【披露投资顾问信息】 由委托人指定的第三人或合作机构担任投资顾问的，信托公司应当在信托文件中披露投资顾问的信息，充分揭示受托人、投资顾问的权利义务，详细告知非主动管理类信托计划的特点及风险特征，并在信托合同中另行载明以下内容：

- (一) 投资顾问的名称、住所、联系方式；
- (二) 投资顾问的职责；
- (三) 投资顾问指示的发送、确认及执行；
- (四) 投资顾问的权利与义务；
- (五) 投资顾问的报酬（如有）；
- (六) 其他事项。

第八十二条 【投资顾问禁止行为】 由委托人指定的第三人或合作机构担任投



资顾问的，除应遵守本指引第三十三条的规定外，还应当遵守以下规定：

（一）不得将信托资金直接或间接运用于投资顾问及其股东或关联人，但信托文件另有约定的除外；

（二）不得以信托财产与投资顾问的财产进行交易，但信托文件另有约定的除外。

第八十三条 【信托文件特别载明事项】 信托公司应当在信托文件中另行载明以下事项：本信托计划为非主动管理类信托计划，受托人在信托文件约定的范围内，根据投资顾问的指示对信托财产进行管理、运用和处分，受托人对信托财产的管理、运用和处分不具有决定权，因受托人执行投资顾问的指示而引起的一切风险与损失，由信托财产承担。

第八十四条 【拒绝执行指示的情形】 信托公司应当根据信托文件、投资顾问文件的约定对投资顾问的指示进行审核，指示内容存在以下情形的，信托公司应当拒绝执行：

- （一）违反法律、行政法规的强制性规定或损害社会公共利益的；
- （二）违反信托文件约定的；
- （三）交易金额超过信托资金金额的；
- （四）信托文件、投资顾问文件约定的其他情形。

第八十五条 【信托财产的监控及风险应对】 除信托文件、投资顾问文件另有约定外，由投资顾问自行对信托财产的管理运用情况进行监控，指示受托人采取风险应对措施，并承担相应责任。

信托公司可以根据信托文件、投资顾问文件的约定，要求投资顾问提供相关监控报告、风险应对措施及相关信息。

第八十六条 【风险应对】 发生损害或可能损害信托财产及受益人利益的情形，且投资顾问未指示信托公司采取风险应对措施的，信托公司自知道或者应当知道该情形之日起，可以按照受益人利益最大化原则自行决定对信托财产的运用和处分，由此导致的损失由信托财产承担。

第八十七条 【信托清算】 信托终止后，除信托文件、投资顾问文件另有约定外，信托公司应根据信托文件的约定自行对信托财产进行清算，并编制信托财产清单或资产负债表以及处理信托事务清算报告。

对于委托人发起的非主动管理类信托计划，除信托文件另有约定外，清算后剩余



信托财产以维持信托终止时财产现状方式进行分配。对于合作机构发起的非主动管理类信托计划，清算后剩余财产的分配按照本指引第五十七条的规定执行。

第八十八条 【信托资料的保存】 对于非主动管理类信托计划，信托公司应真实、准确、完整地保管其处理信托事务的全部资料。

第九章 附 则

第八十九条 【其他信托业务的尽职要求】 信托公司开展集合资金信托计划以外的其他信托业务，可以参照本指引自行制定相关操作规程，并在有关法律法规发生变化时，及时对操作规程进行评审和修订。

第九十条 【指引的解释】 本指引由中国信托业协会负责解释。

第九十一条 【实施日期】 本指引自发布之日起实施。



建立信托受益权流通机制与平台探索研究

课题牵头单位： 华宝信托有限责任公司

课题组成员：

卢晓亮	宋 军	况 冲	华宝信托有限责任公司
宋啸啸	邓 婷		长安国际信托股份有限公司
王玉国	王 琛		中诚信托有限责任公司
孙李众	张 旦		兴业国际信托有限公司
薛晓峰	陈 曦		紫金信托有限责任公司
李 宁	俞芳楚	季 晶	新华信托股份有限公司



摘 要

截至 2014 年上半年，信托资产管理规模超 12 万亿元，信托产品流动性缺失成为困扰行业发展越来越大的问题。整个信托行业已经意识到信托产品流动性的重要性。当前中国信托业协会已经牵头主导相关信托登记制度及系统等“基础设施”的建立工作。建立信托登记制度的目的之一是为了实现信托受益权的流通。因此，本课题的重点是信托登记制度建立后，如何建立并完善信托受益权的流通机制和信托受益权交易平台。

本课题组调研了北京金融资产交易所、上海信托登记中心、中国银行间市场交易商协会等多个交易所和组织机构，并结合国内信托公司进行信托受益权流转的实践经验，主要从信托产品及交易平台两个方面，提出了相关实际操作思路，并提出了相关政策建议，从而对提升信托产品的流动性献言献策。

本文主要开展信托受益权交易方面的研究，旨在提高信托产品的流动性，满足投资者的需求，促进信托产品由非标准化向标准化的转变，同时，通过盘活存量，完善信托产品的金融属性等，化解行业内潜在的流动性风险，促进信托行业的健康发展。

在具体内容上，本文研究和探索了信托产品流动性需求、缺失原因，分析了产品筛选及定价模式，在借鉴各类交易平台经验的基础上，提出建立信托受益权交易平台的思路和相关选择方案。

本文在相关金融产品交易理论研究的基础上，提出了信托产品标准化的可行性，进行了信托受益权定价讨论，以及交易平台的产品及参与方准入规则，场内、场外的信托受益权交易方式的探索等，提出了加入经纪角色、做市商参与等多种交易方式。本文还结合互联网金融的发展特点，探索互联网金融在受益权流通中发挥的作用和优势，以期为未来的信托行业转型提供方向。

关键词：信托受益权 交易平台 转让 标准化



目 录

一、国内信托市场流动性的基本情况分析	97
(一) 国内信托市场的流动性现状	97
(二) 信托产品缺乏流动性的原因	97
1. 产品的非标准化	98
2. 尚未形成专门的流动转让管理办法	98
3. 缺乏统一的信托登记制度	99
4. 缺乏信托公司及产品评级体系	99
5. 缺乏信托产品流通的交易市场	100
(三) 与其他资产管理产品流动性的比较	101
(四) 完善信托受益权流通机制的重要意义	102
1. 有利于信托公司进一步发挥在利率市场化中的作用	102
2. 有利于信托公司增强在大资产管理时代中的竞争力	103
3. 有利于解决信托产品的流动性缺失问题，拓展信托功能空间	103
4. 有利于培育信托专属客户群，促进行业的持续发展	103
5. 有利于提高信托产品透明度，进一步规范信托公司运作	104
6. 有利于建立市场化约束机制，进一步完善信托监管体系	104
二、借鉴各类交易体制	104
(一) 证券交易所对非标准化产品流通的实践	105
(二) 场外交易市场的相关借鉴	106
(三) 上海信托登记中心的尝试	109
(四) 北京金融资产交易所的实践	109
(五) 推动信托受益权流转的共性做法	110
(六) 各类交易平台在信托受益权流转中的问题	111
三、信托产品的标准化以及定价方式探讨	112
(一) 信托产品标准化的实现路径	112
1. 非标准化信托产品的主要类型	112



2. 信托产品实现标准化的主要途径	113
(二) 信托受益权流通的定价机制探索	119
1. 信托产品预期收益率的影响因素分析	119
2. 信托受益权流通的定价机制分析	120
四、探索建立受益权流通的交易平台	123
(一) 对场内和场外两种交易平台模式的探索	123
1. 场内交易平台模式	123
2. 场外交易平台模式	125
3. 小结	131
(二) 信托交易平台的产品及参与者准入规则	131
1. 进场流通产品准入	131
2. 各类市场参与者准入	132
(三) 交易平台的相关交易规则	134
1. 交易平台的参与主体	134
2. 通过转让方式实现交易	134
3. 实现流程	134
4. 信息披露机制	136
5. 在线交易探索	136
6. 交易平台将注重实现的功能	137
五、利用互联网金融促进信托受益权流通	138
(一) 互联网金融的快速发展	138
1. 概念	138
2. 互联网金融的特点	138
3. 互联网金融的应用	139
4. 小结	141
(二) 如何利用互联网金融促进受益权流通	141
1. 阶段一——信托公司“触网”	142
2. 阶段二——大数据运用	142
3. 阶段三——提升风险定价能力	142
六、对建立信托受益权流通机制和平台的小结	143
(一) 建立信托受益权专有交易平台的探索	143
1. 新建信托受益权交易平台的必要性	143



2. 对未来信托受益权交易平台的定位	144
(二) 建立信托受益权流通相关制度	144
1. 制定信托产品转让制度	144
2. 信托产品交易平台管理制度	145
(三) 相关政策建议	146
1. 当前的政策障碍	146
2. 相关政策建议	147
3. 小结	148
参考文献	149



一、国内信托市场流动性的基本情况分析

（一）国内信托市场的流动性现状

当前，信托产品尚未形成规模化的交易转让市场，虽然信托公司、投资人对产品转让需求迫切，但由于制度障碍及市场缺失，信托产品的转让还仅限于公司内部撮合，没有交易共享的转让平台。

同时，目前地方各类金融交易所或其他组织机构，如北京金融资产交易所、上海信托登记中心等着力推进信托产品的流通转让，但由于目前信托产品难以做到标准化（包括信息披露标准化、产品评级标准化及定价机制标准化等），当前的产品转让难以实现大规模、高效率转让，在此条件下，市场难以发挥应有的投融资、流通转让的作用。此外，信托产品流通转让的配套制度仍未建立，这造成即使有形式上的流通市场，仍存在较大的制度缺陷，甚至带来法律风险。

根据中国信托业协会最新公布的数据，2014 年第二季度末，全国信托行业受托管理资产规模已经达到 124782.28 亿元，其中具备潜在可流通性的集合资金信托规模已经达到 32897.09 亿元。面对容量巨大的产品池，建立健全信托受益权份额流通市场具有极大的市场潜力。

（二）信托产品缺乏流动性的原因

信托产品的流通，其实际是信托受益权的流通。目前，国内信托受益权并没有流通平台，受益权的转移通过信托受益权转让、赠与、质押与继承等方式实现。信托受益权是一种特殊的民事权利，其取得也需基于一定的法律原因。根据《中华人民共和国信托法》（以下简称《信托法》）第四十四条规定：“受益人自信托生效之日起享有信托受益权。信托文件另有规定的，从其规定。”可见，如信托文件无另行规定，受益人因信托的生效即享有受益权，信托一经生效，受益权即随之发生。原则上必须以信托文件规定的受益人为受益人，但根据《信托法》第五十一条的规定，在以下四种情况下，委托人可以变更受益人或处分受益人的受益权：（1）受益人对委托人有重大侵权行为；（2）受益人对其他共同受益人有重大侵权行为；（3）经受益人同意；（4）信托文件规定的其他情形。

以上所列四条，前两条为被动条款，而第三条为主动条款，受益人可以依照此条款对自身受益权进行处分和转让。受益权作为受益人的法定财产权利，在依照法律规



定的前提下可以进行清偿债务、对外转让和受益权继承，这是信托产品流动性的法律基础。《信托法》第四十七条规定：“受益人不能清偿到期债务的，其信托受益权可以用于清偿债务，但法律、行政法规以及信托文件有限制性规定的除外。”其中，受益人可以以信托利益清偿债务，也可以以信托受益权本身清偿债务，前者受益人不发生变更，任然是原来的受益人，但后者受益人将会发生变更，债权人将会成为新的受益人，同时需要通知受托人变更行为。此外，《信托法》第四十八条规定：“受益人的信托受益权可以依法转让和继承，但信托文件有限制性规定的除外。”这类似于信托受益权对债务的清偿，受益人既可以转让已经取得的信托利益，也可以转让信托受益权。转让信托受益权，应当与受让人签订转让协议，并通知受托人，受托人据此将受让人变更为受托人。

因此，在信托文件没有明确限制受益权流动的情况下，受益人的信托受益权原则上可以根据受益人的意愿进行转让和继承。

但当前，信托产品尚未形成规模化的交易转让市场，虽然信托公司、受益人对产品转让需求迫切，但由于制度障碍及市场缺失，信托产品的转让还仅限于信托公司内部撮合，没有交易共享的转让平台。

在实践中，信托产品流动性受限可归结为以下五个方面原因。

1. 产品的非标准化

首先，当前信托产品不存在统一的风险评级制度和信息披露平台，容易造成转让双方之间的信息不对称以及产生道德风险。

其次，信托产品以信托合同的形式销售，一份合同中约定的产品份额一般在一百万份以上，不具备形成拆分转让的条件。从流通份额来看，产品尚未实现份额转让的单位化、标准化。

最后，部分信托产品具有明显的私募属性，其非标准化的内在要求也影响了转让平台的建立。此外，信托产品在信息披露时不能做到完全透明，这对其从转让平台上挂牌及后期的统一监管均造成了障碍。

2. 尚未形成专门的流动转让管理办法

信托产品转让尚未形成专门的管理办法，当前可依据的只有“一法两规”中相关条款原则性的约束，同时这些约束受当时制定时的环境所限，部分规定已制约了信托产品的流通转让，致使信托转让市场难以形成。

《信托公司集合资金信托计划管理办法》（以下简称《集合管理办法》）对合格投



资者有严格的限定，要求“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”。此外，《集合管理办法》第二十九条规定，“信托受益权进行拆分转让的，受让人不得为自然人。机构所持有的信托受益权，不得向自然人转让或拆分转让”。这就给信托受益权进行拆分转让设置了较高的限制，使得转让市场范围更加狭窄，转让配对成本也更高。由于上述法则所限，目前信托产品较难形成一个稳定庞大的二级转让市场参与群体。

3. 缺乏统一的信托登记制度

根据我国《信托法》第十条的规定：对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力。这即是采用登记生效主义，把信托登记确定为信托的生效要件，不登记的，信托不能生效。

信托财产的确认一定要进行信托登记，但是这一块国内一直是缺失的。建立全国性信托登记中心，才符合《信托法》对信托财产地位的规范。建立信托的登记制度，在保护委托人的利益、信托财产的完整性以及发挥信托破产隔离和风险隔离功能等方面，都会发挥巨大的作用。

信托登记应该可以分为两个层面，即信托产品登记和信托财产登记。信托产品登记可以解决信托产品流动性的问题，使信托产品风险能够得到缓释，对于解决目前信托产品刚性兑付、投资者缺少对产品的参与权等问题都大有益处。信托财产登记则更可以为信托公司开辟一个崭新的领域，可避免信托公司产品与其他机构产品一样集中于资金领域所造成的种种弊端。

目前，我国尚未形成统一规范的信托登记制度，但在信托实践中，涉及信托登记的领域越来越多。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。

4. 缺乏信托公司及产品评级体系

信用评级是由独立、客观的第三方基于自身掌握的公开信息和内部信息，根据评级的专业技术方法，对机构履行其偿付义务的可能性进行评价。信用评级作为一种克服信息不对称的机制，在证券市场上获得了广泛的运用，除了最常见的对债券及其发行人的资信评价以外，还广泛运用于其他金融商品和机构，评级对象不仅包括优先



股、结构型融资证券等，还包括国家、共同基金和衍生产品交易对象等。

现阶段，由于信托潜在的刚性兑付的“潜规则”，投资者都不太看重信托公司及信托产品评级，这也造成了信托公司及信托产品评级体系的缺失。在信托市场引入信用评级主要包括对信托公司的评级和对信托产品的评级两个方面。对公司的评级主要关注公司在整个产品开发流程过程中的管理能力、风险控制措施以及由于受托人责任偿付受益人损失的偿付能力等的综合评价。相对而言，评级高的信托公司开发的产品在设计的规范性和违约偿付能力方面优于评级低的公司。而对信托产品的评级，主要针对有特定项目支持的资金信托产品。评级的范围包括项目的风险状况、信用增强措施的可信度、是否存在瑕疵等。由于评级以产品对应的项目为基础，只要产品设计合理，低资信的信托公司开发的产品的评级可能高于高资信的信托公司的产品，这有利于投资者据此信息进行具体投资决策。

虽然，信用评级不是万能的，但没有信用评级，将缺乏足够的投资者教育和信托产品流动性的基石。当前有部分信托公司的部分信托产品也处于“保兑付”的多事之秋，信托行业急需引入信用评级制度以揭示风险，从而提高信托产品流动性，缓释累积的风险。

5. 缺乏信托产品流通的交易市场

由于信托登记制度的缺失，信托公司及产品尚无统一的评级体系，信托产品一直缺乏公开、透明和有效率的交易市场。目前市场上已开始开展的提高信托产品流动性的尝试如下。

(1) 部分机构提供信托受益权转让平台。北京金融资产交易所、上海信托登记中心等均提供了信托受益权转让平台，但主要采取一对一的交易模式。信托受益人通过这些机构发布转让信息，通过其平台对接意向投资者。

(2) 通过信托公司内部进行转让。一般而言，如果委托人希望在信托存续期内转让其信托份额，信托公司都会在信托合同的约定下，协助委托人寻找受让方，提供内部信托转让服务。在找到合适的受让方之后，双方至信托公司完成信托权益转让。

(3) 券商拟建信托产品转让信息平台。根据媒体报道，北京某券商拟开发信托产品转让信息平台，为需要流动性的投资者提供信托产品转让信息服务。据了解，该券商下一步或将在信托转让信息平台的基础上探索建立理财产品内部转让平台，以扩大客户投资标的范围，搭建今后的理财产品客户体系。

以上提高信托产品流动性的机构，大多还仅处于提供交易信息的初级阶段。其角



色仍只是充当信息平台，进行信息披露，实现转让方和受让方的对接。至于具体的信托合同和受益权等法律关系的变更，还需要信托公司完成。且平台仅能为个别信托产品的转受让需求提供信息，远未达到使信托产品具备流动性。

（三）与其他资产管理产品流动性的比较

解决信托产品的流通性是信托作为金融业的内在要求。对于任何一种金融产品，其投资价值可以用流动性、收益性和风险性这“三性”来评价。流动性是“三性”的前提，长期产品的流动性需求更高。只有通过流通，才具有变现能力，才能提高收益性；只有通过流通，才能规避风险，降低风险性。

与股票、债券和基金相比，信托行业目前还没有建立起针对信托产品的二级市场，这大大地阻碍了信托行业自身的发展。所有的金融产品都有流动性的需要，尤其是如今信托行业管理的信托资产规模已超过 12 万亿元，客户数量也已达到相当规模，信托公司从产品导向逐渐向客户导向转型，尽管一些信托公司普遍在内部建立了信托受益权转让机制，但成交量和效率仍处于低位，信托产品流通问题通过建立全行业的流通交易平台予以解决，不仅是为了满足客户需求，也是行业发展的内在要求。

表 1 不同资产管理产品关于流动性、开放性的相关规定比较

	产品类别	相关规定
流动性	集合信托计划	信托计划存续期间，受益人可以向合格投资者转让其持有的信托单位；信托公司应为受益人办理受益权转让的有关手续；信托受益权进行拆分转让的，受让人不得为自然人；机构所持有的信托受益权，不得向自然人转让或拆分转让
	券商集合资产管理计划	客户之间可以通过证券交易所等中国证监会认可的交易平台转让集合计划份额；受让方首次参与集合计划，应先与券商、资产托管机构签订集合资产管理合同
	基金子公司资产管理计划	资产委托人可以通过交易所交易平台向符合条件的特定客户转让其持有的资产管理计划份额
开放性	集合信托计划	信托期限不少于一年，对于开放性未做规定
	券商集合资产管理计划	券商可以设立存续期间不办理计划份额参与和退出的集合计划；根据集合计划的类型、特点和客户需求，集合计划需要设立开放期的，集合资产管理合同应当对客户参与、退出集合计划的时间、次数、程序及其限制等事项做出明确约定
	基金子公司资产管理计划	资产管理计划每季度至多开放一次计划份额的参与和退出，为单一客户设立的资产管理计划、为多个客户设立的现金管理类资产管理计划及中国证监会认可的其他资产管理计划除外

券商资产管理计划和基金资产管理计划均可通过交易所交易平台进行转让，只有信托产品没有相应的交易流通平台。在开放性上，信托产品暂无可参照的规定条款，信托公司部分“资金池产品”受到严格的监管指导；而券商资产管理计划和基金资



产管理计划相应的规定更加详细，操作层面有据可依。因此，信托产品有必要建立自身的相应流转平台，完善信托产品的金融属性。

（四）完善信托受益权流通机制的重要意义

尽管我国信托业信托资产规模已经庞大，但与银行业、证券业、保险业的市场运行制度体系相比，我国信托业运行制度体系还存在较大差距，突出表现为信托产品缺乏交易流通市场、信托产品发行渠道狭窄。建立有效的信托受益权流通市场对于信托公司和整个行业意义重大。

1. 有利于信托公司进一步发挥在利率市场化中的作用

利率市场化是发挥市场配置资源作用的一个重要方面。1992年，我国确立了建立社会主义市场经济体制的改革目标，要让市场在资源配置中起基础性作用，以此实现资源优化配置。利率作为非常重要的资金价格，应该在市场有效配置资源过程中起基础性调节作用，实现资金流向和配置的不断优化。同时，利率也是其他很多金融产品定价的参照基准。

在国内利率市场化的进程中，信托公司一直发挥着积极和重要的作用。信托投资范围广泛，横跨货币市场、资本市场和实体经济，是银行系统的重要补充。特别是在信托业近几年的快速发展中，信托公司一直发挥着市场机制在利率决定中的作用，进而实现资金流向和配置的不断优化，所以信托利率最接近市场化水平。

并且，信托业经过几年的发展和锤炼，在对融资企业实地调研、判断融资企业风险、完善风控措施和项目运作流程等方面已经有比较成熟的经验，在中小型企业融资中具备优势。相比较而言，银行此前信贷政策较严，贷款企业门槛较高，主要为大型优质企业。信托公司在融资企业的选择方面已经与银行形成差别化细分。

从融资方角度来说，产品流动性的提高可有效降低融资条件和成本。流动性增强，有效缓释流动性风险，降低转让人对流动性风险的补偿，由此间接传导至项目融资方，为融资方获得更低融资成本提供了条件。融资成本的降低有利于信托公司更好地为实体经济服务，发挥好“实业投行”的作用。

随着信托受益权流通机制的建立，信托产品本身的属性将更加完善。以往信托产品只能持有到期，缺乏期间的退出机制，所有的风险只能累积到信托计划兑付的最后一天。一旦建立起一定的流通机制，信托产品在存续期内，其收益也能够随着市场、资产等情况的变动而变动，可进一步发挥市场机制在其中的作用。



2. 有利于信托公司增强在大资产管理时代中的竞争力

2012 年第三季度以来，证券、保险、银行、基金等各金融子行业相继放开资产管理业务资格。当前流通交易市场格局中，除信托公司外，各分支机构都已建立或将建立其流通市场。特别是券商和基金子公司资产管理计划，在 2013 年首次出现在上海证券交易所交易平台，为后续的券商资产管理计划提供了协议转让的新模式。保险资产管理虽然尚未形成统一的交易市场，但监管部门日前已同意筹建保险资产管理协会，由其负责实施产品注册登记，以及指定一家或多家保险交易场所，组建集中统一的登记结算机构，实施电子化交易的多个提案。随着天津金融资产交易所的发展，保险资产管理也将迎来自己的市场。

相比之下，信托产品目前仍没有交易平台实现受益权转让。在未来竞争格局中，流动性提升是确保信托公司能在这一大资产管理时代中处于公平竞争的前提条件。流动性缺失可能造成行业系统聚集及刚性兑付等一系列问题。从这点来看，相较于交易所市场、银行间市场，以及即将推进的保险交易市场，信托产品交易市场建设已远远落后于其他市场，这削弱了信托产品参与市场公平竞争的能力。因此有必要建立完善的信托受益权流通机制，增强信托公司在大资产管理时代中的竞争力。

3. 有利于解决信托产品的流动性缺失问题，拓展信托功能空间

流动性是信托产品作为金融产品的属性之一。随着信托产品规模的不断扩大，投资者对信托产品流动性的需求越来越迫切。而目前，投资者除了在信托公司网站发布转让信息之外，没有其他信托产品转让和流通平台，没有分散和转移信托产品风险的手段。这种状况的存在，一方面使得风险无法在不同投资者之间分散和转移，严重制约了投资者购买信托产品的积极性，另一方面导致信托计划规模的小型化和期限的短期化，严重制约了信托制度长期金融功能的发挥。统计显示，我国信托公司现有的信托产品绝大部分的期限都在 3 年以内，长期（5 年以上）信托计划非常缺乏。以 2014 年上半年为例，上半年集合资金信托计划和单一资金信托计划平均募集金额分别为 1.88 亿元和 3.00 亿元。信托产品流动性的改善，可以减少信托产品过度向高收益、高风险行业的集中，更好地发挥信托中长期金融功能，吸引保险等机构资金，从长远来看，有利于促进信托业“刚性兑付”的破解。

4. 有利于培育信托专属客户群，促进行业的持续发展

自主营销能力薄弱是困扰信托业可持续发展的关键问题之一。在过去几年间，信托产品发售过度依赖商业银行，并随着商业银行理财业务规模的扩张实现了信托业受



托财产规模的高速增长。信托公司产品营销过度依赖商业银行，面临一系列的问题。信托公司通过信托受益权流通市场，遵循统一的标准，可以面向更为广泛的合格投资者推介信托计划，并了解投资者投资意愿，展现自身风采，树立自身品牌。合格投资者也有条件通过信托产品流通市场加深对信托公司的认识，甄选出经营管理能力强、风险控制能力突出的信托公司，从而促进优质的信托公司发展，实现行业的优胜劣汰。

5. 有利于提高信托产品透明度，进一步规范信托公司运作

经过几年的规范发展，信托公司在公司信息披露和信托计划信息披露上取得了很大进步。但伴随业务的快速发展，现有信托公司信息披露，尤其是信托计划信息披露要求已逐渐难以满足合格投资者进行风险判断和价值分析的需要。由于信托业定位私募，长期以来信托计划信息披露存在渠道尚不通畅、标准有待统一、披露风险揭示不足等问题。信托公司普遍利用所属营销部门及公司网站作为信托计划信息发布渠道，不利于更多合格投资者及时了解信托计划发售及存续信息。目前信托业尚不存在完整、规范、统一的信托计划信息披露行业标准，不利于合格投资者比较产品差异，判断投资风险。信托计划信息披露水平较低的现状已对投资者风险控制、信托业务监管造成一定的影响。

6. 有利于建立市场化约束机制，进一步完善信托监管体系

市场约束是巴塞尔资本协议对金融机构监管的第三支柱，我国也逐步把市场约束纳入金融监管体系。市场约束具有迫使信托公司有效而合理地分配资金和控制风险的作用，也是配合监管机构强化监督工作的有效工具。为了确保市场约束的有效实施，必然要求信托公司建立信息披露制度，提高信息的透明度，同时不断强化投资者等利益相关主体对其经营行为的监督约束作用。此外，2008年国际金融危机后，国际金融监管改革的方向之一就是要求“场外交易合约标准化”和“通过第三方交易所和清算中心进行场外衍生品集中交易，统一清算”，建立信托受益权流通市场符合国际金融监管改革方向。

二、借鉴各类交易体制

目前我国信托行业资产管理规模已经达到12万亿元，但相应的二级市场却还未建立完善。从其他金融产品发展的经验来看，信托受益权流转的市场空间潜力巨大，因此已经有不少机构在进行探索。由于一个完整的信托受益权流转，涉及一级市场注



册发行、产品准入要求、投资者准入要求、价格形成机制、信息披露、交易过程中的资金安排、清算和交割等前中后各个环节，因此各家机构在信托受益权流转方面的探索也有所侧重。以下对几类典型交易平台的做法进行介绍。

（一）证券交易所对非标准化产品流通的实践

以上海证券交易所和深圳证券交易所为例，其特征包括集中交易、公开竞价、经纪商制度、市场监管严格。证券交易所具有很好的流动性，这是由于股票的高度标准化以及广泛的投资者参与。证券交易所也开始进行非标准化产品流通方面的实践。

截至2014年6月末，上海证券交易所（以下简称上交所）先后发布了《上海证券交易所关于为资产管理计划份额提供转让服务的通知》（已失效）、《上海证券交易所资产管理计划份额转让业务指引》等规章制度，为证券公司、基金管理公司及它们专门从事资产管理的子公司提供集合计划份额转让业务试点，这些资产管理机构可以申请将其依法设立并存续的集合资产管理计划份额及特定客户资产管理计划份额，通过上交所在符合条件的投资者之间进行转让。

集合计划份额转让服务是一项为私募产品持有人提供权益转让的业务。相比当前信托计划缺乏高效的转让途径，券商和基金子公司的资产管理计划通过证券交易所转让，大大提高了市场流动性，为投资者提供了管理风险的手段，也提高了券商和基金子公司资产管理计划的吸引力。份额转让还给非标准化产品提供了一定的流动性，也为解决信托受益权流通提供了思路。

根据两大证券交易所公布的信息，截至2014年8月，在过去的一年里，两大证券交易所资产管理份额转让平台合计达成470笔交易，成交金额达到212.2亿元，平均成交金额达4500万元。其中，上交所共有273只资产管理产品挂牌，基金子公司挂牌的产品占绝对主导地位。从产品类型来看，上交所挂牌转让的多为房地产融资或委托贷款等投向实业的资产管理计划。由于深圳证券交易所（以下简称深交所）在资产管理份额转让初期对房地产融资产品的限制，该所平台挂牌产品全部来自券商的集合资产管理计划，根据深交所网站信息，该所资产管理份额转让平台共有49只券商资产管理产品挂牌转让。

从成交情况来看，上交所资产管理份额转让平台共达成交易243笔，合计成交金额高达148.7亿元，其中最大的单笔成交金额达17.6亿元，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。深交所资产管理转让平台则共达成227笔转让，合计成交金额为63.5亿元。



表 2 两大证券交易所资产管理计划转让平台基本情况

	上交所	深交所
交易规则	每个交易日 9:00 至 16:00 接受资产管理计划份额协议转让的成交申报； 投资者可以采取书面或互联网自助等方式，通过资产管理机构向交易所提交成交申报指令，成交申报指令应当包括证券代码、用户账号、买卖方向、成交价格、成交数量等内容； 券商应当对证券代码相同、价格和数量一致、转让方向相反的客户委托进行匹配，并通过指定的交易单元向交易所提交转让申报，由交易所对符合条件的转让申报进行成交确认	资产管理计划份额的转让时间为每个交易日的 9:15 至 11:30，以及 13:00 至 15:30； 资产管理计划单笔申报最小数量应为 1000 份； 转让参考价格由资产管理计划说明书或合同约定，例如按最近交易日估值； 转让区间由资产管理计划说明书或合同约定，例如转让参考价格的上下 10%、20%
信息披露	资产管理机构应当在资产管理计划份额转让开始前 3 个交易日，向符合条件的投资者披露资产管理计划份额转让公告书； 资产管理计划份额转让期间，资产管理机构应当披露资产管理计划上一个交易日单位净值、总份额等信息，在其营业场所置备资产管理计划合同、说明书等法律协议及风险揭示书，供投资者查询，按照资产管理合同约定的方式，向投资者提供季度资产管理报告、年度资产管理报告、临时报告和其他信息披露文件，发生资产管理合同约定的可能影响投资者利益的重大事项时，及时告知投资者	管理人应当及时向客户披露与转让相关的信息； 交易所暂停、恢复、终止提供转让服务的，管理人应当及时向客户披露该信息； 可以通过交易所网站等渠道，披露提供转让服务的资产管理计划相关信息
投资者范围	资产管理机构自有客户	券商自有客户

在股票交易方面，两大证券交易所具有很好的流动性，这是基于股票的高度标准化以及广泛的投资者参与，信托产品在性质、标准化程度、投资者门槛的广泛性等方面与股票无法相比，交易所市场为信托产品交易流转提供的主要借鉴为基于买卖双方的拍卖报价进行撮合的交易机制。同时，两大证券交易所在其高度标准化的场内市场之外开辟了专门针对非标准化产品的交易平台，在一年的时间内实现了超过 200 亿元的交易额，这对于信托产品的交易流转也具有直接的借鉴意义。

（二）场外交易市场的相关借鉴

中国银行间市场交易商协会是由市场参与者自愿组成的。中国银行间市场交易商协会由人民银行主管，是社团法人组织，同时也是包括银行间债券市场、同业拆借市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场的自律组织，主要负责非金融企业债务融资工具的发行、注册、管理以及产品和制度创新等工作。根据课题组的实地调研访谈，截至 2013 年末，该协会拥有 4332 家会员，其中 479 家为金融机构，723 家为中介，3118 家为企业会员（主要为债券发行人），12 家为个人及其他会员。

银行间市场为场外交易市场，其现券交易量占到整个债券市场的 90% 以上，发达国家成熟的债券市场都是场外市场。场外交易在市场组织、交易机制等方面都具有



自身的鲜明特点：

第一，场外交易没有集中的交易场所。场外交易市场是由银行、券商、基金、投资公司以及企业法人机构等组成，它基本属于一个分散且无固定交易场所的无形市场。证券交易不是由证券交易所等少数统一机构组织完成的，而是由众多投资者参与交易而实现的。

第二，场外交易是开放型交易。在证券交易所交易，投资者必须委托证券经纪公司完成交易。但场外市场是开放性市场，市场参与机构作为交易双方可直接达成交易，不必要通过经纪商，交易双方无论借助当面协商或者电话通信等方式，投资者总可在某一价位上买进或者卖出所持证券。

第三，场外交易的证券品种多样。证券交易所对上市证券规定了严格的上市条件，只接受符合严格条件的证券上市，能够成为交易所交易品种的证券数量相对较少。场外交易的证券品种通常都是非上市证券，它们无须符合集中市场管理者发布的、严格的上市条件，故其数量庞大。与上市证券相比，场外交易的证券种类更加丰富、多样。

第四，场外交易主要以协商定价方式成交。场内交易依照集中竞价原则确定证券交易价格，即若干卖方和若干买方通过集合竞价或连续竞价，按照时间优先和价格优先的规则，确定每项买卖的成交价格。但场外交易是按照“一对一”方式确定证券价格的，成交价格取决于交易双方协商一致。有些场合下，证券交易价格是由交易各方反复协商而确定的；有些场合下，证券价格虽是由一方挂牌出价的，但依然可根据市场情况以及交易对方的接受程度加以调整，依然存在着协商定价的机会。

第五，场外交易市场监管相对宽松。为了确保场外交易的健康发展，证券监管机构依然以特有的方式实施着间接监管，例如支持各种自律性组织实现对场外交易的监管，虽然这种管理相对比较宽松，但绝非放弃对场外市场的监管，场外交易市场也绝非无序发展。

场外市场成为债券发行和交易的主要场所是由债券的特点和场外市场的交易机制共同决定的。从债券的特点来看，债券作为一种有期限的固定收益类证券，市场价格变化范围有限，风险低，收益也相对低，只有大宗交易才够经济。从场外市场交易机制来看，债券类型和品种多样，交易方式多样，很难适应标准化的交易所市场，而场外市场利用做市商制度或者“一对一”询价交易能够根据需要随时调整价格和其他条件，有利于买卖双方达成协议，促使交易顺利完成。在交易所集合竞价的交易机制



下，大宗交易常常会带来价格不合理的波动，扰乱市场秩序，而场外交易市场利用做市商作为中介，可以起到平抑价格波动、抑制市场操纵行为的作用。

目前，我国银行间债券市场主要以投资者之间的“一对一”询价交易为主，合理分层的市场结构还没有形成，做市机制尚未真正运转起来。目前银行间市场中，无论是否具有做市商资格都可以提供报价，这影响了做市商提供市场流动性的积极性，不利于公允价格的形成。但近期人民银行已经开始强制推进债券市场分层体系的建设，希望仿照国际成熟债市的经验，打造一个以“做市”为核心的分层的银行间债券市场，包括做市商分层和投资者分层，即小的投资者直接和做市商交易（零售业务），做市商再与做市商进行交易（批发业务）。

银行间市场的产品流动性较好。截至2014年上半年，产品总余额为2.6万亿元，而2014年上半年交易量就达到5万亿元。其中，中期票据余额为3万亿元，半年交易量达到2.6万亿元；短期融资券余额为1.6万亿元，半年交易量达到2.1万亿元。非金融企业债务融资工具主要有以下几类。

表3 非金融企业债务融资工具一览

非金融企业债务融资工具	发起主体	期限
超短期融资券（SCP）	AAA 级企业	270 天以内
中小企业集合票据（SMECN）	BBB 级以上	
短期融资券（CP）	A 级以上	1 年以内
中期票据（MTN）	AAA 级以上	1 年以上，多为 5 ~ 10 年
非公开定向债务融资工具（PPN）	AA 级以上（非强制）	2 ~ 3 年
资产支持票据（ABN）	非金融企业	2 年左右

由于信托产品在性质、特点、定价等方面与信用债比较接近，场外市场的交易机制对于信托产品更具有参考意义，具体而言，可以参照与信托产品性质最接近的 PPN 的交易流转情况。2011 年 5 月，交易商协会在银行间市场推出 PPN。PPN 是由具有法人资格的非金融企业，向银行间市场特定机构投资者发行的债务融资工具，可在特定机构投资者范围内流通转让，为银行间市场的私募债，性质上与信托产品很相似。PPN 融资的优势在于信息披露要求低、发行规模可突破发债余额不得超过净资产 40% 的限制、非公开发行方案设置非常灵活。不过由于非公开定向发行缩小了信息披露范围，简化了发行注册条件，PPN 仅限定在定向投资者范围内流通转让。从流动性来看，2013 年，PPN 的年换手率仅为 42%，虽然在流动性上与公募型的短期融资券、企业债、中期票据相差较大，但是与同样具有私募融资性质的信托产品相比，PPN 的



交易流转效率还是值得肯定的。

（三）上海信托登记中心的尝试

上海信托登记中心是由中国银监会批准、上海浦东新区政府设立的事业性、非金融中介服务机构。2007 年出台了《上海信托登记中心信托登记业务守则》。据此上海信托登记中心的主要工作重心集中在信托的登记方面。随着国内金融资产交易市场的形势变化，目前上海信托登记中心逐步将重心从登记转移到为外地信托公司提供上海展业平台，也就是信托产品的一级发行等方面，并出台了会员管理办法规则。

在服务一级发行方面，上海信托登记中心将产品买方分为机构和个人，其中机构会员又分为重大资产管理和一般资产管理，并制定了相应的管理办法。资产管理公司适用于重大资产管理，而中介型买方则适用于一般资产管理，比如天天基金、诺亚财富、好买等第三方中介机构。

在开展受益权流转方面，上海信托登记中心正在开展尝试。目前要求为机构实名制参与市场，而个人必须委托机构才能参与。上海信托登记中心将参与二级市场的机构分为三类：一是交易类会员，可以进行信托受益权的交易，资质必须为机构；二是经纪类会员，可以接受个人委托参与交易，资质为第三方财富公司；三是综合类会员，既可从事交易，也可进行经纪业务。

（四）北京金融资产交易所的实践

北京金融资产交易所（以下简称北金所）目前由三个条线的业务构成：一是权益类，包括金融产权交易、不良资产转让、物权等；二是非标准类，包括委托债权投资、信托受益权、保险资产管理、券商资管、融资租赁等业务；三是标准类，2013 年末与银行间交易商协会合作，承担非金融资产债务融资工具的簿记建档工作等。根据本课题组的实地调研访谈，截至 2013 年末，北金所累计完成 1.6 万亿元的交易，其中委托债权投资完成 1 万亿元，而国资金融交易规模达 400 多亿元，信托成交约为 100 亿元。拥有的会员中金融机构为 537 家，银行理财代理机构为 36 家，中介机构为 93 家，一般企业为 76 家。在 68 家信托公司中，40 家为北金所的会员。

信托资产交易是北金所非常看重的业务板块，自成立之初北金所就将该业务作为主要发力方向，因此在信托受益权流转方面进行了多方面的尝试。已经在信托产品登记系统、交易系统等基础设施方面做了系统准备，搭建了适合信托受益权流转的“跑道”，做好随时迎接受益权流转市场扩大发展的准备。该系统能够用于登记信托产品，这一点信托区别于债券和股票登记。同时，北金所也与中债登一起开发信托产品的数



据库。截至2014年7月课题组调研时，北金所已经登记了9万亿元的信托合同。

信托挂牌有1500亿元，产品累计交易（包括一级发行）达95.7亿元，二级市场也就是信托受益权流转为40亿元。根据北金所的接触，投资需求超过200亿元，而融资企业有100多家，投融资需求超过400亿元。

北金所的“跑道”建设情况如下：对于权益类业务条线，主要满足记账功能，另外还建有内部管理系统，主要满足内部需要，不对外开放。对于非标准类业务条线，由于目前信托的种种约束，比如不可拆分转让、没有电子化凭证，信托受益权的流转主要体现为信托合同的转让。而目前受益人并不公示，其簿记管理人是信托公司，因此信托受益权的流转更多体现为线上与线下相结合。北金所的线上系统是为交易前做准备的，发挥类似客户群或微信群的作用，辅助客户完成交易；对于标准化业务条线，则是全线上系统，包括簿记建档工作，并且为投资人提供客户端，可以为其提供专线、拨号、互联网三种接入方式，目前来看互联网使用得最为普遍。

北金所在信托受益权流转方面，主要推出了以下三种类型产品进行尝试，但都还未取得较大的交易量。（1）发行10年期的信托产品，通过较长期限的产品来刺激流转的需要。（2）参与信托公司的资金池产品，此类产品由于申赎较为频繁，因此在流动性管理方面具有较大的需求。北金所与平安信托日聚金、中融信托汇聚金两个产品展开过合作，形成了6笔8亿元的业务成交，但此后随着监管机构对于资金池业务的叫停，该业务也暂停。（3）目前北金所正在尝试推行商业资产支持信托计划，它是以经营性物业贷款为基础资产的信托产品。一般来说，期限为3~5年，收益率在7%~8%，还款来源清晰。流动性保障机构对一定份额提供保底受让义务，即产品投资者挂牌30个工作日，无投资者受让可向保障机构提出保底受让申请，满足条件后，可按照约定价格转让信托受益权。同时还可以辅以信托受益权质押融资。这种产品的特别之处就在于，流动性支持机构相当于做市商，为市场增加了流动性，而发行利率也由于有了流动性溢价而以较低价格发行。

（五）推动信托受益权流转的共性做法

为实现信托受益权等非标准化资产的流转、二级市场的建设，各家机构都纷纷做了尝试。其实现流转的思路可以归纳为几个步骤，但交易环节的线上化取决于合规性、反洗钱、产品标准化、电子化等多重因素的影响。

第一步，信息的披露与交互。目前信息多通过线下传递，比如imo。要实现线上传递则可由信托公司挂出标准化的信息，由信托公司传递给交易所。



第二步，在交易所内完成交易。目前线下的做法是双方签订转让合同。要实现线上就是要实现电子化签约（需承认电子合同的有效性）。

第三步，完成交割、清收、结算等工作。在交易意向达成、交易合同签订后，则涉及如何确保交易安全地完成，比如资金的安全性，以及交割、清收等环节。为实现线上，可由一家机构（交易平台也可）作为第三方，进行托管、交收等工作。但目前信托缺少中央登记机构，因此该步骤目前还须通过线下完成。

大体上来看，各家交易平台在诸多法规、政策限制的包围下，其定位大都体现出五个特色：（1）作为中介平台，进行交易撮合，提供询价服务。（2）定位于机构市场。由于现有的大多数交易平台很难具备服务大量个人投资者的能力，因此流转市场以机构会员为主体，通过中介机构会员再服务于想要参与市场的个人投资者。（3）以信托公司作为经纪公司或者做市商。由于受益人信息由各信托公司簿记管理，出于保护交易双方客户资源的目的，在交易结构的设计上基本上都采取由信托公司作为中介的做法，由信托公司接受个人委托参与交易流通，或者由信托公司做市，与个人投资者作为对手方进行交易，再由信托公司持有受益权到机构市场间进行交易。（4）以固定收益类产品进行先行流转。交易平台将入市进行受益权流转的信托产品进行分类，目前主要集中在融资类产品等固定收益类产品。这类产品与债券相似，最具备先行进行流转的条件。而投资类产品，由于较难定价同时还存在信息披露是否充分的认定，还未列入主要流通产品的考虑范围。（5）为转让价格提供价格指导。交易平台会提供一定的价格指导或者参考报价，最终经撮合由双方议价形成转让价格。价格水平主要考虑融资主体、项目、担保主体情况，还与市场利率水平、剩余期限、回购主体资质等因素有关。

虽然现阶段还未能实现大规模的流转，但交易平台所做的这些尝试对于推动流转还是具有重大价值。一方面，通过产品信息登记，能够便于受让方通过平台了解尽可能多的信息，缩小尽职调查范围；另一方面，通过平台可以达成电子化的意向交易，帮助信托公司锁定客户意向。

（六）各类交易平台在信托受益权流转中的问题

目前各个交易平台、信托公司在推出受益权流转方面的效果并不好。主要原因包括法律障碍、监管障碍、信托公司定位障碍三方面，主要集中在以下几个问题。

（1）信托非标准化的产品形态使得买方很难充分了解项目的信息和风险，因此在流转购买时需要进行尽职调查。不同公司产品的风控标准不同，这进一步增加了流



转购买时的成本，且操作难度大。

(2) 信托受益权在拆分转让时受到很多限制，比如机构持有的受益权不能向个人拆分转让，这限制了流转的双向性，不易于活跃市场。

(3) 信托缺乏电子化凭证，导致信托受益权的流转以合同流转为体现方式，这也极大地影响了流转的便利性和规模性。

(4) 信托定位于私募，在二级市场进行信托受益权的流转与私募认定之间存在监管认定问题。

(5) 信托产品缺乏中央登记结算，信托受益人信息由各信托公司管理，并且交易转让时还需要面签（异地客户之间达成的转让交易成本较高），从产品登记、受益人登记、清算交割这些环节来看，都无法推动平台流转效率，使得交易平台大多停留在交易撮合的阶段。

(6) 信托公司发行的产品期限都较短，以1~2年期为主，因此投资者在流动性安排方面也没有较高要求，以持有到期为主。

三、信托产品的标准化以及定价方式探讨

（一）信托产品标准化的实现路径

1. 非标准化信托产品的主要类型

本文所讨论的信托受益权流转主要是针对资金信托中的集合资金信托产品，以非金融企业为委托人的单一资金信托的流转不是本课题主要的讨论对象。

集合资金信托又可以按照组织形式、投资领域、业务起点等划分为多种类型。从标准化的角度而言，本文主要研究以业务起点划分的融资类集合资金信托和投资类集合资金信托。融资类集合资金信托一端连接着具有融资需求的企业，另一端连接着具有投资需求的高净值个人及机构客户，它对于企业而言是融资工具，对于投资者而言则是理财工具。融资类集合资金信托主要以贷款等债权形式投向企业或特定项目，承诺固定收益率。2013年3月，中国银监会在《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发〔2013〕8号）中对非标准化债权资产进行了定义，非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。融资类集合资金信托的投向主要为上述非标准化的债权资产，这决定了信托产品的非标准化性质。



投资类集合资金信托是指以投资者的财富管理需求为起点设计的信托计划，主要为寻求信托财产的保值或增值，并以分散化投资和资产配置为手段进行管理。以银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、期货、期权等场内标准金融产品为投资对象，在理论上应该属于标准化产品，但目前这类产品大都不是由信托公司来进行主动管理，如阳光私募类证券投资信托产品。不过部分信托公司的现金管理类产品主要以投资债券、同业协议存款为主，初步具备了标准化的属性，例如上国投的现金丰利。以私募股权、房地产基金等非标准化金融资产为投资标的的投资类信托与融资类信托一样，无法按照公允价值进行估值，同样属于非标准化资产。

由于集合资金信托产品在资金运用方式上选择很多，资金运用领域非常广泛，在产品交易结构的设计上又非常灵活，这使得信托产品种类非常丰富，难以按统一的标准进行比较分析，也难以按照一致的方法进行估值定价，这些都增加了信托产品流转的难度。信托产品要实现有效的流动性安排，必须要从信托产品本身去推动标准化，实现从非标准化向标准化的转变。

2. 信托产品实现标准化的主要途径

信托产品的标准化主要有两种途径：一是基于信托产品现有形式的标准化改造；二是信托产品投资标的标准化，即基础资产的标准化。下面对这两种途径进行详细的介绍。

(1) 基于信托产品现有形式的标准化改造。基于信托产品现有形式的标准化改造，主要包含以下几个层面的内容：信托业务分类的标准化；信托合同文本的标准化；信息披露的标准化，统一的外部风险评级。标准化应从信托产品的开发、设计阶段就进行考虑，而不是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。

集合资金信托为信托受益权流转的主要研究标的，按照业务起点及功能的不同，



集合资金信托可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。融资类集合资金信托业务以资金需求方的融资需求为驱动因素和业务起点，给予投资人以固定回报，信托公司在此类业务中主要承担向委托人、受益人推荐特定项目，向特定项目索取融资本金和利息的职责。但是按照资金运用方式的不同，融资类集合资金信托又可以分为贷款类、权益投资类、假股实债类（主要是指附加回购、回购选择权安排的股权投资类）、买入返售类等类型。投资类集合资金信托业务是以信托资产提供方的资产管理需求为驱动因素和业务起点，产品不设预期收益率，信托公司作为受托人主要发挥投资管理人功能，以帮助投资者实现信托财产的保值增值。按照投资的金融资产类别，投资类集合资金信托可以细分为私募股权投资信托（PE）、证券投资信托，证券投资信托又可细分为股票型、债券型以及量化对冲型。组合类集合资金信托是指综合运用资金，既满足投资者的投资需求，同时又满足融资者的融资需求，这主要是特指资金池集合资金信托产品。由此可见，不同于其他理财产品，信托产品投资的资产类别是较为广泛的，要对信托产品进行标准化，统一的分类是前提。

如果能够对信托产品按照业务类别进行层层分类，并采用不同的编码进行区分，这样每一个信托产品就可以打上标签，根据编码可以清楚地知道产品的属性，并可以方便地进行产品的分类、检索和比较分析。

②合同文本的标准化。信托产品的统一登记是信托产品流转的基本要求。登记就是通过运用标准化的形式来记载产品的合同协议，并由权威的第三方来对电子合同做公示和登记，并监督进行规范的信息披露。信托产品具有类型丰富、共性少、标准化难的特点，信托合同文本的标准化是推进信托产品集中登记的基础。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，2012年11月，信托产品登记系统一期开始上线运行，现已接入全部68家信托公司，截至2014年6月末，累计登记信托项目3.2万个，规模达9.4万亿元，为受益人开立信托账户28.8万个。中债登已经完成了一个数据蓝本的编制，用470个要素实现了对所有信托产品的标准化定义，能够刻画各类信托产品的全部特征，把非标准化的信托产品转化成标准化的数据和信息，登记系统已经精确到每一个信托产品合同的各个要素，既包括产品信息的登记、受益权信息的登记，也包括监管要素的登记。中债登系统采集的信托合同文本中的标准化要素主要包括基本



信息、信托发行信息、管理运用及分配、信托托管信息、信托经理信息、计划受益权结构信息、受益权类别信息七大类，一共 52 个要素。这些要素当中，产品期限、结构分层、预期收益率、资金运用方式、投向领域、交易对手、风控措施等是构成信托产品的核心要素，形成信托产品的基本分析框架。虽然信托产品类型多样、结构复杂，但通过这个分析框架可以很好地把握每类信托产品的风险收益特征，从而能够科学理性地做出投资决策。

表 4 集合资金信托产品主要要素

类别	要素组成
基本信息	1. 信托公司（受托人）全称，2. 信托计划全称，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. 计划筹集资金上限（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 2
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

③信息披露的标准化。私募发行、信息披露的要求低使得信托融资具有很大的灵活性，但是这也造成了信托产品存在明显的信息不对称，即使是信托产品的合格投资者也很难了解产品背后的详尽信息，这不利于投资者把握产品的真实风险，并对信托产品的投资价值进行正确判断。信托产品要想在二级市场上实现有效流转必然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。

《集合管理办法》对于信托产品发行的信息披露要求包括：向投资者提供信托计划说明书，其内容主要涉及信托公司的基本情况、信托计划的名称及主要内容、信托



合同的内容摘要等信息；信托计划设立后，要求信托公司依信托计划的不同，按季度制作信托资金管理报告（至少包含信托财产专户的开立情况，信托资金管理、运用、处分和收益情况，信托经理变更情况，信托资金运用重大变动说明等信息）、信托资金运用及收益情况表。此外，《集合管理办法》第三十八条规定信托计划发生“信托财产可能遭受重大损失”、“信托资金使用方的财务状况严重恶化”、“信托计划的担保方不能继续提供有效的担保”三种情形之一的，信托公司应当在获知有关情况后三个工作日内向受益人披露，并自披露之日起七个工作日内向受益人书面提出信托公司采取的应对措施。在实际操作中，各信托公司在信息披露上的主动程度不一，不少公司在信息披露上只是走形式，尤其是在对项目期间管理的信息披露上，普遍缺乏实质性的内容，这显然没有很好地尽到受托人的职责。

与之相比，股票、银行间债券市场的信息披露则要严格、规范得多。比如在银行间债券市场，债券发行实行注册制，发行人必须按照《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》履行信息披露义务，其信息披露包括首次披露、定期披露和重大事项披露、第三方披露四个方面的内容。

表 5 银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露要点

	披露事项
首次披露	发行公告、募集说明书、企业最近三年经审计的财务报告和最近一期会计报表、信用评级报告和跟踪评级安排、法律意见书
定期披露	每年 4 月 30 日以前，披露上一年度的年度报告和审计报告；每年 8 月 31 日以前，披露本年度上半年的资产负债表、利润表和现金流量表；每年 4 月 30 日和 10 月 31 日以前，披露本年度第一季度和第三季度的资产负债表、利润表和现金流量表
重大披露	企业名称、经营方针和经营范围发生重大变化，企业生产经营的外部条件发生重大变化，企业涉及可能对其资产、负债、权益和经营成果产生重要影响的重大合同，企业发生可能影响其偿债能力的资产抵押、质押、出售、转让、划转或报废，企业发生未能清偿到期重大债务的违约情况，企业发生大额赔偿责任或因赔偿责任影响正常生产经营且难以消除等可能影响企业偿债能力的重大事项
第三方披露	为债务融资工具提供登记托管和代理兑付的机构在债务融资工具本、息兑付日 12 时未足额收到兑付资金的，须及时以书面形式向交易商协会报告；登记托管机构须于每个交易日披露上一交易日日终，单一投资者持有债务融资工具的数量超过该只债务融资工具未偿付存量 30% 的投资者名单和持有比例等情况，信息披露需要通过交易商协会认可的网站公布，或者及时以书面形式向交易商协会报告

当然，信托产品毕竟还是私募性质的产品，其信息披露并不一定要按照公募产品的标准来进行，但是根据信托产品流转的需要，如果信托公司在产品信息披露上能够做到更加主动、更加规范、更加尽责，即使是有选择地定向披露，信托产品的流动性也将获得更好的支持。



④统一的外部风险评级。目前各信托公司针对融资类信托业务都建立了内部风险评审、风控标准和制度，但由于在股东背景、资源禀赋、资产获取能力上的差异，各个公司有不同的业务风格，在风控标准上的尺度不一，有宽有紧，各公司在风控能力上的差异也很大。上述因素直接造成了各信托公司提供的信托产品在品质上参差不齐，由于缺乏统一的标准，风险难以进行横向比较。如果要建立一个行业统一的信托受益权交易平台，各家信托公司的产品之间客观上需要引入统一的风险评价标准。由于融资类信托产品在属性上与债券很类似，可以参照信用债引入评级安排。

银行间市场非金融企业债券的评级包含主体信用评级和债项评级两个层面。主体信用评级评估的是债券的违约概率，而债项评级评估的是发债主体发行的特定债务融资工具的违约风险，度量的是违约损失率。主体信用评级是基于“长期”基础上的，在进行企业主体信用评级时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。

信托产品的风险评级主要应参照债项评级的方法来进行，但也需要综合考虑交易对手的信用评级，同时由于信托公司对于信托产品承担隐性的刚性兑付义务，信托产品的评级还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。截至2014年第二季度，全行业集合信托产品的资产管理规模已经达到32897亿元，相当于行业净资产规模的12倍。在宏观经济下行、企业盈利能力整体下滑的背景下，集合信托产品继续保持刚性兑付不破的神话存在巨大的压力，信托公司的综合实力评级将成为投资者进行产品定价的一个重要考量因素。

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，但是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。从长远来看，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，是公允定价体系形成的关键。

当然考虑到信托发行规模及评级过程中发生的中间费用，如对每个信托产品都进



行评级不一定具有经济性，比较可行的是设定一定的规模门槛，比如3亿元，只对规模达3亿元以上的纳入流转平台的产品进行评级。

(2) 基于信托产品基础资产的标准化。信托产品标准化的第二种途径是信托产品投资标的的标准化，即基础资产的标准化。通过引入债权型信托直接融资工具，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，信托产品就可以转为标准产品。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》（银监办发〔2014〕99号），明确提出包括推出债权型信托直接融资工具改革在内的六大业务转型方向。债权型信托直接融资工具与此前银行推出的理财直接融资工具本质上一致，都是为解决非标准资产“标准化”的问题。银行理财直接融资工具定义为由商业银行作为发起管理人设立，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。银行理财直接融资工具处于资产端，解决了基础资产如何从非标准化转变为标准化产品，使理财产品直接对接直接融资，不再需要信托、券商、基金子公司等做通道。2013年9月末，中国银监会批准国内11家商业银行开展理财资产管理业务试点，同时进行债权直接融资工具的试点。2014年上半年末，银行理财直接融资工具规模达到303.6亿元，占全部理财产品投资资产的0.24%。

理财直接融资工具的设立采取注册登记制度，各家商业银行只能通过银行理财管理计划认购理财直接融资工具份额，该份额在经过登记之后，能在中债登的理财直接融资工具综合业务平台上进行双边报价及转让。目前，理财直接融资工具份额只能进行现货买卖，以见款付券（DAP）或见券付款（PAD）方式结算，结算日为“T+0”或“T+1”，且结算一旦完成将不可撤销。

银行理财管理计划设置为开放式结构，存续期限长；债权类资产部分只投资于银行理财直接融资工具，比例范围为0~70%，取代了以往常见的信托计划、券商资产管理计划、保险资产管理计划等基础资产；银行理财管理计划每个交易日都有估值，以净值报价，区别于传统的预期收益率报价；需要披露期限、净值、成立报告、管理报告、到期清算报告等信息，类似公募基金的披露，信息披露更加透明，力图摆脱刚性兑付的隐性担保，提高投资者风险意识。

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推出，这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，如不得超过80%。由于债权型信托直接融资工具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，投资于它的信托产品就可以每日进行估值，可以净值化，从而信托产品本身也就成了类似于债券基金那样的标准金融产品。

（二）信托受益权流通的定价机制探索

1. 信托产品预期收益率的影响因素分析

本课题进行标准化和定价机制探讨的集合资金信托产品可以归纳为两大类：一类是投资类，代表所有未来收益不确定的投资方式，如股权投资、证券投资等，资金运用的收益是浮动的；另一类为融资类，一般以债权的方式投向特定项目，提供可预期的收益，如贷款信托、融资租赁信托、附加回购的股权投资信托等。投资类产品因投资标的资产的不同，可用不同的估值方法，因此本文不予讨论。融资类产品存在预期收益率，其估值方法与债券相似，决定融资类产品定价的主要因素为产品预期收益率、期限、到期收益率等。其中产品预期收益率为产品发行时承诺给予投资者的收益率，决定融资类信托产品预期收益率的因素较多，主要有信托资金运用的预期收益率、信托产品费用（主要包括发行与管理费用）、信托报酬等。

信托产品预期收益率 = 信托资金运用预期收益率 - 信托产品费用 - 信托报酬

（1）信托资金运用预期收益率。对于融资类信托产品而言，信托资金运用的预期收益率主要取决于资金运用领域、期限以及风控措施等。

首先是信托资金的运用领域。信托资金可以投向基础设施建设、房地产、制造业、交通运输等多个行业领域，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。同一行业的不同融资主体，又因为项目本身资质、融资主体的信用级别的不同，具有不同的风险。基础资产本身的风险是决定信托资金运用的预期收益率的最核心因素。

其次是期限。由于资金具有时间价值，期限越长，投资者要求的流动性溢价也就越高，因此资金运用期限越长，资金收益率要求越高，这个可以参照债券的期限收益



率曲线。

最后是风控措施。融资类信托产品面临的主要是交易对手的信用风险，此外还有宏观风险、行业风险以及市场风险。为了控制产品风险，信托机构在设计信托产品时，一般要提供相应的信用增级方式。信用增级方式有内部信用增级和外部信用增级。内部信用增级的方式主要有优先/次级受益权结构、抵押与质押设置，外部信用增级方式主要包括政府信用、银行信用担保等。信托公司希望通过这些风控措施的设置将项目的违约损失率尽可能地降低。对于信托产品的投资者而言，承受风险就需要一定的风险补偿。不同的风险承受需要不同的风险补偿，风险与收益从来都是成正比的，风险越高，信托产品的预期收益要求就越高。

(2) 信托产品费用。信托产品在发行与实施环节需要一定的费用，对于融资类产品而言，这主要是指产品一级发行时的营销费，对于投资类产品而言，则包括发行营销费以及后续的各项管理费（如投资管理费、托管费、审计费、信息披露费等）。

(3) 信托报酬。信托公司发行信托产品一般以收取信托报酬或佣金的方式取得信托收益。信托报酬的收取方法有按固定比例和浮动比例提取两种。在融资类信托产品中，信托公司作为项目的承揽、承做方，是创造价值的源头，同时信托公司还承担着向融资方按时收取本息并向投资者兑付的职能，信托报酬是给予信托公司提供产品并提供管理服务的报酬。目前信托公司收取的集合信托产品报酬普遍下降至2%左右的水平，行业繁荣期也曾经高达3%~6%。事实上，由于信托公司对于融资类信托产品担负着隐性的刚性兑付义务，因此信托公司应该获取保证产品兑付的风险报酬。

由于信托费用与信托报酬是可预期和可控的，信托产品预期收益率的最终决定因素就是信托资金所投向的基础资产的风险。对信托产品的定价就是对信托产品的风险度量。

2. 信托受益权流通的定价机制分析

信托产品的交易价格取决于信托产品的内在价值。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。

由于市场上有很多金融替代产品，受托人和委托人在评价一个风险性信托产品时有一定的替代产品可供比较，例如与无风险的国债投资或银行存款相比较。选择风险高于国债投资和银行存款的信托产品就会要求高于国债收益率和银行存款收益率的风



险补偿。这样，信托产品的预期收益率就等于市场无风险收益率加上信托产品风险补偿。

受托人从发行和供给角度会对信托产品进行评价，其评价的基准是市场其他可供选择的金融替代产品，因为选择其他产品具有一定的机会收益。受托人推出一项风险高于无风险投资的信托产品，其定价标准是在无风险资产收益率的基础上，加上投资其他替代产品的机会风险溢价。同样，委托人从投资和需求角度评价信托产品，选择风险超过无风险投资的信托产品，其预期收益就是由固定报酬的无风险收益和预期报酬不确定的风险补偿共同构成。信托产品供需双方对于风险评价如果达成一致，就会形成信托产品的均衡价格，信托产品才能以均衡价格进行交易，从而实现市场出清。这样，信托产品的预期收益率就等于受托人和投资者共同认可的市场无风险收益率加上信托产品风险补偿，这就是信托产品的定价机制。

实际交易中，信托产品定价需要确定的核心指标有两个：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收益率。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；到期收益率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（ c ）。与信用债类似，信托产品预期收益率的确定主要从发行人、发行期限、发行规模、信用评级、受托人等方面进行考察，然后在选定合适的基准利率基础之上加上一定的风险价格调整，得到最终的预期收益率。举例来说，对于信用等级为 AA 的基础建设类信托产品，其发行预期收益率的计算公式为

$$\begin{aligned} \text{预期收益率}(c) = & \text{两年期 AA 级城投债票面利率}(\mu) \\ & + \text{跨市场利差}(\Delta\varepsilon) + \text{期限利差}(\Delta\delta) \end{aligned}$$

其中：两年期 AA 级城投债票面利率（ μ ）作为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；跨市场利差（ $\Delta\varepsilon$ ）是指已发行信托产品预期收益率与两年期城投债票面利率的利差，主要衡量信托与城投债市场间的风险溢价；期限利差（ $\Delta\delta$ ）是指不同期限 AA 级城投债的期限利差，用于信托产品期限与两年期有差别时的情况。

上述公式没有考虑刚性兑付的情况，若信托产品为刚性兑付，则还需加上刚性兑付因子，主要由受托人兑付能力来决定，即

$$\begin{aligned} \text{预期收益率}(c) = & \text{两年期 AA 级城投债票面利率}(\mu) + \text{跨市场利差}(\Delta\varepsilon) \\ & + \text{期限利差}(\Delta\delta) + \text{刚性兑付因子}(\sigma) \end{aligned}$$



刚性兑付因子 σ 为负，因为对于不同信托公司发行的信托产品，由于包括净资产规模、股东背景等在内的综合实力存在差异，不同信托公司保持刚性兑付的能力不一样，同样的基础资产隐含的信用有所不同，因此综合实力强的信托公司给予的预期收益率相对低一些。

$$P = C/(1+r) + C/(1+r)^2 + \cdots + C/(1+r)^n + M/(1+r)^n$$

其中： P 为信托产品的发行价格， M 为信托产品的本金， C 为信托产品每期的收益， r 为利率水平。

(2) 到期收益率 (π)。对于信托产品二级市场的到期收益率，与一级市场类似，可通过比照类似风险等级的信用债，以合适的基准到期收益率加上跨市场利差以及期限到期收益率差别等来估计。

$$\begin{aligned} \text{到期收益率}(\pi) = & \text{两年期 AA 级城投债到期收益率}(\mu') \\ & + \text{跨市场利差}(\Delta\varepsilon) + \text{期限到期收益率差别}(\Delta\delta') \end{aligned}$$

其中：两年期 AA 级城投债到期收益率 (μ') 作为信托产品的基准到期收益率，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；跨市场利差 ($\Delta\varepsilon$) 是指已发行信托产品预期收益率与两年期城投债票面利率的利差，主要衡量信托与城投债市场间的风险溢价；期限到期收益率差别 ($\Delta\delta'$) 是指不同期限 AA 级城投债的到期收益率差别，用于信托产品期限与两年期有差别时的情况。

$$P' = C/(1+\pi) + C/(1+\pi)^2 + \cdots + C/(1+\pi)^n + M/(1+\pi)^n$$

其中： P' 为信托产品的交易价格， M 为信托产品的本金， C 为信托产品每期的收益。

对于风险评级缺乏可参照的信用债的产品，可以基于基准的到期收益率，再加上适当的风险溢价。

需要指出的是，上述主要研究的是信托产品一级发行收益率的确定以及二级交易市场理论价值的确定问题，而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、清算机制与信息传播机制等。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，推动产品流动性的提升，促进资源的有效配置。



四、探索建立受益权流通的交易平台

（一）对场内和场外两种交易平台模式的探索

截至2014年第二季度，集合信托产品的规模已经达到32897亿元，流动性缺乏及其带来的问题已经越积越重。如果尽快不打通信托产品的交易环节，形成类似债券那样互动的一级、二级市场，信托业就难以实现持续健康的发展。基于信托产品的独特特征，要构建统一的信托产品交易平台需要在行业层面推动信托产品的标准化建设、配套登记结算方面的基础设施、确定适合信托产品的交易机制并建立相应的交易平台。为此，本课题提出场内和场外两类交易平台。

1. 场内交易平台模式

（1）场内交易平台的建立。场内交易依托集中的交易场所，全封闭运作，适合标准化程度高的金融产品，场内交易是股票流通的主要组织方式，目前绝大部分国家的股票流通转让交易都是在证券交易所内进行，其优点是交易效率高，流动性好，价格形成过程公平、透明，可参与的投资者范围非常广泛。目前除了股票采取场内交易方式，上市交易型基金、期货及一些标准化的期权合约也都采取场内交易的方式。场内交易的缺点是对交易品种的标准化程度要求较高，准入比较严格，且须履行严格的信息披露义务。如果要在场内发行上市并交易，对于发行人来说，是一项高成本的融资活动，发行人要承担较多的开支并向中介机构支付各项费用。对于融资规模较小的企业以及那些希望保守财务及经营秘密的公司来说，在场内市场发行上市交易的成本是比较高的。

在此，我们不考虑信托产品在场内市场发行上市的问题，仅就存量信托受益权的交易市场进行讨论。信托产品如要通过一个交易所来进行场内交易，需要尽可能地往标准化的方向靠拢。在融资类信托中，贷款类信托和基于各类收益权、应收账款等资产支持的证券化信托比较好标准化，这类产品适合进行场内交易，类似的可以参照券商发行的在两大证券交易所上市交易的专项资产管理计划（即中国证监会主导的ABS）以及两大证券交易所的资产管理份额转让平台。

在这种平台模式中，参照目前上述证券交易所的模式所建立的有高度组织性、集中性的信托受益权交易平台，需要该交易平台为产品交易提供场所载体和基础设施，配备必要的管理和服务人员，具备产品注册登记功能，并且对交易进行严格的监管，确保交易公平、公开和高效。交易所市场拥有广泛的投资者基础，在融资和转让交易



效率上具有自身优势。但场内交易应设立高标准，在产品信息披露、合同文本、定价评级方面都应明确规范，并且对相关参与投资机构进行一定门槛设计，场内交易平台适合资金需求规模较大的信托产品（如产业基金信托等）的发行及流通。

以场内交易的方式进行信托受益权流转的好处是场内交易采取集中组织交易的模式，便于组织更广范围的投资者参与，既可以是大量分散的高净值个人，也可以是不同资金实力的各类型机构投资者，这与信托产品的投资者结构相适应。相比于场外市场参与者的门槛，场内市场参与者的层次显然更广泛。另外，由于场内交易中各项交易都是通过经纪人进行的，由信托公司担任经纪人，有助于在一定程度上消除自有客户直接和其他信托公司进行交易导致的客户流失担忧（类似于股票交易，各证券公司为客户提供交易通道，客户都在各自手中）。不过，要完全消除这一担忧，还有赖于信托合同实现电子化和在线签订。场内交易的缺点是竞价交易制度对具有流动性需求的投资者的参与度要求较高，如果缺乏投资者报价，则竞价交易的有效性将会受到影响，这会进而影响场内交易平台的使用效率。

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。由于进入场内市场进行转让交易需要额外的投入（评级费用、履行信息披露义务的费用），对于拟在交易平台转让的产品需要设置一定的规模门槛，否则对于信托公司而言是不经济的。

交易机制。场内交易在价格形成上，主要采取集中竞价制度。集中竞价制度又称为指令驱动交易制度，是指开始价格由集合竞价形成，随后，交易遵循价格优先、时间优先的原则撮合成交。集中竞价交易制度的优势在于交易信息公开，交易机制公平，有利于及时发现和制止市场操作行为。但信托产品定价与债券类似，比较复杂，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，随着市场参与者的逐步扩容和市场运行趋于成熟，可以逐步引入集中竞价制度。

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。投资者在场内市场中一般需要通过经纪商进行委托交易，信托公司可作为客户的经纪商，接受客户委托，帮助客户在交易所挂牌转让产品并协助其进行报价。登记结算服务应由第三方登记结算机构来提供，例如中债登或上海信托登记中心。在行业统一的第三方登记结算系统尚未正式运作之前，相关的登记结算工作只能是由作为产品发行方的信托公司担任。



主要交易流程。投资者委托经纪商在交易所挂牌拟转让的信托受益权并报价，交易所的电子系统进行交易撮合，撮合成功生成电子交易合同（信托受益权），进行资金交付结算，完成线下信托合同的重新签订。

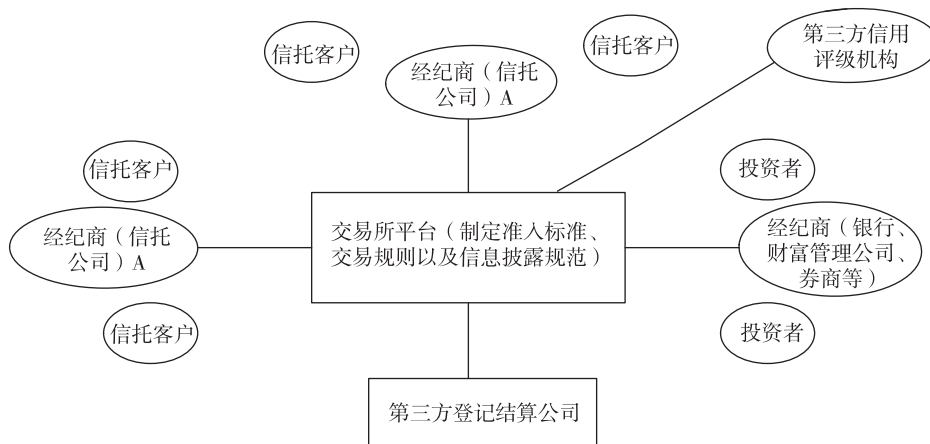


图1 信托受益权场内交易模式

(2) 建立场内交易平台存在的障碍及解决方案。对后续场内交易平台的建设，目前主要存在法律制度缺失和上市积极性不足两个障碍。

针对法律监管制度的缺失，建议制定信托产品流通转让管理办法，同时，考虑到未来信托产品的发展趋势，目前除资金信托外，应对非资金信托的流通转让予以界定，尽快出台非资金信托管理办法；针对集合资金信托，建议交易所的参与主体包括机构投资者与自然人投资者，修订《集合管理办法》中约定的产品门槛要求、自然人人数规模及转让对象等条款。

目前，产品市场多数呈现出期限短、规模小的特点。诚然多层次产品转让市场能在一定程度上降低融资成本，缓释因流动性风险造成的溢价补偿，但一级投资者对流动性转让需求不高依然可能成为阻碍上市积极性的一个方面。要解决这个问题，未来应让有先进管理能力与经验的信托公司先试先行，积极推广规模化、标准化的信托产品体系，通过做长期限、做大规模，为融资人降低成本，扩大一级市场融资基础，满足投资人的流通转让需求；提高信托公司的利益规模，通过满足各参与方的需求，提高上市的积极性。

2. 场外交易平台模式

(1) 场外交易平台的建立。场外交易的优点是不依赖集中统一的交易场所，对交易产品的标准化程度要求相对较低，可交易品种类型丰富，投资者之间可直接进行



交易，从而可最大限度地降低交易成本，价格形成以协商为主，弹性空间较大，比较适合机构间的大宗交易。

在交易机制上，场外交易非常灵活。按照交易形式，场外交易可分为协议交易和挂牌交易两种。协议交易是指交易双方协商完成的证券交易，如证券持有人自身或是委托经纪商寻找潜在的投资者，通过与对手方协商完成证券交易。挂牌交易则是证券持有人将拟出售证券的卖出价格或者货币持有人将拟买进证券的买进价格列示于价格显示板，要约交易相对方卖出或买进，交易相对方愿意按照价格显示板列示的价格卖出或买进证券时，即可向其发出承诺。挂牌交易是证券公司柜台交易惯常采取的交易方式，它使得证券公司无须就每笔小额交易与对方反复协商定价，从而有助于迅速完成交易。

从交易方式来看，场外交易分为投资者交易和做市商交易。投资者交易是投资者之间直接完成的证券交易，由投资者直接选择交易对象或通过中介撮合选择交易对象，进行一对一询价、议价，并自行办理证券成交和交割手续。做市交易是指做市商（银行间债券市场主要是银行及少数证券公司，股票场外交易市场主要是证券公司）将所持证券出售给投资者，或者投资者将所持证券出售给证券公司的方式。在做市业务中，做市商以自己的名义，直接与投资者发生交易，直接充当证券的出售方或者购买方。

国际成熟的场外市场一般分为两个层次，即交易商间市场（inter-dealer market）和交易商和客户间市场（dealer to customer market），交易商通过为客户提供持续的双边报价来维持市场流动性，然后通过交易商间市场调整债券头寸，管理存货变动，交易商作为流动性中心联系两个市场，在市场组织上发挥着核心作用。

就信托产品的特点而言，由于资金信托产品在资金运用方式、基础资产投向、交易结构、产品结构及风控上差别较大，不是所有类型的资金信托产品都适合进行标准化，此外考虑到作为产品发行人的信托公司在刚性兑付能力上的差异也较大，从信托产品的特点及私募性质来看，信托产品更适合场外交易模式。场外交易模式更有利于推动信托公司进行产品创新和业务创新。但场外市场的不足之处在于，场外交易市场对于市场参与方的组织比较分散，产品流转效率较低，要依赖于做市商的作用，场外市场对于投资者的定价、风险识别能力要求相对较高，更适合机构投资者参与。

此前一直专注标准化产品领域的证券公司也在积极推动私募产品的发展，并由行业协会牵头建立统一的私募产品转让的场外交易市场。2012年，证券公司开始推进



柜台交易业务试点，柜台交易产品定位为证券公司自身私募产品的创设、发行及转让。2013年9月，中国证券业协会牵头中证资本市场发展监测中心上线了“机构间私募产品报价与服务系统”，该系统是对证券公司柜台市场进行监测并为证券公司开展私募业务提供辅助服务的开放性、专业化电子平台。报价系统拥有备案产品、柜台市场、私募汇、市场联盟、在线协商、信息管理、编码中心等多个各具特色的信息平台。中国证券业协会要求各柜台市场试点证券公司通过报价系统在线报送柜台市场业务信息，各家证券公司可根据《证券公司私募产品代码管理办法（试行）》规定，使用统一分配的私募产品代码进行产品备案。未来该报价系统的定位设想是解决所有证券公司柜台市场的互联互通以及与其他市场的联通，建立全行业性的私募产品发行、交易平台。

参照中国证券业协会的做法，并借鉴银行间债券市场的运作模式，信托行业可以基于各信托公司各自的产品转让平台发起行业联盟，通过一个统一的电子交易平台系统，将各家信托公司及其客户联系起来，构建一个无形的市场，信托公司的客户可以直接在这个市场上将拟转让产品进行挂牌，可以直接与交易对手进行询价交易，也可以委托信托公司寻找潜在的交易对手；如果引入做市商，客户还可以与做市商进行交易。

场外交易模式有效运转的关键在于做市商，做市商是市场有效运转的枢纽。要构建信托受益权的场外交易模式，引入做市商是非常关键的环节。做市商应该由具有一定资金实力的机构来担任，可以是信托公司，也可以是其他具备资金实力和定价能力的机构，如银行、证券公司。但是在目前的政策和制度环境下，要想引入做市商并让其发挥提供流动性和组织市场的核心作用，还存在几个明显的障碍。

一是政策层面的限制。根据《集合管理办法》的规定，机构所持有的信托受益权，不得向自然人转让或拆分转让。这就意味着做市商作为机构，只能选择机构投资者作为交易对手，只能向机构转让或者拆分转让产品，做市商无法和个人客户进行交易。由于信托产品对合格投资者的门槛本来就比较高等，这样的限制会导致可参与信托受益权转让的投资者范围进一步缩窄，不利于提高交易成功率，由此将增加做市商的存货积压风险。此外，做市商在盈利上主要靠获取买卖价差，国外做市商一般只获得较窄的买卖价差，但是只要有足够大的交易规模，其盈利仍然可以保障；如果买卖价差过大，则意味着报价不合理，最终会影响到参与者的交易意愿，损害市场的流动性。因此，如果投资者范围受限制，做市商能获取的交易规模也会受到负面影响，这



不利于吸引机构来担任做市商。

二是隐性的刚性兑付的不确定性增加了做市商的风险。刚性兑付的存在使得投资者在信托受益权转让定价中只考虑期限、市场利率等因素，产品本身的信用风险被忽略。但是刚性兑付在法律层面并未受到保障，这就使得做市商在报价时可能会陷入两难境地。做市商需要持有大量的产品存货，这些存货本身存在价格波动风险。当前信托产品风险事件频繁爆发，整个信托行业的净资产规模只相当于集合产品规模的十分之一，信托公司的刚性兑付能力存在较大的不确定性，做市商如果大量买入存货，却卖不出去，就可能要承担很大的信用风险暴露。在没有刚性兑付的前提下，做市商可以基于其获取的信托产品最新运作信息对融资人未来能否按期兑付本息情况进行预测，并将违约风险大小体现在其报价中。在刚性兑付尚未被打破之际，做市商却无法对产品的信用风险进行折价，否则其很难找到交易对手。

上述两个障碍的解决，一方面，有赖于政策上的突破，如果将投资金额在100万~300万元的自然人投资者人数限制放宽至200人，解除机构不得向自然人转让或拆分转让的限制，做市商就可同时与个人及机构客户进行交易；另一方面，有赖于刚性兑付明确被打破，只有信托产品真正形成市场化的风险定价机制，才能回归“中等风险、中等收益”的本性。但是对这两个障碍能否被突破以及何时被突破都是无法把握的，初期可能很难找到愿意进行做市的机构。现阶段比较现实的选择是，在场外市场发展的初期，仍然以询价交易为主，并可以尝试引入做市商。当前银行间债券市场也处在这样的发展阶段，其流动性并不主要依赖做市商提供，而是依托债券本身的性质（国债、短期融资券、中期票据高度标准化）和机构在债券投资、投机上的庞大交易需求。就信托产品而言，它本身的标准化程度以及在机构资产配置中的重要性无法与债券相提并论，如果作为流动性提供中枢的做市商一直缺位，市场很难活跃，因此未来一旦条件成熟，应逐步推进市场的分层，形成以做市商为核心的交易结构。

准入标准。场外市场的准入标准可相对宽松，无论是类固定收益的融资类信托还是投资类信托都可以参与转让流通，产品信用评级并非强制性要求，信息披露可以是定向的，不需要完全公开。

主要参与中介。场外市场的主要中介机构为做市商（交易商）、登记结算机构、经纪商、监管机构（交易中心）。在场内交易中，所有交易必须通过经纪商，交易通道只能由经纪商来提供，但在场外交易中，经纪商不是必需的，投资者一般是和做市



商进行交易或是直接寻找交易对手交易。在初期，信托产品的登记、最终合同的签署还是需要经过信托公司，投资者尤其是个人客户可委托信托公司寻找交易对手，提供经纪服务。在监管方面，场外市场不像场内市场那样受到交易所以及行业主管机构严格的监管。国内的银行间债券市场交易由中国外汇交易中心监管，同样为场外交易服务的全国中小企业股份转让系统，则要受到中国证券业协会的监管。信托产品的场外交易市场同样也需要一个具有官方性质的监管机构，对各参与者的行为进行必要的规范。

交易机制。初期以询价交易为主，同时对于小额的卖单辅之挂牌交易方式，并可以尝试引入做市商，提供双边报价。做市商可以由作为产品发行方的信托公司担任，但需要对信托公司做市义务和权利进行清晰界定，信托公司不得利用信息优势损害投资者的利益。对于信托公司或是其他第三方做市机构，需要给予允许一定的买卖价差空间、提供流动性安排等支持政策，否则做市商就缺乏积极性。

交易流程。在没有做市商的情况下，客户委托信托公司发布拟转让产品报价信息，信托公司帮助客户撮合交易，投资者之间经过价格协商后达成交易，交易信息通过联网传输至信托产品交易中心，再由交易中心将信息送达至登记结算机构（在第三方登记结算机构尚缺位的阶段，由信托公司完成）。在有做市商的情况下，客户直接或是委托信托公司向做市商询价，做市商给出买卖双边报价，客户根据做市商的报价做出投资决策，并向做市商提交交易申请，做市商必须在其报价范围内履行成交义务，并将交易信息反馈至交易中心，并最终传达至登记结算机构。

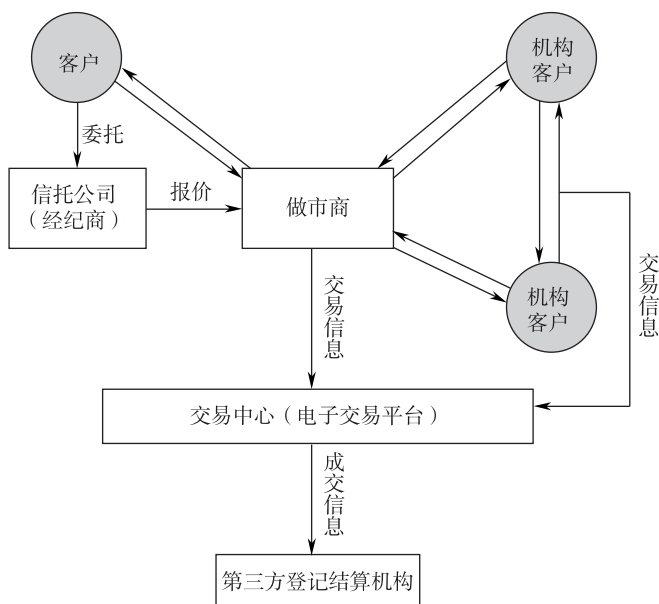


图2 信托受益权场外交易模式（有做市商）

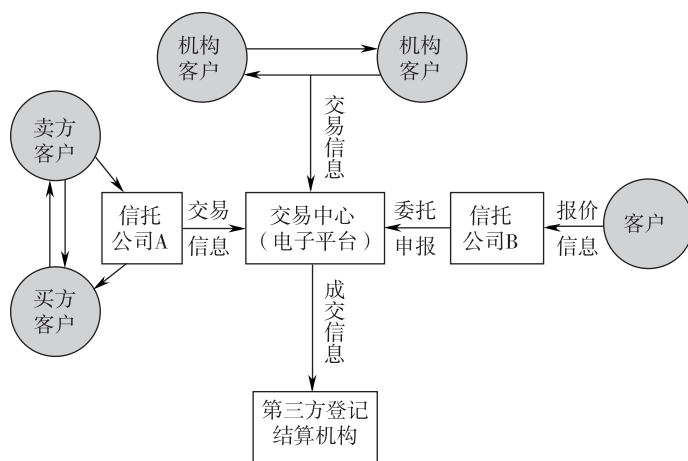


图3 信托受益权场外交易模式（无做市商）

（2）建立场外交易平台潜在的问题和对策。场外交易平台建立的难点在于如何促进并实现交易。从各方面的经验来看，对策是建立做市商制度。但在实际操作中，实行做市商制度可能存在以下三方面问题。

首先，做市商缺乏积极性。如何吸引第三方作为做市商进入这一市场担任开拓者，是最基础的问题之一。在前期市场发展规模较小时，做市商要寻找新的买家并非易事，很可能会出现库存积压问题，导致自有资金套牢。同时，所得利润也可能无法有效覆盖潜在风险以及做市成本。鉴于做市商不属于资金实力雄厚机构，承担这些风险必然影响其做市的积极性。

要解决积极性问题，期初监管部门不能设置太高的进入标准（例如资金、声誉等方面的严苛要求），应该引导做市商进入，将监管规范重点放在做市的过程当中，以监察为主，以管制为辅。若监管部门持鼓励态度，应该为其提供融资的便利渠道，以缓解风险。同时，必须配备较为成熟的价差拟定机制，一方面要覆盖做市成本和潜在风险成本，另一方面要提供一定利润作为吸引，使更多机构愿意充当做市商。

其次，可做市信托产品具有局限性。即使交易结构和做市商这两个要素都已具备，也并不是所有信托产品都有做市的可能性，这源于信息的披露原则问题。做市商的义务是进行双向报价，但由于信托的私募性质，有部分信息无法达到上市披露的标准。信托公司作为受托人，必然要尊重委托人的意愿，但产品信息的不完整又会影响到做市商的交易服务定价，从而影响交易的正常进行。

最后，转让制度上的障碍。根据现行的转让制度，机构不允许将其信托资产转让到个人投资者名下。而做市商为机构所担任，意味着做市商买入资产后只能向其他机



构转让，转让渠道受到了限制。同时因为缺乏个人散户的参与，交易市场的活跃度也会大大减弱，无法真正起到扩大流动性的效果。

这一问题的解决主要取决于监管部门对于扩大流动性的决心。若能对“一法两规”进行一次全新的修订，放宽有关的制度门槛。对于交易市场的建立必能起到正面的推动作用。

3. 小结

信托产品的统一交易市场是采取场内交易的模式还是场外交易的模式，这需要进行全面的比较。在交易平台和交易机制选择上，主要应考虑以下两个问题。

(1) 如何能提高撮合成功的概率，实现较好的流动性。北金所在存量信托受益权转让中的撮合成功率不高，一方面是受限于政策和信托公司的配合意愿，另一方面也与其自身在信托行业中的影响力以及客户资源的聚集能力不够有关。如果不是由监管部门主导建立一个统一的交易平台，而是由市场机构自下而上地发起这样一个交易平台，那么这样的交易平台必须具备以下两个方面的能力：一是交易平台要能聚集足够多的信托公司，并且这些信托公司愿意将好的产品放到平台上来交易流通；二是交易平台在交易机制安排、市场组织上能够为产品流转效率提供保障。除此以外，如果是借助已经有的平台，那么该平台本身应具有较强的客户资源聚集能力，能够为信托公司带来新增客户，这对于提高转让效率也是有辅助作用的。

(2) 如何避免信托公司客户资源及资金的流失。目前国内信托公司的财富中心只限于销售自有产品，其推出的内部产品转让平台也只限于自有产品和自身客户。考虑到信托产品具有很强的公司属性，信托公司之间对于客户的竞争非常激烈，如果要在一个平台上实现多家信托公司产品受益权的挂牌交易，让信托公司愿意将自身客户纳入这个平台来交易，就必须最大限度地消除信托公司对于客户资源流失的担心，否则信托公司参与的积极性就会比较有限。

(二) 信托交易平台的产品及参与者准入规则

1. 进场流通产品准入

首先考虑能够在交易平台进行流通的标的。由于信托具有广泛的适用性，信托产品的分类比较复杂。上文论述了集合资金信托应当作为信托受益权流转的主要研究标的。在集合资金信托计划中，我们将重点放在融资类信托上。根据中国信托业协会编著的《信托基础》，信托业务可以按财产类别、受托人人数、受托人职责、信托财产运用方式、信托财产运用领域等进行分类。考虑到信托受益权的定价标准、信托受益



权流通中的可操作性等，融资类信托是比较适合做受益权流通标的的。

根据《信托基础》中的定义，融资类信托业务以资金需求方的融资需求为驱动因素和业务起点，信托目的以寻求信托资产的固定回报为主，信托资产主要运用于信托设立前已事先制定的特定项目。信托公司在此类业务中主要承担向委托人、受益人推荐特定项目，向特定项目索取融资本金和利息的职责，融资类信托业务包括信托贷款，以及带有回购、回购选择权或担保安排的股权融资型信托、信贷资产受让信托等。^①

根据上述定义，融资类信托具备以下特点：

(1) 融资方主要满足其融资需求，融资类信托具备贷款属性；(2) 以追求信托财产的固定回报为主，因此该类信托具备类固定收益属性；(3) 该类信托资产用于特定项目，且一般都会采取抵押、质押、回购等风控措施，因此在定价、信息披露等方面具备一定优势；(4) 处理比较简单，无须计提、估值等操作，有利于信托受益权流通过程中转让、变更等操作。

综合以上考虑，融资类信托比较适合作为在信托交易平台进行受益权流通的交易标的。

2. 各类市场参与者准入

主要的参与角色及其要求如下：

(1) 个人投资者。个人投资者需要满足《集合管理办法》中对合格投资者的认定，包括参与投资信托计划的最低金额、个人或家庭年收入等。

从目前集合资金信托的发行来看，个人投资者在其中占有较大比例。预计在信托交易平台的交易过程中，个人投资者仍将是主要参与者。因此，不管采取何种模式的交易平台，都需要严格遵守相关个人投资者资格及数量的规定。

(2) 机构投资者。它是指具有非个人化投资行为的、职业化、社会化的团体或机构，包括用自有资金直接或借助各种金融工具间接进行投资的非个人化机构。机构投资者在我国主要是指信托公司、证券公司、企业集团的财务公司、金融租赁公司、保险公司和证券投资基金、社会基金等非银行金融机构，以及其他各类企业等。

由于机构投资者审慎、专业，风险承受能力强，一直是信托行业大力开发的对象。特别是在信托受益权交易平台中，机构投资者能够突破人数限制，并且可以实现

^① 摘自中国信托业协会编著的《信托基础》第七章“信托业务及创新”的第一节“信托业务的分类”。



多份信托受益权的整合与分拆，从而在交易过程中可促进交易，发挥更大的作用。

(3) 经纪机构。它是指中介或代理公司，为客户提供中介服务的营利性机构。本文的经纪机构是指各个发行信托产品的信托公司，其通过设立营销团队或财富中心，接受客户委托，按照客户要求，代理客户进行信托受益权交易的业务。

经纪角色在信托交易平台中的作用也非常明显。由于客户信息比较敏感，各个信托公司对各自的客户信息都比较谨慎，特别是在同一个平台进行交易时，需要实现客户信息的隔离与保护。因此可以发挥信托公司的经纪作用，由各个信托公司带着各自的客户来交易平台上进行交易，从而既保护了投资者信息，又实现了交易。经纪角色主要是由发行信托产品的各个信托公司担当。

(4) 做市商。由具备一定实力和信誉的独立证券经营法人作为做市商，不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格（即双向报价），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。买卖双方不需要等待交易对手出现，只要有做市商出面承担交易对手方即可达成交易。

在信托交易平台的交易过程中，对做市商的要求比较高。做市商在良好信誉的基础上，既要有一定的资金实力，也要有甄别信托产品风险，并进行相关定价的专业能力。综合考虑，在交易平台建设的初期，主要由实力较强的信托机构和投资机构担任做市商，市场发展到一定阶段后，可以引入更多的做市商。

目前我国金融资产交易所主要包括北金所、天金所、陆金所、深圳前海金交所等。其从经营范围涵盖信托产品发行和交易。从客户群体来看，汇集在交易所的绝大多数为机构投资者，这与当前信托公司客户结构形成互补。同时，这部分机构投资者对流动性要求更高，通过交易所的信托产品交易平台实现二级市场流通可以适度提升流动性。

目前，各家金融资产交易所正在酝酿建立做市商交易制度，但根据《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（国发〔2011〕38号）的规定：除依法设立的证券交易所或国务院批准的从事金融产品交易的交易场所外，任何交易场所均不得将任何权益拆分为均等份额公开发行，不得采取集中竞价、做市商等集中交易方式进行交易；不得将权益按照标准化交易单位持续挂牌交易，任何投资者买入后卖出或卖出后买入同一交易品种的时间间隔不得少于5个交易日。由此可见，金融资产交易所目前尚不符合采取集中竞价、做市商等集中交易方式的条件。但从西方发达国家信托业发展的历史来看，利用交易所的技术平台系统进行信托受益权的转让是一



种必然的趋势，这也是彻底解决信托产品的流通性问题、消除信托业发展障碍的最佳选择。在信托交易平台中，引入做市商角色能够更好地发挥交易平台的作用，提升信托产品的流动性。

（三）交易平台的相关交易规则

根据上述流通产品的入场标准，需要建立起与之配套的流通规则。流通规则需要对目前市场上的参与主体、转让方式、转让流程及相关信息披露做出明确的定义。

1. 交易平台的参与主体

转让登记机构。符合条件的信托公司根据信托产品的发行文件、信托合同的规定或权利人的申请，为信托受益权转让提供登记变更服务，并严格按信托合同或托管协议规定履行托管义务，包括出具托管证明及办理信托受益权登记过户手续。

交易代理机构。符合条件的信托公司根据信托受益权原始权益人、合格投资者的要求可以代理原始权益人、合格投资者在信托转让平台上进行报价、应价、交易、清算、交收工作。

原始权益人。它是指参与信托受益权转让的信托受益权的原始权益人。

合格投资者。它是指符合监管条件的、合格的自然人和法人。

做市商。由具备一定实力和信誉的信托公司或其他机构作为特许交易商，不断向合格投资者报出进场交易的信托受益权份额的买卖价格（即双向报价），并在该价位上接受合格投资者的买卖要求，以其自有资金与投资者进行交易。

资金托管机构。商业银行作为信托受益权转让交易的指定托管机构主要提供账户管理、资金交收等服务，同时履行资金监管的义务。

2. 通过转让方式实现交易

竞价交易转让。买卖双方通过其交易代理机构在交易系统的网上竞价平台内按照一定的竞价规则，通过交易系统撮合竞价成交，完成交易。该转让方式适用于市场上单笔金额 1000 万元以内的一般的信托受益权份额转让。

协议转让。它是指买卖双方在线下就转让价格达成一致后，通过协议的方式约定转让价格，通过交易代理机构在交易系统最终确认交易。该转让方式适用于市场上单笔金额在 1000 万元以上的大额信托受益权份额转让。

3. 实现流程

（1）基于做市商制度下的竞价交易流程。



①做市商向信托登记体系内的流转平台（可以为电子平台）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。

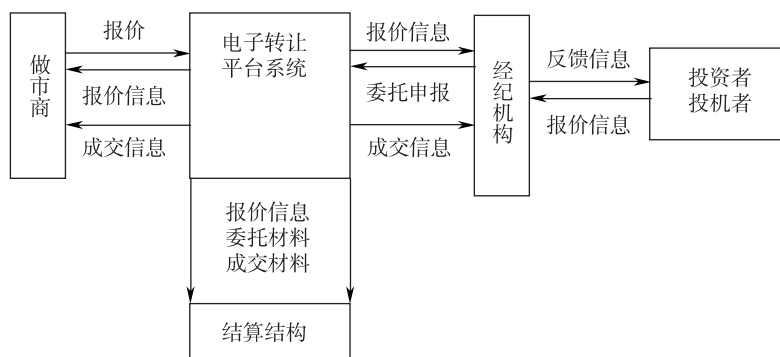


图4 做市商制度下的流转结构

在目前的法律框架下，综合考虑到操作性、合规性、便利性等因素，信托受益权份额交易市场的做市商应由符合条件的大型信托公司来承担。这主要是因为大型信托公司资金实力雄厚，社会声誉良好，风险识别能力强，了解市场上发行的信托产品，可以避免流转产品信息披露不充分所可能产生的一系列问题。而待形成了行业标准之后，后续做市商可以考虑由具有实力且符合标准的其他金融机构担任。

信托公司同时作为投资者的交易代理机构，其目的在于提高市场的交易效率，保护客户信息，方便市场监管。除了对自己的产品做市之外，信托公司凭借其对项目的熟悉，可为投资者提供一定的咨询建议，这有助于改善其所控信息处于劣势的问题，而且也可作为信托公司提升服务质量、树立良好品牌形象的一种途径。



(2) 基于买卖双方大额协议转让的交易流程。

①买卖双方在线下就转让份额、转让对价达成一致并签订转让协议。

②卖方通过交易代理经纪机构提交合同信息，提交委托申报。

③委托申报反馈。买方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。

④买卖双方在系统内成交。

⑤发布成交信息，进入清算程序。在买卖成交后，系统买卖双方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。

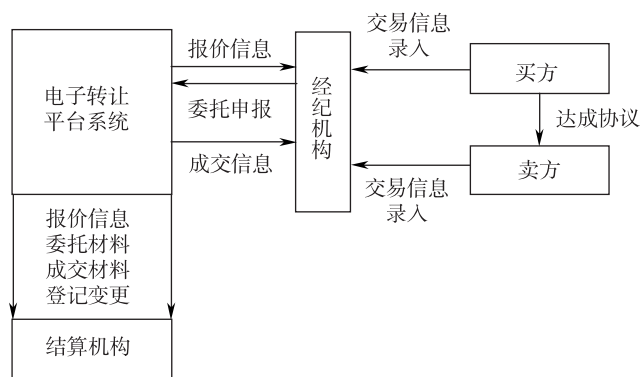


图5 双方直接交易下的流转结构

4. 信息披露机制

信托受益权份额的信息披露义务应由市场内的交易代理经纪机构即信托公司承担。信息披露要求如下：

信息披露包括但不限于信托产品名称、中国银监会备案合同号、发行规模、期限、投资标的、风控措施、信托目的、受托人、保管人、优先级受益权和一般受益权比例（如有结构化安排）、最近一期信托计划运行报告、净值型产品需披露的信托受益权份额净值。

信息披露报告是信托受益权份额进场交易前的必备文件之一，一般由委托人提供，经其交易代理经纪机构复核以后再提交给交易平台进行统一的信息发布与存档，合格投资者可以通过其交易代理经纪机构在交易平台上查阅相关信息。

5. 在线交易探索

在建立统一的信托受益权份额结算登记机制后，可以考虑同步进行网上在线受益权份额交易平台建设的探索。根据信托受益权份额私募性、非标准化的特点，可以参



照目前市场中网上 P2P 平台的搭建模式，由统一的交易平台进行网上交易平台建设，委托如支付宝，银联等类似机构作为在线交易的资金托管方。借鉴淘宝网成熟的交易模式，由买方根据网上平台提供的信托受益权份额信息发出购买指令，然后将钱款汇入线上资金托管方账户统一保管，随后由资金托管方向卖方发出资金到达托管账户的通知，卖方根据通知在相应的登记机构办理信托受益权份额过户登记，然后将过户凭证提交给资金保管方，由资金保管方再将钱款汇入卖方账户完成交易。

通过探索在线交易可以进一步提高市场的活跃程度，特别是提高个人投资者的参与程度。相比于场内交易，在线交易既能够保障投资者的资金安全，又能够使交易的便利程度提高。可以预见，将来在线交易模式将成为信托受益权份额转让市场重要的组成部分。

6. 交易平台将注重实现的功能

(1) 筛选及定价的标准化。

①标的资产为具有稳定现金流的，或有足值抵质押物的，或有结构化的优先级，或有优质交易对手的信托受益权。

②由各家信托公司担当经纪角色，为交易平台提供有转让需求的各类信托产品受益权，并提供市场报价参考。

③对于投资者而言，可以参照各个经纪商的报价，通过一对一的议价方式，最终确定交易价格，实现定价市场化。其间，为了提高交易效率，可以在交易平台引入经过筛选的做市商，做市商也可以提供产品报价，但都要经过交易双方一对一的议价最终确定。报价加议价的定价及交易方式，在解决流动性的同时，也能提高主动风险控制能力。

(2) 市场价格实现。由于在定价中引入了信托公司及做市商的参考报价，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。

(3) 产品和交易的标准化。

①产品标准化。按照统一标准进行产品筛选，作为做市商的交易品种的标准化条件主要有：在相同或者类似风控条件下发行的信托产品，如一定监管和市场评级的信托公司发行的信托产品；具备足够风控措施的一类固定收益信托产品，从交易对手、产品设计等方面进行要求。



②交易标准化。引入做市商制度，将信托公司自营资金、关联方资金或其他资金作为增进受益权流通的资金。为了找寻匹配的投资者，将受让的信托产品受益权，按照各个信托公司经纪商或做市商的定价方法，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，从而实现信托产品的流动性；最终合同签署、资金交割、交易实现在相应的登记机构完成。

五、利用互联网金融促进信托受益权流通

（一）互联网金融的快速发展

1. 概念

互联网金融是指互联网企业利用现代信息科技，特别是支付、云计算、社交网络以及搜索引擎等，实现资金融通、支付和信息中介等业务的一种新兴金融。与之相对应的是金融互联网概念，即金融互联网化或金融电子化，是指传统金融企业采用通信、计算机、网络等现代化技术手段，实现金融服务的自动化、信息化和科学化。

也有说法将金融互联网作为互联网金融的一部分。中国银监会政策研究局副局长龚明华指出：互联网金融包括两个层面的创新，一方面是互联网企业利用自身的互联网技术、移动通信技术来介入金融服务，另一方面是银行等传统金融机构利用移动通信技术、互联网技术改善金融服务，提供新的金融产品。

2. 互联网金融的特点

与传统金融相比，庞大的客户群、大数据、用户体验和技术是互联网金融的主要相对优势。

庞大的客户群。截至2013年6月末，我国网民规模达5.91亿，互联网普及率为44.1%，较2012年末提升了2个百分点。与此同时，手机网民规模达4.64亿，网民中使用手机上网人群占比由74.5%提升至78.5%。

大数据。它是指从一系列日常活动中收集到非常大且复杂的数据池，并将这些动态、未组织的信息整合在一起，分析人们的喜好，得出从其他传统渠道无法获得的信息。大数据能用于研究商业趋势，评估研究质量，防控疾病，监控交通情况等。大数据的运用可使以往难以实现的顾客细分服务得以在金融领域实施，金融运作效率可进一步提高。



用户体验。用户体验是互联网平台存活和发展的基石，互联网金融在传统金融机构难以企及的细节上为客户带来流畅、便捷的体验，并可以针对不同用户推出个性化和地方化的产品与服务。

技术。相对于传统金融，互联网金融在移动支付、降低交易成本以及基于大数据的风险控制领域也具有一定的优势。

3. 互联网金融的应用

参考申银万国、华泰证券等券商研究报告^①，根据开展主体的不同，互联网金融主要有两种类型：一种是互联网企业通过申请牌照开展金融业务，另一种是传统金融机构向互联网进行业务转型。

互联网企业主要开展的业务有资金募集、支付结算、网络货币流通和金融信息服务。传统金融机构主要是通过互联网进行资金理财。

(1) 资金募集。

①股权众筹。股权众筹在国内目前主要是指用“团购+预购”的形式向网友募集项目资金的模式。股权众筹常用于初创企业或中小企业的开始阶段，尤其在软件、网络、计算机和通信、消费产品、媒体等企业中的应用比较广泛。

②P2P 贷款。P2P 贷款是指通过网络平台相互借贷，由具有资质的网站（第三方网贷平台）作为中介平台，借款人在平台发放借款标的，投资者进行竞标，向借款人放贷。2013 年 P2P 贷款平台近 1000 家，交易规模突破 1000 亿元。

③电商小贷。电商小贷是电子商务公司利用交易平台上的大量数据，对交易两端的买家和卖家做出信用判断，提供供应链融资和消费信贷服务。本质上而言，电商小贷是对银行贷款业务的“脱媒”。阿里小贷是行业标杆，截至 2013 年 6 月，阿里小贷的贷款总额超过 1000 亿元，客户超过 32 万户，其不良贷款率只有 0.84%。此外，京东、苏宁、百度、腾讯也纷纷“杀入”小贷领域。

(2) 支付结算。第三方支付是指基于互联网，提供线上（互联网）和线下（电话及手机）支付渠道，完成从用户到商户的在线货币支付、资金清算、查询统计等一系列过程的一种支付交易方式。第三方支付是互联网金融的重要内容之一，也是互联网金融的重要前提，通过第三方支付，互联网企业绕开了传统金融机构的牵制进入金融领域。

^① 本部分内容主要参考自申银万国的《非银金融行业：互联网金融产业链与模式分析》（2014-03-07）和华泰证券的《互联网金融：站在门口的野蛮人》（2014-03-12）。



从支付方式来看，第三方支付可以分为两个具有代表性的大类，即互联网支付和移动支付。2013 年中国第三方互联网支付市场交易规模达 53729.8 亿元，同比增长 46.8%；第三方支付移动支付市场交易规模达 12197.4 亿元，同比增长 707.0%。

(3) 网络货币的流通。网络货币是通过计算机技术生成并流通，且买卖双方能够接受的电子货币，最典型的代表有比特币、莱特币。由于担心网络货币对金融秩序的干扰，2013 年 12 月，人民银行宣布比特币为非法货币。

(4) 金融信息服务。互联网金融信息服务主要是互联网领域已经成熟的技术和思维在金融细分领域中的应用，包括与募集资金相关、与理财相关以及其他三类应用。

传统金融业与互联网的联合主要是网上资金理财业务，目前银行、券商和基金都有所涉及。

①券商。目前券商与互联网机构的合作分为四种模式：与电商企业的合作，如德邦证券“财富玖玖”品牌店在淘宝上线，作为发布信息和推出金融产品的平台；利用移动互联网终端发展股票交易“一站式”服务，如国信证券的“金太阳”手机证券系统；与互联网企业合作，发展网上开户业务，如国金证券与腾讯公司合作推出“佣金宝”产品，“佣金宝”包括保证金余额理财服务与高品质咨询服务；与第三方支付机构合作，如光大证券与银联电子支付合作推出资金消费支付服务，使得证券账户同时具备投资、理财、支付和消费等多种功能。

②基金。目前基金公司与互联网平台的合作主要分为三种模式：基金公司利用自有销售平台以及移动互联网终端进行产品营销，如汇添富基金的“现金宝”、华夏基金的“活期通”、易方达基金的“易方达微理财”；基金公司与第三方支付平台合作，利用支付平台的支付牌照进行金融产品的营销，如天弘基金与支付宝合作推出“余额宝”；基金公司与电商平台合作，如广发、华夏、易方达、国泰等 17 家基金公司的淘宝店正式上线。

③银行。传统商业银行利用互联网平台发展理财业务，一般分为三种模式：与电商平台合作，如民生银行与阿里巴巴集团合作打造互联网金融平台；②与移动互联网平台合作，如北京银行与小米公司合作；利用自有网站与移动互联网终端推出理财产品，如工商银行的“天天益”和“薪金宝”。



表 6 互联网金融的几种模式

	合作方式	商业模式	运行原理	典型代表
互联网企业	资金募集	股权众筹	通过互联网平台，将项目发起人与 PE、VC 或其他项目投资方联系在一起	天使汇
		P2P 贷款	通过互联网平台，将项目借款人与贷款人汇集在一起	拍拍贷、宜信、陆金所、有利网
		电商小贷	利用电子商务平台，通过大数据分析给企业贷款	阿里小贷
	支付	网上第三方支付	通过台式电脑的互联网终端进行支付	
		手机第三方支付	通过移动终端的互联网终端进行支付	
	网络货币支付	网络货币流通	实现网络货币在金融产品中的流通功能	比特币
	金融信息服务	与募集资金相关	利用互联网的搜索、数据分析技术，进行募资匹配	融 360
		与理财相关	利用互联网的搜索、数据分析技术，用于理财产品推送	挖财
		其他	其他	雪球网
传统金融机构	资金理财	券商	利用互联网平台，发展股票账户业务	国金证券
		基金	利用互联网平台，发展基金业务	天弘基金、汇添富基金
		银行	利用互联网平台，发展银行理财业务	工商银行、北京银行

资料来源：申银万国证券研报。

4. 小结

随着人们生活的互联网化、移动化，顺应互联网潮流对于金融企业而言已经不是选择，而是必须，不能顺应时代的金融企业终将丧失对客户的把握。

互联网环境下盈利的模式是：流量导入—流量变现—客户沉淀—客户价值的进一步挖掘。互联网金融的成功之处在于它能激活数以亿计的长尾用户，但互联网金融现阶段也因此主要定位于中等和中下等收入群体，以提供标准化的金融产品为主。不过互联网金融的基本理念仍然值得以高净值客户为目标群的信托公司借鉴。

对信托公司而言，互联网金融的竞争核心不仅仅是金融电子化，更重要的是获得入口与流量，从而锁定客户，更加全面地掌握客户信息，为新业务的开展奠定基础。

（二）如何利用互联网金融促进受益权流通

现阶段受制于信托受益权登记制度不完善以及新客户身份识别、风险评测等的监管要求，信托受益权流通过程中部分技术环节仍需“线下”完成并且流通范围可能



仅限于本公司内部。未来，如果相关制度等配套措施得到完善，互联网金融可以对信托受益权的流通有很大促进作用。本文拟将未来在互联网金融背景下的信托受益权流通分为三个阶段。

1. 阶段一——信托公司“触网”

这一阶段和传统金融机构“触网”类似，通过网络渠道将“线下”业务搬到“线上”以为客户提供更加方便快捷的服务。信托公司在“触网”过程中可以实现客户信息、产品信息和转让合同的电子化，以及资金自动划转、未来的受益权登记。例如，平安信托借助陆金所已经对平安信托发行的信托产品的受益权流通做出尝试，根据截至2014年中期对市场数据的不完全统计，相关业务每年在50~100单。此外，华宝信托也对开展此业务进行尝试，目前公司完成内部平台搭建以及对可流通产品的筛选标准的制定等工作。

2. 阶段二——大数据运用

由于财富、年龄、受教育程度、性别等诸多因素的差异，投资者的理财需求迥异，需要的信托产品也不同。在阶段一经过一定时间的积累后，信托公司已经拥有一些客户的理财信息，包括购买产品种类、每次购买的资金量等。进而，信托公司可以通过大数据技术将所采集的客户理财信息进行归纳分析，得到客户风险偏好、消费习惯，并借由此掌握的投资者不同的投资习惯来有针对性地推送受益权转让信息，以实现客户的精确定位覆盖。

3. 阶段三——提升风险定价能力

金融的基本功能是实现经济资源跨时间和跨空间的分配，从而达到社会效用最大化。金融中介机构的核心功能在于减少信息不对称，降低交易成本，实现对风险的合理定价，并以此获得风险补偿。

目前，信托产品主要是类债券固定收益产品，浮动收益产品较少，因此信托受益权流通的定价机制可主要参考债券定价模型，较为简单。信托公司在开展受益权流通业务时也主要将类固定收益产品作为突破口。未来，伴随经济发展中融资需求下降以及信托行业自身转型的需求，浮动收益类信托产品的占比将会逐步提升。届时由于信托产品的非标准化特性等因素，浮动收益类信托产品受益权流通的风险定价将可能是一个难点。

借助互联网金融的风险控制方法可以为浮动收益类信托产品的受益权转让定价提供帮助。在互联网金融模式下，基于大数据的思想，凭借对平台上客户信息流、资金



流、物流“三流”信息的广泛获取和精确分析，可以减少信息不对称，降低搜索成本，从而帮助客户更好地认识风险、选择合适的产品。

六、对建立信托受益权流通机制和平台的小结

（一）建立信托受益权专有交易平台的探索

1. 新建信托受益权交易平台的必要性

本课题对现有的交易所、银行间市场等场内外交易平台进行了分析，并从场内外两种思路，提出了建立信托受益权交易平台的解决途径。之所以要建立信托受益权专有的交易平台，主要原因在于，不管如何向标准化靠拢，信托产品在本质上仍然是私募产品，其流动性的设计不可能做到与股票、公募债券比肩。而且信托产品如果要借助现有的成熟的股票交易所以及银行间债券市场来进行交易流转，也存在明显的障碍。

（1）政策上的限制。尽管在基础资产上，信托产品与在两大证券交易所平台交易的基金子公司的资产管理计划完全类似，但是由于信托产品的发行交易归属于中国银监会监管，中国证监会对于信托产品进入交易所资产管理产品转让平台转让实行政策放开的可能性较低。虽然目前以信托作为 SPV 的信贷资产证券化产品已经突破性地进行交易所上市，但是这属于公募型 ABS 产品，其他类型信托产品不具有可比性。

（2）投资者参与的限制。证券交易所市场的参与主体非常广泛，既包括机构，也包括个人，但银行间市场的参与主体仅限于机构投资者，个人只能通过购买基金、资产管理计划等理财产品间接投资于银行间债券市场。信托产品的投资者以高净值个人客户为主，包括保险资金、企业等在内的机构投资者的占比近两年来虽然有明显提高，但总体占比预计还不足三成。如果信托产品借助银行间市场交易平台进行交易，则会将大量高净值个人客户排除在外。信托公司还可以将项目包装为 PPN 进入银行间市场发行和交易，但直接让信托产品在银行间市场交易则不具有可行性。除非银行间市场愿意为信托产品的交易开辟一个专门的平台，这需要双方进一步的沟通。

（3）私募的局限性。目前证券交易所市场交易的产品，无论是股票，还是中小企业私募债、基金子公司及证券公司的资产管理计划，投资风险都是完全由投资者自担。在银行间债券市场，风险承担机制也基本上是市场化的，虽然在信用债上，过去也存在类似的刚性兑付，但这主要是依靠市场机构的自律约束来实现的。与股票、债券相比，信托产品在本质上属于“中等风险、中等收益”产品，但却因为信托公司



被要求承担隐性的刚性兑付义务而异化为“低风险”产品，但这种刚性兑付本身又缺乏法律上的支持，一旦信托公司丧失刚性兑付能力，则其风险会大幅上升。信托产品在风险属性上的复杂性和不确定性与两大证券交易所以及银行间市场都不相适应。因此有必要根据信托产品的风险、收益特征建立独立的交易系统和平台。

2. 对未来信托受益权交易平台的定位

(1) 明确信托交易平台的定位。信托交易平台的建立是我国多层次、多元化金融体系中的重要组成部分，它与证券交易所、期货交易所等其他的交易所共同构成我国的金融产品流通市场。它不光是为信托投资者提供流通服务的一个平台，更是为其他投资者提供一个参与信托、进行资产配置与投资的渠道。

(2) 确定平台的层级，逐步建立区域性平台，最终建立全国性的交易平台。由于计划是由信托公司作为做市商，实现 OTC 的交易模式，因此前期可以在信托公司相对比较集中的区域，如上海、北京等地，建立区域性的交易市场，通过类似试点形式，最终建立全国性的交易平台。

(3) 明确做市商的准入制，采用相应的 IT 技术支持。建议对信托公司担任做市商进行审核，选取行业内几家背景雄厚、业绩优异、风控严谨、制度完善的大信托公司担任交易平台的做市商。

(4) 提供法律法规的支持，合理监管，规范发展。修改、调整现行的部分法规，为信托交易平台提供合法地位，并对平台的客观风险和投机性质进行一定程度的监管，完善信息披露机制，保证平台的健康发展，将信托交易平台建成未来我国信托流通的主要市场。

(二) 建立信托受益权流通相关制度

1. 制定信托产品转让制度

目前，信托产品市场尚未有统一规范的产品转让制度，信托产品的交易转让可依据的法规仅限于《信托法》、《集合管理办法》。因此，作为信托法规的配套制度，应尽快制定信托产品流通转让制度。同时，针对当前法规对产品转让不利的限制，建议从以下方面修订相关法规条款。

首先，在受益权转让对象上，《集合管理办法》第二十九条规定，信托受益权进行拆分转让的，受让人不得为自然人，机构所持有的信托受益权，不得向自然人转让或拆分转让。此条款限制了流通转让的市场参与群体，特别是在引入做市商机制下，做市商角色一般由资金充裕、有信誉的机构充当，而此时做市商无法将信托产品转让



给自然人投资者，其做市商功能难以体现，不利于市场的发育成熟。

在合格投资者人数限制上，《集合管理办法》第五条规定，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。目前，市场上大部分合格自然人认购规模介于 100 万 ~ 300 万元，这部分群体应成为提高信托总体发行规模的重要基础力量，特别是在信托产品走向长期化、规模化的背景下，如果仅凭机构投资者或 300 万元规模以上的自然人群体，单个信托产品规模必将遭遇上限瓶颈，这既不利于信托产品的发展定位，也难以形成稳定的产品交易转让群体。基于此建议放宽集合资金信托计划自然人 300 万元以下规模投资者人数限制，从长远角度来看，这有利于提高个体投资者的参与热情，加速信托产品转让市场的发展。

2. 信托产品交易平台管理制度

交易市场的基本规则由交易市场管理制度约定，鉴于目前市场并没有统一的管理制度，未来建议从以下三方面作为着眼点制定管理制度。

在规范标准上，对进入市场的产品设立统一的标准体系，如从合同文本、信息披露到评级标准等。建议在信息发布上运用统一格式并及时发布与产品相关的交易信息、即时行情，降低投资者因信息不对称造成的投资风险；同时，借助独立第三方机构运用统一标准对市场内产品进行统一的风险评估及监控。

在参与主体上，可参照目前交易所制度，将主体分为五类，即产品发行人、产品投资人、中间服务机构、自律性组织及产品监管机构。具体界定上，信托产品交易市场的发行人为信托公司。产品投资人为符合规定的个体投资者和机构投资者。中间服务机构指产品的登记、清算机构，但目前这类服务机构尚未建立，这将限制交易市场的发展。举例说明，因目前场内无产品转让登记、清算机构，受益权转让手续极为复杂，转让效率低下，因此，建议在未来完善相关机构的建设。同时，自律性组织及产品监管机构也没有相应地建立。根据交易所市场的经验，自律性组织角色可由中国信托业协会充当，对交易所进行自律管理。而监管机构的设立在于保障场内秩序，对操纵市场等违规行为做出监管和处罚。

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交易系统，使市场参与主体可通过报价电子竞价系统进行竞价申报。对于撮合交易，电子竞价系统可根据“时间优先，规模优先”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。而对于做市交易，则可采取“价格优先，时间优



先”的原则。

在监管上，应以中国银监会为核心，实行全方位管理。建议对重大事项实行报备机制，获中国银监会批准后方可实施。同时，需建立相应的惩罚规则，明确定义违规行为及处罚方式。

（三）相关政策建议

1. 当前的政策障碍

（1）相关法律法规和监管制度的制约及不够完备。尽管《信托法》、《集合管理办法》等法律法规和监管制度中明确了信托受益权可以转让流通的原则性规定，但缺乏细化或专门的信托受益权转让管理办法，而且现有规定中还对受益权转让有限制性的约束，直接制约了信托产品的流动性。如《信托法》第四十八条规定，受益人的信托受益权可以依法转让和继承，但信托文件有限制性规定的除外。《集合管理办法》第二十九条规定，“信托计划存续期间，受益人可以向合格投资者转让其持有的信托单位。信托公司应为受益人办理受益权转让的有关手续”，但是，该条款中同时还规定了“信托受益权进行拆分转让的，受让人不得为自然人。机构所持有的信托受益权，不得向自然人转让或拆分转让”。再加之合格投资者数量的限制性规定，这些都对信托受益权转让流通形成了实质性制约。

（2）对于信托受益权的法律性质认识不统一。信托受益权是受益人对信托享有的权利和利益，是兼具物权和债权性质的财产权。《信托法》规定，信托受益权可以放弃、偿还债务、依法转让或继承，因此，从本质上讲，信托受益权属于财产权。同时，信托受益权权利的行使只有通过向受托人请求给付的方式实现，因而体现了债权性质。《信托法》在规定受益人撤销权的同时，还赋予了受益人恢复信托财产原状和赔偿损失的请求权，恢复财产原状是典型的物权请求权，而赔偿损失又属于债权的请求权。《信托法》规定，受益人不能清偿到期债务的，其信托受益权可以用于清偿债务。同时《信托法》还规定，受益人的信托受益权可以依法转让和继承。因此，信托受益权属于可转让的权利，但是由于信托关系涉及委托人、受托人、受益人三方主体，信托受益权转让会导致受益人的变更，而原委托人享有的权利是否一并移转或如何移转等尚缺乏统一的认识。

（3）信托产品自身的标准化水平较低。目前信托业务分类缺乏统一标准，各家公司的信托产品合同差别较大，信息披露尺度不一，且缺乏独立客观的评估机构参与，信息不透明增加了投资者受让信托受益权的难度。中国信托业协会在推动行业产



品标准化体系建设方面做了大量工作，2013 年向全国金融标准化技术委员会报送了《信托业务分类及编码》、《集合资金信托计划文件示范文本》，但目前尚未在行业内推广实施。

(4) 尚缺乏统一的信托产品登记等基础配套安排。在信托产品受益权流通市场建设方面，要建立规范、统一的信托产品登记、结算、交易制度，明确合格投资者、信托机构等的市场准入标准，完善信息披露和风险管理等一系列制度安排。近年来，信托公司、中国信托业协会、交易所、监管部门，以及一些地方政府等都在信托受益权流通方面做了大量努力，尝试构建信托产品交易流通平台，尽管取得一定进展，但由于缺乏统一的信托产品登记、交易托管等基础配套安排，始终未能从根本上解决信托产品的流动性问题。

2. 相关政策建议

本课题针对上述信托受益权流转中遇到的问题，结合信托公司与交易平台的实践经验，提出相关政策建议。

(1) 放开机构向自然人转让/拆分转让的限制。《集合管理办法》限制了机构将信托受益权向个人转让、拆分转让，导致转让效率低下。建议在做受益权流通过程中，放开机构不能向自然人转让或拆分转让信托受益权的限制，从而使得其中的机构（包括自营、关联机构、单一信托或其他资金等）持有的信托计划受益权可以向个人转让及拆分转让，同时使信托受益权可以向自然人进行拆分转让。

(2) 引入做市商制度，解决受益权流通的效率问题。现阶段信托交易机制呈现松散的状态，最多的仍是通过网上平台等方式进行撮合交易。撮合交易具有交易效率低、交易品种受限等局限性。而通过做市商机制能够较好地解决这一问题，但是信托产品交易的做市商机制尚未建立法律层面的制度。建议可以借鉴债券等金融产品的做市商制度，从法律层面健全信托产品的做市商机制。在保护做市商权利的同时，约束并规范其操作行为，促进整个信托受益权转让市场向更规范、更高效的方向发展。

通过做市的方式为市场注入流动性。做市商相对个人投资者而言，对信托产品更为了解，具有更强的风险定价能力，能够起到价格发现的作用。当然在做市商交易方式下，更需要提高报价能力，缩小双边报价的差距，这样才能避免价格的单边漂移，提高活跃市场的流动性。

(3) 发挥信托登记制度的功能。信托受益权的登记制度尚未建立具有法律地位的确权机构、尚未建立法律认可的确权方式。现阶段各个信托公司的信托产品没有统



一的信托受益权登记制度。目前中国信托业协会正在牵头完善信托登记制度的内容。建议建立完善的登记、查询、清算、转受让等信托登记的配套安排，从相关法规明确信托受益权登记优势，做到信托产品及信托财产登记，同时明确其信托受益权登记的法律地位。

(4) 充分利用电子化手段在受益权流通中的作用。国内金融产品电子交易法律制度的不完善影响了交易效率。现阶段信托产品只能通过面签等交易方式，为了进一步提高交易效率，提升交易便捷性，金融产品通过电子交易已渐渐成为市场主流关注方向。建议进一步对网上交易的金融产品在交易规则、交易权利和义务等各方面做更多的规定。同时，为消除信托公司参与二级市场流转可能会流失自身客户资源的担忧，可将客户信息变为代号，由经纪商进行代理和管理，也承担相应的责任。

(5) 其他政策建议。实行标准化评级。从风控要素、流程入手，尽可能将流转产品标准化。为产品提供权威评级，为投资者的产品选择、定价提供依据，从而降低尽职调查成本，提高交易便利性。

建立多层次市场。可以考虑通过多层次市场来对产品进行分层，对投资者进行分层，将投资者、产品与不同市场进行匹配。

3. 小结

建立完善的信托受益权流通机制及交易市场，需要多方面的共同推动。从进一步推动信托受益权流转，建立完善交易市场的角度出发，还需要依托顶层设计。

目前在泛资产管理的背景下，保险资产管理、券商资产管理等资产管理产品都在加快推动二级市场建设。比如保险资产管理产品借鉴了《信托法》和《证券投资基金法》而设计，明确有受益凭证，具备标准化、电子化的特点，在二级市场流转方面具备先天优势。而银行理财直接融资工具也已经推出。中国证监会也在2014年允许券商推行网络开户，无须柜台现场开户，相当于承认了电子化签约。在这种背景下发展信托受益权的流转市场还是有必要的。

信托受益权市场要想发展，基本条件是要建设好“基础设施”，前台具备交易系统，后台具备托管结算系统。比如银行间市场的交易由中国外汇交易中心进行，信用债在上海清算所托管结算，其余则在中债登登记，由上海清算所结算，交易商协会负责产品的注册。系统建设完备，分工细致，这些构成了银行间市场快速壮大的基础条件。“基础设施”的搭建仅仅凭借信托公司自身是难以完成的，其动力不足，必须依托顶层设计。



当然目前中国信托业协会正在推进两方面的基础工作，这有助于信托受益权的流转。一是合同文本的标准化工作，中国信托业协会向人民银行下设的金融标准化技术委员会报送标准方案，将信托合同文本标准化；二是在合同文本标准化的基础上，开展信托产品登记的工作。目前已经启动这个工作，由中债登负责。除此之外，实现电子化签约、牵头推出信托产品评级标准等都还需要从行业的角度协调推动，以顶层设计、整体设计来一揽子地推动信托受益权流转的发展。

未来，信托制度的应用也将更加广泛。随着信托登记制度、评级体系等“基础设施”的建立与完善，依托登记制度而建立的信托受益权流通机制和交易平台也将破土而生。随着信托产品流动性的增强，信托种类中也将出现标准化信托产品。信托公司将进一步发挥支持实体经济、促进利率市场化等作用，信托产品也将进一步丰富投资者的投资品种，满足各类投资者多样化的理财需求。

参考文献

- [1] 中国信托业协会：《信托基础》，北京，中国金融出版社，2013。
- [2] 纪路、陈伟忠：《市场微观结构及其对市场流动性的影响分析》，载《财经问题研究》，2000（9）。
- [3] 申银万国：《非银金融行业：互联网金融产业链与模式分析》，2014-03-07。
- [4] 华泰证券：《互联网金融：站在门口的野蛮人》，2014-03-12。
- [5] 苏宁华：《中国企业债券市场发展研究》，厦门大学博士学位论文，2002。
- [6] 姚玮、兰晓鹏：《探讨做市商制度的信息披露》，载《当代法学论坛》，2010（3）。
- [7] 崔志娟：《柜台市场做市商制度的成本分析：经济学视角诠释》，武汉，武汉大学出版社，2007。
- [8] 李国柱：《信托产品风险与收益的实证研究》，载《金融教学与研究》，2005（5）。
- [9] 马亚明：《信托产品的流通机制创新探析》，载《证券市场导报》，2005（4）。
- [10] 王晓明：《我国信托产品流通机制研究》，华中科技大学硕士学位论文，2006。



[11] 代俊：《我国信托业风险的表征及其测度方法研究》，山东大学硕士学位论文，2010。

[12] 刘争春、易海燕：《关于金融产品流动性及流动性指标的研究》，载《电子科技大学学报（社会科学版）》，2005（1）。

[13] 唐真龙：《对症流动性不足短板 信托产品趋向“基金化”》，载《上海证券报》，2011-09-22。

[14] 田蕊：《流动性冲击与金融稳定研究》，东北财经大学硕士学位论文，2010。

[15] 王苏望：《流动性与资产价格波动》，西南财经大学博士学位论文，2010。

[16] 张江：《关于建立全国性“信托登记平台”的研究》，上海交通大学硕士学位论文，2012。



互联网金融与信托行业发展研究

课题牵头单位： 中铁信托有限责任公司

课题组成员：
陈建超
朱晓林
陈 恪
李 刚



摘 要

2012 年兴起的互联网金融正以星火燎原的态势在整个金融界掀起波澜，互联网金融的兴起正是中国经济、金融走向成熟，互联网技术应用日益广泛的外在体现。

本文以互联网金融的视角研究其对信托行业的影响，清晰地界定了互联网金融等核心概念，搭建了在互联网金融环境下完整的信托行业发展的研究框架，为持续深入研究奠定了坚实的基础。本文采用跨学科综合分析法，将定量分析和定性分析相结合，运用静态、比较静态到动态分析等多种方法研究互联网金融对信托行业发展的影响。通过分析，我们认为信托行业在受到互联网金融冲击的同时，收获更多的是机遇，是营销、风控以及经营管理的全面提升，是在谋求转型下的又一次重大机遇，通过引入互联网金融的优势，实现信托商业模式重构下的成功转型。

当然互联网金融对信托行业发展的促进作用，除了需要相关制度建设及监管政策协调外，仍需要信托公司加强信息系统建设、人才队伍建设。互联网金融对信托商业模式的改变并非一蹴而就，更多的是干中学，从实践中来，以此丰富和完善对实践的指导作用。

关键词：互联网金融 信托 商业模式



目 录

一、绪论	157
(一) 研究目的和意义	157
(二) 研究方法和技术路线图	157
(三) 主要创新和未来展望	157
二、相关概念及理论基础	159
(一) 互联网金融概述	159
1. 互联网金融的概念	159
2. 互联网金融的特征	160
3. 互联网金融与金融互联网	161
(二) 文献综述	162
1. 国外文献综述	162
2. 国内文献综述	163
(三) 基础理论	165
1. 金融中介理论	165
2. 金融监管理论	166
3. 信用创造论	167
三、国外互联网金融的发展及对我国的启示	168
(一) 美国	168
(二) 欧洲	169
(三) 日本	170
(四) 对我国的启示	172
四、我国互联网金融发展的现状及未来趋势	172
(一) 我国目前的法律、政策环境及监管制度	173
(二) 互联网金融下新的金融业态	174
1. 互联网支付 (第三方支付)	174



2. P2P 网络借贷	175
3. 网络小额贷款	176
4. 众筹融资	177
5. 互联网基金销售	177
(三) 传统金融机构“触网”潮	178
1. 商业银行	178
2. 证券公司	179
3. 基金公司	179
4. 保险公司	180
5. 信托公司	180
(四) 未来的发展趋势	181
五、互联网金融下信托行业商业模式的改变	182
(一) 信托行业当前的营销模式	182
(二) 信托行业当前的风控模式	183
(三) 互联网金融给信托行业带来的机遇和挑战	184
(四) 信托行业新商业模式的构建	185
六、新商业模式下信托行业的风控及营销模式	187
(一) 投资者对信托产品的认知情况分析	188
(二) 营销模式	189
(三) 风险管理模式	190
1. 由目前的风险控制向风险管理转化	191
2. 由传统的风险控制向全面风险管理转化	191
3. 由股东偏好基础上的风险管理向可量化限额的风险管理转化	192
4. 风险管理信息系统建设日益重要	193
七、互联网金融下信托行业发展的路径及方法	194
(一) 人才培养	194
1. 人才结构建设	195
2. 人才梯队和培训体系	196
3. 职业及学历教育体系	196
(二) 品牌建设	196



1. 确定品牌发展策略	197
2. 落实产品发展策略	197
3. 加强品牌管理组织的构建	197
(三) 综合金融服务能力	198
1. 应具备的综合能力	198
2. 创新业务体系建设	198
(四) 技术支持	199
八、互联网金融下信托行业发展的政策建议	201
(一) 法律制度的完善	201
(二) 监管政策的支持	202
(三) 加大投资者教育	203
参考文献	203



一、绪论

（一）研究目的和意义

互联网金融是一项新生事物，对其明确的认识目前尚存在一定的争论，但这并不妨碍其野蛮式的快速增长。互联网金融冠以金融的概念，但又不同于传统的金融，互联网金融的兴起又绝非由传统金融机构主导。如何正确认识互联网金融，认识互联网金融对金融机构特别是对信托公司的冲击和影响，认识互联网金融带给信托行业的机遇，以及认识目前信托公司加快转型下的机遇，是我们需要直面的问题。本课题以互联网金融与信托行业发展研究为主题，就是要着手解决以上问题，并通过深入的研究，为信托公司未来转型之路寻找一个方向，对于信托行业目前存在的难题给予一个清晰的解决路径。

（二）研究方法和技术路线图

（1）跨学科综合分析法。信托公司经营领域自身的跨学科，以及互联网金融研究的跨学科，叠加了本课题跨学科分析的难度和深度，需要我们既考虑各自领域的个性，又要探寻两者之间共性的东西，从而站在信托行业的角度研究互联网金融，站在互联网金融的角度研究信托行业，以使最终的结论是其内在逻辑推理的客观展现。

（2）定量分析和定性分析相结合的方式。单纯的定性分析很难看出影响的程度，仅能看出影响的趋势，而单纯的定量分析则容易迷失在具体的细节中，本课题通过定量分析与定性分析相结合的方式，在把握大局的前提下潜心研究细节的影响，使得出的观点既见森林又见树木。

（3）从静态和比较静态研究到动态研究。凡事均要从历史的角度和发展的眼光出发，才能正确认识“你是谁，从哪里来，到哪里去”的哲学命题，孤立的研究只会将研究带入歧途，本课题通过静态以及比较静态，再到动态研究，便于把握内在的发展规律，也便于得出富有逻辑的客观结论。

（三）主要创新和未来展望

（1）分析框架创新。首先，互联网金融作为新生事物，并没有完善的理论，更多的是实践的经验积累，这就需要构建一个比较完善的分析框架对其进行深入分析和研究。其次，作为信托行业而言，其自身的分析逻辑框架也在搭建过程中，而将两者结合的分析框架，将为未来研究提供一个良好的研究体系和环境，进而促进互联网金

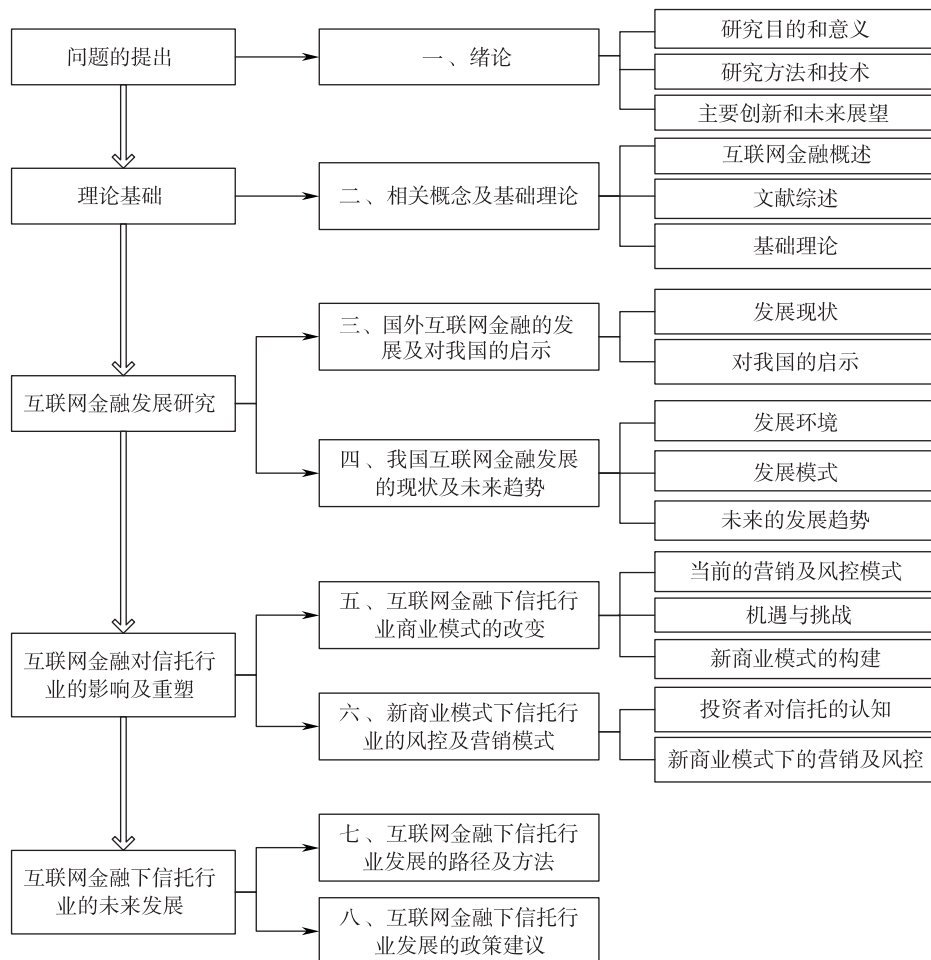


图1 技术路线图

融与信托行业发展研究的深入和实践的提高。

(2) 方法创新。本课题充分运用探寻技术切入金融的本质，利用金融中介理论、金融监管理论以及信用创造论探寻其内在的逻辑；此外，商业模式运营及改变以及技术上的创新等都构成了研究方法上的创新。

(3) 观点上的新颖性。互联网金融对信托行业的影响不仅仅是无关痛痒的些许影响，更多的是对信托营销、风控以及管理的深刻影响，甚至于未来对信托商业模式的改变，如此观点的认识是我们基于现有实际及理论逻辑推理的结果，上述观点被认同仍需要一个较为长期的过程，但无疑这个观点具有很强的创新性。

(4) 主要观点。① 互联网金融扩大了信托公司的营销半径，增强了客户黏性及体验度，有利于实现精准营销；② 互联网金融对信托公司提高风控能力及丰富风控手段具有极大的帮助；③ 互联网金融是促进信托公司提升管理能力的重要抓手；④



互联网金融带给信托公司加快转型的历史性机遇，商业模式的转变是信托公司快速转型的关键所在；⑤ 互联网金融对信托公司商业模式的转变起关键性作用的是业务拓展模式、营销模式和风控模式的颠覆，最终促成了商业模式的成功转化；⑥ 互联网金融对信托公司的影响程度与现有法律、监管、技术、人才有着直接的关系，上述因子是互联网金融发挥作用的基础。

二、相关概念及理论基础

（一）互联网金融概述

1. 互联网金融的概念

目前，关于互联网金融并没有一个统一、获得广泛认可的定义。但随着互联网金融爆发式的发展和日趋成熟，人们对互联网金融概念和特征的认识也越来越深刻。

2012年8月，中国投资有限责任公司副总经理谢平提出，在互联网金融模式下，支付便捷，市场信息不对称程度非常低；资金供需双方在资金期限匹配、风险分担等方面的成本非常低，可以直接交易；银行、券商和交易所等金融中介都不起作用，贷款、股票、债券等的发行和交易以及券款支付直接在网上进行；这个市场充分有效，接近一般均衡定理描述的无金融中介状态。

2014年4月，《中国金融稳定报告（2014）》提出，互联网金融是互联网与金融的结合，是借助互联网和移动通信技术实现资金融通、支付和信息中介功能的新兴金融模式。广义的互联网金融既包括作为非金融机构的互联网企业从事的金融业务，也包括金融机构通过互联网开展的业务。狭义的互联网金融仅指互联网企业开展的、基于互联网技术的金融业务。

随着互联网“开放、平等、协作、分享”的精神渗透到传统金融领域，从本质上讲，互联网金融是指利用大数据、云计算、社交网络和搜索引擎等互联网技术以及移动通信技术等一系列现代信息科学技术实现资金融通的一种新型金融服务模式，具有投资理财、融资、支付、交易中介、清算和结算等功能。互联网金融不是互联网和金融行业的简单结合，而是在实现安全、移动等网络技术水平上，被用户熟悉接受后，自然而然为适应新的需求而产生的新模式及新业务，是传统金融行业与互联网精神相结合的新兴领域。目前，现有的互联网金融模式根据施行主体的不同可分为两大类：一是以传统的金融机构为主体，主要表现为银行、证券、保险等实体金融机构以互联网为媒介开展的线上服务，如网上银行、网上证券、网上保险等；二是以互联网



企业为主体，比如第三方支付、网络借贷等各类互联网在线服务平台直接或间接向客户提供的第三方金融服务。

2. 互联网金融的特征

随着互联网技术的不断发展和成熟，以及互联网普及范围的不断扩大，我国的金融行业已全面进入互联网时代；不仅互联网企业通过数据挖掘、业务创新等大举进入金融行业，银行等传统金融机构也在积极开拓互联网金融新模式。互联网金融与传统金融的区别不仅仅在于金融业务所采用的媒介不同，更重要的在于金融参与者深谙互联网“开放、平等、协作、分享”的精髓，通过互联网、移动互联网等工具，使得传统金融业务具备透明度更强、参与度更高、协作性更好、中间成本更低、操作更便捷等一系列特征。总体来看，互联网金融有如下三个主要特征：

(1) 通过大数据、云计算等互联网技术充分挖掘并利用客户信息。互联网金融主要通过网络生成和传播信息，利用大数据、社交网络、搜索引擎等互联网技术从多个侧面搜集客户的信息，如客户的消费情况、投资理财情况等，并通过信息的拼接对客户形成一个整体性的认识，进而获得该客户其他方面的信息。在传统的金融模式下，客户的信息资源分散而庞杂，数据不能得到有效的处理和应用；而在互联网金融模式下，云计算可以保障海量信息的高速处理能力，实现数据的标准化和结构化，形成连续、动态变化的信息序列，从而有针对性地满足用户在信息挖掘和信用风险管理上的需求。

(2) 金融服务高效、便捷、低成本。一方面，互联网金融借助互联网平台带来全新的服务模式，为客户提供方便、快捷、高效的金融服务，极大地提升了现有金融体系的效率。如阿里小贷与传统银行贷款相比，简化了申请贷款流程，从申请到贷前审查、审核、发放和还款全程网络化、无纸化，整个过程最短只需要3分钟；第三方支付的快捷支付业务使消费和信贷行为的支付更加方便、省时。另一方面，互联网金融以点对点直接交易为基础进行金融资源配置，利用大数据和信息技术，将资金和金融产品的供需信息在互联网上发布并匹配，供需双方可以直接联系和达成交易，交易环境更加透明，交易成本显著降低，金融服务的边界进一步拓展。

(3) 去（传统）中介化。谢平认为，从融资模式角度看，互联网金融模式本质上是一种直接融资模式。在互联网金融模式下，资金和金融产品的供需信息在互联网上发布，供需双方能够方便地查询、掌握交易对象的交易记录及其他信息，双方甚至多方在供需匹配成功后即可直接交易，在没有金融中介参与的情况下便可高效地解决



资金融通问题。同时，通过互联网实现以第三方支付为基础的资金转移，客户直接面对的将只是第三方支付机构，传统的银行账户、基金账户全部后台化，切断了银行等传统金融机构与客户之间原来的直接联系，而第三方支付机构的作用将日益突出。这种去（传统）中介化的迹象，侵蚀了原有的金融版图，瓜分了原有金融机构的市场份额，正成为市场争议的焦点。

对互联网金融定义及特征的认识缺乏统一性，并不影响互联网金融的快速发展和延伸。对互联网金融内涵及外延的深刻认识，需要我们不断地从实践中总结提炼，再回到实践中检验和修正，并最终将其提炼为具备丰富特质的理论，从而为互联网金融的持续发展奠定坚实的基础。

3. 互联网金融与金融互联网

互联网自出现以来，逐渐与原有的产业融合，并对许多产业产生了不同的影响；而金融行业是一个与信息服务高度相关的行业，因而对互联网的敏感度和依赖性都较高，金融行业原有的某些类型的业务基本上依赖网络开展，业务模式逐渐互联网化。与金融行业的发展历史相比，互联网几乎是一个全新的领域，互联网金融应该起源于金融行业对互联网工具的应用。自 2011 年以来，互联网金融呈现加速发展的态势，创业者、互联网企业以及非金融机构开始涌入互联网金融领域，互联网金融的类型日益丰富，互联网对金融行业的冲击和重塑作用日益显现。

与互联网金融相对应的就是金融互联网，对于这两个概念或者说模式之间的差异，马云曾经做过区分和比较，他认为：未来的金融有两大机会，第一个是金融互联网，金融行业走向互联网，第二个是互联网金融，纯粹的外行领导，其实很多行业的创新都是外行引进来才引发的。这就把互联网金融和金融互联网对立起来了，使得人们普遍认为互联网企业改造传统金融的行为才是互联网金融，传统金融行业借助互联网实现自我改造则不能称为互联网金融，只能是金融互联网。

从目前全国各界人士对互联网金融的定义来看，有些强调互联网金融呈现出中介化和新型金融业态的特征；有些认为互联网只是工具，更多是为金融的发展提供支持；有些则关注互联网精神在金融中的应用。姚文平先生认为：准确定义互联网金融是一件比较困难的事情，而互联网金融和金融互联网其实是动态的、阶段性的概念，需要历史地去看待和评价。事实上是否具备互联网精神、能否以客户需求为导向并注重客户体验等要素是互联网金融与金融互联网的本质区别；在互联网金融方面，阿里金融是目前最接近理想化互联网金融模式的一个样本。姚文平先生在《互联网金



融——即将到来的新金融时代》一书中对互联网金融和金融互联网之间的差异从发展理念与思维方式、管理方式、组织架构等 15 个方面进行了分析，见表 1。

表 1 互联网金融与金融互联网的比较

比较项	互联网金融	金融互联网
发展理念与思维方式	互联网理念、思维方式：全面的互联网化，更为开放、平等、分享和包容，更加强调分工与协作	传统理念、思维方式：将金融产品或服务搬上互联网，是单一的、局部的互联网化
管理方式	现代管理方式：遵循社区制，崇尚自由，引导理想，注重中长期利益，关注客户满意度等非财务指标	传统管理方式：遵循层级制，强调管理和控制，偏重督促，注重短期利益，关注财务指标
组织架构	非标准化、相对独立、多变	标准化、附属、分支，相对稳定
导向与出发点	客户（消费者）需求导向	自我、盈利导向
客户群体	开放、年轻的客户	稳健、保守的客户
客户体验	好：便捷、快速、互动	差：烦琐、缓慢、单向
标准化	并存，追求未来的变革，未来中小客户可得到个性化、定制化服务	低端：标准化、规模化 高端：非标准化
交易金额与频率	金额小、频率高	金额大、频率低
价格策略	免费、低价	相对高价
信息	对称、透明	不对称、不透明
去中介化	去中介化，但不会完全取代金融中介	中介化
新技术运用	快，更重视大数据、云计算等新技术的运用，并成为一种核心的营销手段	慢，更关注新技术的成熟度、风险情况、是否符合监管等
安全性	相对弱（隐私等）	相对强
模式稳定性	相对弱，更具可塑性、延展性	相对强，创新面临挑战
监管体系	相对薄弱，亟待完善	相对成熟（原有的框架）

未来，随着业务的发展，互联网金融绕不过金融的本质，也必然会与金融互联网融合，将很难从互联网金融中清晰地区分出来哪些属于互联网、哪些属于金融，二者不可分割。本文把互联网金融的实质定位于依托互联网技术或思想所进行的金融创新工作，而不是基于某个或某类主体的金融。这意味着我们不仅把电子商务企业、互联网企业主导的网络小额贷款、众筹融资等归入互联网金融，也会把银行等传统金融机构主导的产业链金融、小区金融等归入互联网金融，因为它们同样体现出了互联网精神和思维。

（二）文献综述

1. 国外文献综述

总体来看，大多数国外文献已经不再谈论基础的互联网金融知识，转而对每一种



互联网金融的表现形式、产品交易过程以及监管措施进行经济学、法学等方面的探讨。因此与国内研究现状相比较而言,国外的研究更贴近实践现状,更加具有针对性和操作性。

国外的研究主要集中在网络融资模式以及第三方支付模式这两种互联网金融的表现形式上。对网络融资模式的研究主要从网络借贷的影响因素、网络借贷的积极作用、网络借贷的消极作用三个方面展开;在对第三方支付模式的研究方面,国外学者多是围绕第三方支付企业和电子商务展开研究,主要集中在管理模式、发展前景以及与政府的互动方面。

在网络融资模式研究方面,Herzenstein、Andrews、Dholakia (2010) 研究借款人借款成功的影响因素,并进行一系列实证分析,得出了与预期不同的结果,即性别、职位等个人资料的特征对借贷成功率影响很小,可以忽略;Freedman (2008) 对网络借贷的社会性和沟通方面进行研究,发现网络发展达到社会化之后,网络融资的成本和利息会比银行贷款的成本和利息更低,是一种直接融资的方式。James 和 Houston (2006) 研究指出,P2P 方式的借贷,会极大有利于中小组织的融资,使交易更透明,借款人可以用相对低的利率获得资金。而 Stiglitz (1981) 认为信息决定信贷市场成败,信息的不对称性造成了危机的发生,一方面作为借贷子市场,P2P 市场存在逆向选择和道德风险,另一方面 P2P 网络融资会使个人隐私暴露在公众面前,不利于保护借款者隐私,这对信息保护机制产生了非常大的挑战。

在第三方支付模式研究方面,Solomon Antony (2006) 通过一系列模型验证影响网络支付提供商中介服务的影响因素,其研究表明,商家是否使用担保服务,主要基于中介机构的风控情况,商家合作伙伴的信誉对中介机构有一个无风险利率的不利影响,商家的欺诈率对中介机构的风控有积极影响。Ziqi Liao (2005) 分析消费者对互联网网购的态度,他通过回归分析研究表明,产品种类、交易安全、价格、供应商质量、教育和互联网的使用显著影响人们使用第三方支付进行网上购物的愿望。

2. 国内文献综述

由于近两年互联网金融成为了社会热点和研究热点,因此国内关于互联网金融的研究层出不穷。综合来看,目前国内关于互联网金融的研究主要集中在两个方面。第一个方面,从经济学和金融学视角探求互联网金融的内涵及其对传统金融的冲击。大多数文献力图从经济学和金融学的视角探求互联网金融出现的必然性、互联网金融目前的效率以及其对传统金融机构的冲击,但是这些文献往往避而不谈互联网金融所存



在的风险以及互联网金融和传统金融的不同之处。第二个方面，从运行模式、金融监管及发展前景等角度探讨新兴的各种互联网金融模式，但研究成果较为分散。由于互联网金融的概念几乎完全是由商业实践得来，且互联网金融的内容丰富，因而尚缺乏对该课题的系统性研究。

(1) 互联网金融内涵及与传统金融机构的关系研究。互联网金融这一概念由谢平（2012）给予比较清晰的界定。他认为，“互联网金融模式”是“一个既不同于商业银行间接融资，也不同于资本市场直接融资的第三种直接融资”的金融机制。在这种直接融资的金融机制中，银行、券商等传统中介的作用被进一步弱化，因为互联网信息技术的支撑使信息不对称程度降低，资金的期限匹配和风险分担成本也很低。

在互联网金融带给传统金融机构的威胁方面，向松祚（2013）在文章中提出现代社会已经实现了现实生活和虚拟社区的完美结合，还实现了现实金融和虚拟货币、虚拟金融之间的转换，而且这种变化已经慢慢地改变了人们的交友、生活和交易方式。另外作者在文章中还提出，在未来这种金融创新被逐步推进的大趋势下，支付宝等类似第三方支付系统获取金融牌照是指日可待的。在金融牌照被放开的互联网时代，传统的银行业将面临巨大的挑战，甚至可以说是生死存亡的挑战，可以预见届时银行的市场占有率以及业务优势等将急速下滑，即传统的网点、人员以及规范化产品都将失去其现有的优势。

姜奇平（2012）认为，面对互联网金融庞大的用户数据，将来金融机构的发展趋势，可能从“为谁服务、向谁贷款、给谁存款”变成如何获得用户数据进行加工分析，并通过各种数据增值业务，与用户建立一对一关系，获得数据分享使用权的收入。

博强（2012）通过定量分析和定性分析的讨论提出，对于现有的众多互联网企业而言，银行在金融行业的地位还是不那么容易被动摇的。另外，银行仍然具有其自身所独有的优势，比如在人才储备、政策法规以及客户信任度上，网络小微贷、第三方支付等模式是不可比拟的，这也说明互联网金融模式的发展必须要以自身的积累为基础，不能急于求成。

目前学术界主要是探讨互联网金融给商业银行带来的挑战和冲击，尚没有对我国信托行业发展互联网金融业务的系统性研究。

(2) 互联网金融现存模式研究。对互联网金融现存模式的研究主要集中在第三方支付模式研究、网络融资研究以及在线金融服务研究三个方面。



在第三方支付模式研究方面,目前的研究成果较多,普遍认为第三方支付在推动商业银行业务创新方面的作用不容忽视,并着重探讨其运营模式和监管机制。在网络融资研究方面,学者们分别从经济学、行为学等多个角度研究网络借贷,认为网络借贷模式的产生为广大个人用户和小微企业提供了融资渠道,其中对P2P借贷及阿里小贷的研究较为深入,多为市场运行规律、平台运行机制和参与者行为的研究。随着余额宝的出现,互联网金融发展进入了新的阶段,实现了大众理财需求和互联网信息技术发展的有效对接,在线金融服务模式也更加成熟。在在线金融服务研究方面目前国内学者的研究主要是对在线金融服务模式和特点以及发展前景的探讨。

从国内外文献来看,国外注重实践中的研究,国内的研究则更多处于初期研究,国外和国内研究均缺乏对互联网金融系统框架的搭建,以及对相关理论和实务的系统性研究,更遑论互联网金融对信托行业的影响。信托行业自身的研究理论框架仍处于不断完善之中,上述研究现状无疑加大了本课题的难度,需要我们加大创新的力度。

(三) 基础理论

1. 金融中介理论

金融中介存在的基础等问题一直是金融学领域关注的问题,近年来在理论和实证方面的大量研究证明了金融、金融中介和经济增长之间密切的联系。在市场经济中,储蓄—投资转化过程是围绕金融中介来展开的,这使金融中介成了经济增长的中心,金融中介是从消费者(储蓄者)手中获得资金并将它借给需要资金进行投资的企业。因此,从根本上来说,金融中介是储蓄—投资转化过程中的基础性制度安排。

金融中介发展到现在已突破了交易成本、信息不对称的范式约束,开始强调风险管理、参与成本和价值增加的影响,这使金融中介理论从消极观点(中介把储蓄转化为投资)向积极观点转变(在转换资产的过程中,中介为最终储蓄者和投资者提供了增加值),对金融中介提供的各种不同的转换服务进行更细致的识别与分析,更深入地探寻金融中介如何运用资源以博取有用信息、克服交易成本,从而通过改变风险与收益的对比来实现这些转换。风险、不确定性、信息成本和交易费用构成了金融中介演化的客观要求,而制度、法律和技术则构成了金融中介演化的现实条件。

随着互联网的发展,金融行业对互联网的敏感度和依赖性越来越高,而互联网金融能否取代传统的金融中介,也是被重点关注的问题之一。在互联网金融时代,资金和金融产品的供需信息在互联网上发布,资金供给者可以绕过银行直接寻找资金需求者,但这仍然要通过某种平台或中介。随着互联网技术的进步,金融中介的形式可能



会发生变化，在去（传统）中介化的同时，会产生新的金融中介及新的市场运作方式，这也对金融中介理论提出了新的挑战。

2. 金融监管理论

金融监管有狭义和广义之分。狭义的金融监管是指中央银行或其他金融监管当局依据国家法律法规的授权对整个金融行业（包括金融机构以及金融机构在金融市场上所有的业务活动）实施的监督管理；广义的金融监管在上述含义之外，还包括金融机构的内部控制和稽核、同业自律性组织的监管、社会中介组织的监管等内容。

金融监管是伴随着近代银行的产生而开始的。早期的金融监管主要是对商业银行发行银行券和保证支付方面的监管，主要包括确定银行券的发行资格和发行准备，建立存款准备金制度等；随着各国经济和金融的发展，尤其是在实行不兑现的信用货币制度后，金融的作用和风险日益突出，金融监管的职能也逐步强化，其内容和范围大大扩展。目前，除了国内银行业和非银行业金融机构外，金融监管的对象也在逐步扩大，如私募股权投资公司等；金融监管的内容包括对金融机构设立的监管、对金融机构业务的监管、对金融市场的监管、对外汇和外债的监管等。

金融监管的理论基础是金融市场的不完全性，金融市场的失误导致政府有必要对金融机构和金融市场进行外部监管；但对金融市场失误是采取政府干预还是自由放任，历来是各经济学争论的焦点。关于金融监管，目前主要有三种理论。一是社会利益论，其根本出发点是维护公共利益，该理论指出，金融行业的自由竞争可能导致自然垄断和社会福利损失，同时单家银行增大杠杆比率会导致负外部性。二是金融风险论，该理论认为，金融机构经营对象的特殊性及内在风险容易导致危机，且危机具有连带性，故为了控制金融机构的经营风险，避免发生国内外金融风险的“多米诺骨牌效应”，需要国家对金融行业实施严格的金融监管。三是保护债权人论，该理论指出，由于银行、证券公司、保险公司等金融机构比债权人拥有更加充分的信息，它们就可能利用这个有利条件，将金融风险或损失转嫁给债权人，为了防止债权人利益受损，国家需要通过金融监管约束金融机构的行为，保护债权人利益。

各国在经历了全球性金融危机后纷纷强化金融监管，通过变革寻求出路。美国大力进行金融改革，通过整合与优化监管体制、强化金融消费者保护、实施全面监管等措施力图摆脱危机。这些措施体现了美国当局金融监管理念的变化，也显示了后危机时代金融监管的基本发展趋势。我国也在反思和检讨传统监管理念并对其进行更新和重塑，在金融监管体制上强化协调与配合，在金融监管方法上侧重金融活动和金融监



管的实际效果，在监管范围上实现全领域、全过程和全参与者的覆盖，以实现金融安全和市场稳定。

目前，传统金融监管主要针对金融机构和金融产品，而互联网金融行为似乎不以传统的金融机构和传统意义的金融产品为载体，更多的是利用计算机技术形成行为数据，将金融和非金融行为混合到一起，完成各自的经济活动，这给金融监管带来了很多挑战。

3. 信用创造论

信用创造论认为，信用创造资本，信用就是货币。该理论继承和发展了古典学派关于商业银行信用媒介论的观点，认为银行的功能在于为社会创造信用，银行能够通过存款进行贷款，且能用贷款的方式创造存款，银行通过信用的创造能够为社会创造新的资本，银行的本质在于创造信用。

作为近代信用创造论的继承者和代表人物，马克鲁德在他的《信用的理论》一书中写道：“银行及银行业者的本质是信用的创造和发行，所以银行绝不是借贷货币的店铺，而是信用的制造厂”。信用创造资本，信用就是货币，银行具有无限创造信用的能力。到了20世纪20年代，信用创造论的代表人物提出了独特的观点，德国金融理论学者阿伯特·韩在1920年出版的《银行信用之国民经济理论》中指出，信用就是货币，从生产和分配的领域论述了信用形成资本。

金融机构的产品或服务创新其实质是一种信用创造，而互联网金融的发展和创新也在挑战原有的信用体系。众安保险第一大股东、阿里巴巴创始人马云在众安保险开业仪式上表示，通过众安保险涉水互联网金融，意在营造一套互联网金融范围内的信用体系。马云表示，中国今天不缺金融，而是缺少消费者、年轻人、小企业的信用体系，所以其布局不在于拿到多少钱，而是建立一种信用体系，即通过对互联网上大量行为数据的掌控，实现对金融信用的掌控，让有信用的人富起来。高瓴天成投资咨询有限公司董事总经理洪靖表示，目前的互联网金融创新多为“渠道创新”，下一步互联网金融的创新，要能触及银行创造的最核心的价值——信用管理，也就是风险的定价。以往的传统方式用线下的数据和渠道来完成这个过程，但互联网和移动工具的发展，有可能会使整个数据获取方式、风险判断方法和风险管理的方法都发生本质的变革。比如，一些信用卡用户，没有城市户口，信用的线下管理遇到问题，但这些人的行为已经完全互联网化、完全移动化，可以利用其在互联网上留下的轨迹来分析其信用等。



互联网金融发展的基础在于监管层对该项新兴模式的认识，这关乎到对金融中介和信用创造本质的理解，以及支付结算等金融功能的赋予。因此，互联网金融未来的发展需要搭建坚实的理论基础，并需要加强对传统相关理论的发展和创新，一方面要着力于现有互联网金融模式的规范发展，另一方面要提前谋划，进行顶层设计，架构适应于互联网金融发展的良好环境，进一步促进互联网金融的可持续发展，引导社会各界合理参与，从而共同促进中国经济的转型，构建多层次的金融市场。

三、国外互联网金融的发展及对我国的启示

（一）美国

毫无疑问，美国是全球互联网金融出现最早、发展水平最高的国家。20 世纪 90 年代中期，互联网在美国高速发展，同时渗透到了各个领域，当然也进入了金融领域，美国在这个阶段涌现出了大量的互联网金融公司（见表 2）。

表 2 美国互联网金融的发展历程

年份	互联网金融的发展
1992	E - Trade 作为折扣网上经纪商，提供网上交易通道
1995	SFNB（美国安全第一网络银行）获美国联邦银行管理机构批准成立，成为全球第一家网络银行
	Insweb 全球最大的保险电子商务站点成立
1996	嘉信理财正式进入互联网交易，推出“eSchwab”，提供网上交易
1999	美林推出基于 ML Direct 的网上交易，兼有高端业务和低端业务
2001	世界上第一个众筹网站 ArtistShare 成立，主要面向音乐界的艺术家及其粉丝
2005	PayPal 货币市场基金完成了电子支付和基金的创新嫁接，是世界上第一只互联网货币市场基金
2006	美国 Prosper 成立
2007	美国主要借贷平台 Lending Club 成立
2009	众筹网站 Kickstarter 成立，支持每个人发起创新性项目，进而向公众募资，是目前最大、最著名的众筹融资平台

目前，美国的互联网金融已经发展得非常成熟。例如，PayPal 是目前全球最大的网上支付公司，截至 2012 年，PayPal 支持全球 190 个国家和地区的 25 种货币交易，拥有 1.2 亿个活跃注册账号，处理支付业务交易额为 1449.4 亿美元，其中移动支付交易规模达 140.0 亿美元，同比增长 250%；纯网络经纪商 E - Trade 开创了基于互联网交易的模式，通过极低的佣金吸引客户，目前已占有 1/3 的市场份额；P2P 借贷平台 Lending Club 在 2013 年的贷款规模已达到 20 亿美元，其平均违约率只有 4%；2013 年，Kickstarter 共有 300 万用户参与了总计 4.8 亿美元的项目众筹，有超过 80 万



的用户参与了至少两次的项目众筹，有 8.1 万用户支持了超过 10 个项目，最终众筹成功的项目总共有 19911 个。

互联网金融最早在美国出现并取得一定的发展，主要原因可以归结为三个方面。

第一，美国是全球金融业最发达的国家，也是互联网的发源地，互联网发展的基础最好，因此美国自然成为互联网金融的发源地和目前最发达的国家。

第二，美国拥有全球最完善的互联网金融创新支持及配套体系，佣金自由化和金融混业经营的放开，促进了竞争机制的活化和金融创新。1975 年，美国开始佣金自由化，证券经纪业务竞争加剧；20 世纪 90 年代互联网技术大发展使高效、低成本的网络证券经纪服务竞争优势凸显，从而诞生了纯网络经纪商 E-Trade，嘉信理财也由折扣经纪商转型为网络经纪商。自此，美国证券业拉开了证券电子商务发展的序幕，这也是美国互联网金融的开端；此后，银行、保险、理财服务也逐步“互联网化”。同时，美国是一个具有创新精神的国度，创业者对互联网金融这样的新领域充满热情和期待，并且美国的风险投资业十分兴旺，这些都为美国互联网金融的发展提供了良好的支持。

第三，美国金融监管方面的支持力度较大。1999 年美国颁布实施《金融服务现代化法》，消除了银行、证券、保险公司和其他金融服务提供者之间经营业务范围的严格界限，对互联网金融业态和产品创新起到了推波助澜的作用。此外，美国的金融监管十分强调对投资者利益的保护，与此同时以《乔布斯法》为代表的法律体系又非常支持中小企业、成长期公司的融资和发展，这两方面的监管平衡在客观上支持了互联网金融的可持续发展。

（二）欧洲

欧洲互联网金融发展较早、较为典型的主要有三个国家，即英国、德国和法国。

在英国，互联网金融的发展同美国的情况较为相似，起步较早，发展快，在本国融资市场所占份额较高，在 2005 年出现了全球第一家 P2P 网络借贷平台 Zopa。英国对互联网金融监管模式的核心为：行业先行、监管后行，行业自律与政府监管共同作用、相互补充。首先，英国的行业自律性强，行业协会监管在很大程度上代替了政府监管。在 P2P 发展壮大后，英国迅速成立了全球第一个 P2P 行业协会，随后又成立了众筹协会。这些协会制定行业规则，对行业发展起到了很好的引导和规范作用。其次，英国的监管构架也具有很大特色，只设有金融服务管理局（FSA）负责所有的金融监管，简单的监管架构有助于提高监管效率，减少政策下达的滞后性。最后，英国



社会的征信体系齐备。信用是金融发展的核心，互联网金融对信用的要求更高。目前英国征信体系以三家公司为主体架构，完全市场化运作，其数据系统庞大、可靠、专业，互联网金融公司通过较小成本即可购买客户信用信息。

德国互联网金融主要包括网络借贷（P2P）、众筹融资、第三方支付、网络保险公司及网络银行等，目前发展程度不一。20 世纪 80 年代，网络保险公司和网络银行就已在德国出现，而 P2P 则直至 2007 年才开始运营。网络保险公司通常被称为“直接销售保险商”，是纯粹以互联网（或电话、电传）为媒介进行营销的保险公司，无分支机构；网络银行，又被称为“直接银行”，也没有分支机构，是通过互联网（或电话、电传）向消费者提供服务，特别是提供零售金融服务（证券经纪业务、吸收存款、发放抵押贷款、提供消费金融和信用卡等）。在德国，网络保险公司和网络银行均隶属于保险集团和银行集团，并由集团为其提供业务支持和营销网络。

对于法国来说，互联网金融发展很早，并呈现出第三方支付、众筹融资、在线理财、网上交易所、网络小额信贷等多种服务类型，互联网金融正深刻地改变着法国金融服务业的内涵和版图。虽然法国互联网金融在各方面发展较快，但并没有出现像中国这样的大热局面，主要有几个方面的原因，一是法国和中国利率水平差别较大。法国已实现利率市场化，而且市场利率很低，货币基金、理财产品的利率对普通投资者也没有较大差别。二是法国投资者的投资渠道较多，成熟的金融市场为各种投资需求提供了全方位的产品，同时保险业在法国非常发达，约 42% 的家庭购买保险，投资渠道分散。三是法国监管机构对投资者的保护严格，对投资者的教育十分重视，使得投资者的风险意识较强，对高收益、高风险的投资产品普遍比较谨慎。

虽然互联网金融在法国的发展不像美国那么成熟和发达，但作为老牌欧洲大国，法国在互联网金融各个领域的发展仍有自己的特点。法国银行旗舰体验店的出现、网上银行的崛起、社交网络的渗透、在线理财和经纪的壮大实际上都改变了银行和客户的关系，并将改变未来零售银行业的发展形态，随着互联网的发展，银行物理零售网点被颠覆将是大势所趋。法国互联网金融的发展预示了未来大数据时代，企业的创新和发展都将以人为中心、以客户为中心，企业只有通过不断地创新优化客户体验、满足客户需求，才能在日益激烈的竞争中立于不败之地。

（三）日本

日本互联网金融的发展与美国类似，也是金融自由化与网络信息技术发展共同作用的结果；但日本的互联网金融由网络企业主导，且日本在移动互联网金融的发展上



领先于美国，主要表现在由移动网络运营商主导移动支付的发展。以运营商为主导的模式特点是用户的账号注册在运营商的支付平台上，直接与运营商接触，移动运营商需承担部分金融机构的责任和风险，因此运营商开始参与银行业务。

与美国“群雄并起”的模式不同，日本互联网金融的发展壮大依循其惯有的集团化模式，重视集团内部互联网金融产业链的打造，发挥“利益共同体”的业务协同优势，这种模式促进了互联网金融巨头的产生，具有代表性的是 SBI 集团、乐天集团、Monex 证券。其中，乐天株式会社是于 1997 年成立的电子商务企业，它于 2003 年收购了一家证券公司（该证券公司于 2004 年更名为乐天证券），希望收购的证券业务可以与乐天的电子商务业务（www.rakuten.co.jp）相互促进，让规模巨大的电子商务客户群转化为证券业务的消费者，让证券投资通过互联网的方式变得更为方便，目前乐天证券已成为日本第二位的网络券商，主营业务涵盖股票、信托、债券、期货、外汇等。由于乐天电子商务平台的七成交易都是通过信用卡来支付，乐天株式会社 2004 年开始进入信用卡行业，利用其消费记录作为授信依据，发行信用卡“乐天卡”。2009 年乐天株式会社收购了日本第二个诞生的网络银行 eBANK Corporation，并于 2010 年将其更名为乐天银行，目前乐天银行是日本最大的网络银行。乐天株式会社已形成了互联网服务、互联网金融和其他三大业务板块，2012 年金融板块共贡献了 1564 亿日元的营业收入，占株式会社总收入的 30%。

经过多年发展，日本的互联网金融已经成为日本金融体系中不可或缺的一个部分。从日本的经验来看，互联网金融既需要科学的监管，又应给予公平合理的发展空间。例如，日本第一家互联网银行与传统银行有密切联系，也与日本的银行业政策密切相关。2000 年 5 月，日本产业再生委和金融厅发布《异业种加入银行经营及网络专业银行等新型态银行执照的审查指针方案》，明确提出允许其他行业参与银行业的方针。在这种背景下，樱花银行、住友银行（现三井住友银行）与富士通、东京电力等共同出资设立“日本网络银行”，并于当年取得营业执照。经过多年发展，2010 年日本网络银行总资产已达 5199 亿日元。与雅虎网上银行合作后，日本网络银行还把支点名用星座来命名，如“白羊座支店”、“双子座支店”等，契合网络文化。

除日本网络银行、乐天银行、索尼银行等网络银行外，2000 年前后日本的金融改革还促使 SEVEN 银行等异于传统银行业模式的新型银行诞生。1999 年，伊藤洋华堂与“7-11”开始在便利店等设立 ATM，2000 年取得银行业牌照，并于 2001 年正式设立银行，2005 年改名为 SEVEN 银行。2010 年的统计显示，SEVEN 银行只有 6 家



有人店铺，但却吸引了 3685 亿日元的存款。

从日本的经验可知，互联网金融并非洪水猛兽，只要给予合理空间，并进行科学管控，互联网金融就能够健康、快速发展，不但能极大地方便人们的生活，还可以促进整个金融业的发展。

（四）对我国的启示

纵观国外互联网金融的发展，其传统金融体系与互联网技术的融合时间更早、程度更高。一方面，互联网与传统金融的融合日益深化，互联网直营银行、直营保险及在线折扣经纪商等都已经形成了一定的规模；另一方面，脱离于传统金融的新兴互联网金融蓬勃发展，P2P、众筹融资等发展得如火如荼。然而，在国外互联网金融并没有出现像中国这样的“全民讨论”现象，主要在于欧美等国家的金融体系比较完善、成熟，例如利率市场化程度较高，投资者的投资渠道较多，金融监管机构积极引导互联网金融的发展等。

作为新生事物，互联网金融的监管在全世界都面临挑战。国际上普遍认为互联网金融是传统金融业务信息化的产物，重在渠道的升级，而非产品与内涵的创新，因此互联网金融并未改变金融的本质，理应接受监管。同时，由于国外成熟市场对各类金融业务的监管体制较为健全和完善，体系内各种法律法规之间互相配合协调，能大体涵盖互联网金融的新形式，不存在明显的监管空白。在将互联网金融纳入现有监管体系的同时，世界各国也在根据形势发展，不断创新监管理念，延伸和扩充现有监管法规体系。在行政监管的同时，也积极发展各类互联网金融的行业自律监管组织，行业协会通过制定行业标准、推动同业监督，规范引导行业发展。

借鉴国际经验，我国也应当将互联网金融纳入监管，以开放的思维鼓励传统业务的网络化、信息化并促进新型业务的发展，积极推动互联网金融与传统金融的融合和竞争，鼓励金融业的创新发展。互联网金融对促进我国金融改革、提升金融体系效率有积极作用，监管机构应践行鼓励和规范并重的监管理念，引导互联网金融发展的方向。除此之外，还应加快建立健全社会征信体系，实现信用信息有据可循，并要推动建立行业自律机制，强化企业内部控制和信息披露。

四、我国互联网金融发展的现状及未来趋势

互联网金融在我国的发展经历了三个阶段。第一个阶段是 2005 年以前，互联网与金融的结合主要体现为互联网为金融机构提供技术支持，帮助金融机构“把业务搬



到网上”，还没有出现真正意义的互联网金融业态。第二个阶段是2005—2011年，网络借贷开始在我国萌芽，第三方支付机构逐渐成长起来，互联网与金融的结合开始从技术领域深入金融业务领域。这一阶段的标志性事件是2011年中国人民银行开始发放第三方支付牌照，第三方支付机构进入了规范发展的轨道。第三个阶段从2012年开始。2013年被称为“互联网金融元年”，是互联网金融得到迅猛发展的一年。自此，P2P网络借贷平台快速发展，众筹融资平台开始起步，第一家专业网络保险公司获批，一些银行、券商也以互联网为依托，对业务模式进行重组改造，加速建设线上创新型平台，互联网金融的发展进入了新的阶段。

（一）我国目前的法律、政策环境及监管制度

当前，互联网金融的诸多业务在法律法规方面存在大量的空白。法律定位、监管主体、准入机制、业务流程监控、个人及企业的隐私保护措施，以及沉淀资金及其孳息的监管处理方式等还不明确。部分实行债权转让模式的P2P网贷平台以及实行股权制的众筹平台游走在法律的灰色地带，有些甚至已经触碰了非法吸收存款、非法集资的法律底线。为规范互联网金融行业发展，国务院制定了《征信业管理条例》等行政法规，中国人民银行等部门制定了《非金融机构支付服务管理办法》等部门规章，北京、上海、杭州等地出台了一些地方性规章，但这些法律法规从总体上来看，或者位阶较低，或者效力有限，对互联网金融发展的法律约束力还远远不够。

2013年以来，不少有利于互联网金融发展的政策相继出台。2013年6月19日，国务院推出措施，推动民营资本进入金融业，鼓励金融创新；2013年7月5日，金融“国十条”出台，再次强调要扩大民间资本进入金融业，明确了民间资本进入金融业的改革政策；2013年7月19日，中国人民银行进一步推动利率市场化改革，取消金融机构贷款利率七折的下限，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平。党的十八届三中全会提出，发展普惠金融，鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品；2014年政府工作报告提出，促进互联网金融健康发展，完善金融监管协调机制，密切监测跨境资本流动，守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。

地方政府也为互联网金融提供了较好的政策环境。例如，江浙等地在互联网金融企业注册登记环节采取开放态度，允许在企业名称及经营范围中使用“金融信息撮合”等相关字样；深圳出台支持互联网金融创新发展指导意见，着力推动互联网和金融的融合，进一步拓展金融产业链，创新金融产品和服务模式，培育和发展一批行业地位居前及竞争力强的互联网金融企业；上海市政府发布了《关于促进本市互联网金



融产业健康发展的若干意见》，重点落在政策支持、基础设施建设和风险防控方面，同时提出建立上海市互联网金融产业发展联席会议制度。

在互联网金融的监管方面，目前我国并没有一套统一完善的监管制度。对于互联网金融的监管，我国金融监管机构表现出支持发展的态度，“众安在线”的获批、互联网保险营销的许可、余额宝的放行、P2P 涌现并在出现一些风险后没有被叫停等，都体现了金融监管层对互联网金融发展的支持。2014 年以来，中国人民银行、中国银监会等监管机构就互联网金融进行了密集的调研，相关监管细则很可能将于 2014 年末出台。同时，中国人民银行曾召集多家互联网金融企业就正在酝酿中的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》进行研讨座谈，据媒体报道，该指导意见意在明确互联网金融服务实体经济、服从宏观调控和经济稳定、保护消费者权益、实行公平竞争和监管自律等发展原则。

此外，在政府监管之外辅以行业自律、形成合力使互联网金融健康发展也至关重要。在行业自律方面，由广东省社会组织管理局指导的广东互联网金融协会在 2014 年 5 月正式揭牌，这是全国首家由政府批准成立的省级互联网金融业社会组织。由中国人民银行条法司牵头筹建的中国互联网金融协会也在 2014 年 4 月正式获得了国务院批复，正在进行筹备工作，该协会旨在对互联网金融业进行自律管理，协会成员将涵盖银行、证券、支付、互联网、P2P 等多个领域。

（二）互联网金融下新的金融业态

基于互联网和大数据创新，互联网金融正衍生出越来越多的新形态和新模式，不但产生了互联网支付、P2P 借贷、众筹平台等新型金融业态，银行、券商、基金、保险等传统金融机构也纷纷“触网”。

在国内的实践方面，阿里巴巴等互联网巨头成为互联网金融热潮的“领头羊”，阿里巴巴在金融领域全面布局，例如支付宝、阿里小贷、在线保险营销、余额宝等，已经取得了令人瞩目的突破及业绩。目前，国内主要的电子商务公司以及互联网门户网站基本上都已经介入互联网金融领域，由于金融牌照管理以及人才储备等方面的原因，互联网公司目前更多地采取与金融机构合作、联盟的方式来拓展互联网金融业务。

1. 互联网支付（第三方支付）

互联网支付是指通过计算机、手机等设备，依托互联网发起支付指令、转移资金的服务，其实质是新兴支付机构作为中介，利用互联网技术在付款人和收款人之间提



供资金划转服务。典型的互联网支付机构是支付宝。互联网支付主要分为三类：一是客户通过支付机构链接到银行网银，或者在电脑、手机外接的刷卡器上刷卡，划转银行账户资金；资金仍存储在客户自身的银行账户中，第三方支付机构不直接参与资金划转。二是客户在支付机构开立支付账户，将银行账户内的资金划转至支付账户，再向支付机构发出支付指令；支付账户是支付机构为客户开立的内部账务簿记，客户资金实际上存储在支付机构的银行账户中。三是“快捷支付”模式，支付机构为客户开立支付账户，客户、支付机构与开户银行三方签订协议，将银行账户与支付账户进行绑定，客户登录支付账户后可直接管理银行账户内的资金；在该模式中资金存储在客户的银行账户中，但是资金操作指令通过支付机构发出。

为了有效解决电子商务中出现的现金流问题，环迅支付和首信易支付 2 家企业在 21 世纪初成为首批提供第三方电子支付平台的企业；随着 2003 年支付宝的推出和淘宝的快速发展，国内的第三方支付迅速发展。2010 年，中国人民银行出台了《非金融机构支付服务管理办法》及其实施细则，明确了非金融机构提供支付服务，需取得《支付业务许可证》，并接受中国人民银行的监督管理。截至 2013 年 8 月，中国人民银行已经发放了 7 批牌照，250 家企业获得第三方支付牌照。随着我国电子商务市场的持续增长以及经济活动的电子化、网络化，互联网支付业务在国内蓬勃发展；在获得许可的 250 家第三方支付机构中，提供互联网支付服务的有 97 家。2013 年，支付机构共处理互联网支付业务 153.38 亿笔，金额总计达到 9.22 万亿元。互联网支付业务的应用范围也从网上购物、缴费等传统领域，逐步渗透到基金理财、航空旅游、教育、保险、社区服务、医疗卫生等。

随着互联网支付的发展，其金融价值也逐渐凸显。互联网支付平台对同一用户的多个资金来源进行统一管理，全面记录了用户的网络消费数据，并可对用户的信用进行评估，这些数据不仅为支付平台提供证券、理财等增值服务带来了便利，也可使支付平台推出信用支付、小额贷款等信用产品。而在企业层面，围绕核心企业的资金现结、赊销、预付款等支付形式，互联网支付平台可便利地开展供应链金融服务。

2. P2P 网络借贷

P2P 网络借贷指的是个体和个体之间通过互联网平台实现的直接借贷。P2P 网络借贷平台为借贷双方提供信息流通交互、撮合、资信评估、投资咨询、法律手续办理等中介服务，有些平台还提供资金移转和结算、债务催收等服务。典型的 P2P 网贷平台机构是宜信和人人贷。在传统的 P2P 网络借贷模式中，借贷双方直接签订借贷合



同，平台只提供中介服务，不承诺放贷人的资金保障，不实质参与借贷关系。当前，又衍生出“类担保”模式，当借款人逾期未还款时，P2P网络借贷平台或其合作机构垫付全部或部分本金和利息。垫付资金的来源包括P2P网络借贷平台的收入、担保公司收取的担保费，或是从借款金额扣留一部分资金形成的“风险储备金”。此外，还有“类证券”、“类资产管理”等其他模式。

2007年6月，我国的第一家P2P网络借贷平台“拍拍贷”在上海成立；同年10月，宜信P2P网络借贷平台网站正式上线；2011年9月，平安集团成立上海陆家嘴国际金融资产交易市场股份有限公司（以下简称陆金所），注册资金为4.2亿元，改变了国内现有的绝大多数P2P公司的草根背景。与其他P2P网络借贷平台的产品相比，陆金所有两个特点：一是陆金所委托平安集团旗下的担保公司对借款方的信用进行审查与核实，并提供担保；二是陆金所提供债权转让服务。在P2P网络借贷这一新兴的点对点借贷模式中，平安集团旗下的陆金所及担保公司担负着交易撮合人与担保人的角色，通过提供撮合服务和担保服务获取收益，而不再像传统银行一样利用信息不对称和政策壁垒收取息差，体现了其角色和职能的转变。

截至2013年末，全国范围内活跃的P2P网络借贷平台已超过350家，累计交易额超过600亿元。对大多数P2P公司而言，没有征信系统数据，平台的线上数据又不足以作为借款人信用审核的依据，导致计算机技术在审核中的地位被大大降低；而线下审核环节的增加，不仅导致时间和人力成本的增长，也弱化了P2P公司的平台作用。

3. 网络小额贷款

非P2P的网络小额贷款（以下简称网络小贷）是指互联网公司通过其控制的小额贷款公司，向旗下电子商务平台客户提供的小额信用贷款。典型代表是阿里金融旗下的小额贷款公司。网络小贷凭借电子商务平台和网络支付平台积累的交易和现金流数据，评估借款人资信状况，在线审核，提供方便快捷的短期小额贷款。例如，阿里巴巴所属的网络小贷向淘宝卖家及阿里巴巴会员公司提供小额贷款，旨在解决其短期资金周转问题。

阿里小贷最大的特点是“金额小、期限短、随借随还”，其大多数微贷产品以日计息，阿里金融宣称，2012年其客户实际融资成本为6.7%，接近中国人民银行一年期贷款基准利率。阿里小贷的多数信贷操作完全依赖系统，而非人工完成，因此其效率更高、成本更低。阿里金融依托其庞大的客户资源，将自身网络内的客户交易数据



(例如客户评价数据、物流数据等)进行量化处理,同时引入外部数据(例如海关数据、税务数据、电力数据等)加以匹配,形成了一套独特的风控标准。截至2013年末,阿里金融旗下的三家小额贷款公司累计发放贷款1500亿元,累计客户数超过65万家,贷款余额超过125亿元。

4. 众筹融资

众筹融资是指通过网络平台为项目发起人筹集从事某项创业或活动的小额资金,并由项目发起人向投资人提供一定回报的融资模式,典型代表是“天使汇”和“点名时间”。众筹融资平台扮演了投资人和项目发起人之间的中介角色,使创业者从认可其创业或活动计划的资金供给者中直接筹集资金。按照回报方式不同,众筹融资可分为以下两类:一是以投资对象的股权或未来利润作为回报,如“天使汇”;二是以投资对象的产品或服务作为回报,如“点名时间”。众筹融资在我国起步时间较晚,截至2014年6月,约有21家众筹融资平台。其中“天使汇”自创立以来累计有8000个创业项目入驻,通过审核挂牌的企业超过1000家,创业者会员超过20000人,认证投资人达840人,融资总额超过2.5亿元。

目前对于众筹融资平台最大的批评就是它不提供孵化或创业,以及项目指导服务,因而只能依靠项目发起人自己摸索,总体上不利于项目和人才的成长。目前,一些众筹融资平台已经开始朝这个方向努力,而一旦平台兼有融资与孵化的功能,为发起人提供一站式的创业服务,必将对传统的风险投资方式造成较大冲击。而专业风险投资机构要么入驻现有平台,要么自行搭建类似平台,这可能成为未来的趋势。

5. 互联网基金销售

按照网络销售平台的不同,基于互联网的基金销售可以分为两类:一是基于自有网络平台的基金销售,实质是传统基金销售渠道的互联网化,即基金公司等基金销售机构通过互联网平台为投资人提供基金销售服务。二是基于非自有网络平台的基金销售,实质是基金销售机构借助其他互联网机构平台开展的基金销售行为,包括在第三方电子商务平台开设“网店”销售基金、基于第三方支付平台销售基金等多种模式。其中,基金公司基于第三方支付平台的基金销售本质是基金公司通过第三方支付平台的直销行为,客户可以方便地通过网络支付平台购买和赎回基金。

2013年6月17日正式上线的余额宝是支付宝打造的余额增值服务,其实质是将基金公司的直销系统内置到支付宝网站中,用户将资金转入余额宝,实际上是进行货币基金的购买,相应资金均由基金公司进行管理。余额宝操作简便、门槛低、用户体



验好，为用户提供了一条便捷的理财渠道，启动了平民理财市场。互联网基金销售在我国的发展十分迅速，以“余额宝”和“理财通”为例，截至2014年1月15日，“余额宝”规模突破2500亿元，用户数超过4900万；“理财通”2014年1月22日正式登陆微信平台，不到10天规模已突破100亿元。

（三）传统金融机构“触网”潮

1. 商业银行

我国的网上银行起步较晚，中国银行于1996年建立了自己的网站，开始通过互联网提供金融服务。1999年，招商银行推出“一网通”，并以此为基础逐步构建了包括自助银行、电话银行、手机银行等在内的网络服务体系，在全国范围内提供网上银行服务。网上银行可突破实物媒介的空间和时间局限性，为用户提供全方位、全天候、便捷、实时的金融服务，可视为传统金融机构试水互联网金融、提供创新型金融服务的先声。

2012年以来，商业银行在原先广泛运用互联网技术的基础上，不断探索互联网金融发展的新模式。2012年6月，建设银行以专业化金融服务为依托的“善融商务”正式上线，被认为是银行业首个电子商务金融服务平台；2012年7月，交通银行与阿里巴巴共同宣布推出“交通银行淘宝旗舰店”，这是国内银行业首度与淘宝网合作，淘宝网用户可以直接购买交通银行提供的各类产品和服务；2013年9月，交通银行宣布推出两种业界领先的金融创新产品——太平洋可视卡和第二代手机银行，这两种产品均体现了信息技术以及移动互联网在金融领域的最新运用成果；2013年，民生银行开始实施“小区金融”战略，以小区智能超市为核心，打造便民金融服务圈，同时利用微信和手机短信等渠道，以及理财POS（销售终端）、移动作业PAD（平板电脑）以及VTM（视频柜员机）等设备，为小区居民提供全面的家庭金融服务。

2013年7月，交通银行董事长牛锡明对话新浪财经时，畅谈了他眼中的互联网金融和未来银行业的发展方向。牛锡明认为，未来的银行发展模式包括零距离银行、智慧银行和全功能银行。根据他的设想，传统商业银行转型互联网金融，在实现路径方面主要分三步走：第一步是依托互联网建立支付中介平台，开展与其他资质良好的金融机构、通信运营商、第三方支付公司、企业等的广泛合作，通过丰富平台服务内容，向用户提供一站式的支付服务；第二步是建立信用中介平台，为资产管理业务服务，金融产品将以电子渠道为主要的销售渠道；第三步是建立信贷中介平台，从小额



信贷做起，推进实现小微企业和个人通过信用积累获得资金支持的渠道，为其提供互联网金融服务。通过整合挖掘企业和个人的数据及信用记录，实现对资金流、信息流、物流“三流合一”的综合管控，降低风险并提高互联网形式下的融资服务能力。牛锡明的表态和对话显示出商业银行等金融机构直面来自互联网金融挑战的信心。

2. 证券公司

证券公司是国内最先开展互联网金融业务并形成一定规模的金融机构。1998年，国内网上证券交易起步，2000年，中国证监会颁布《网上证券委托暂行管理办法》（已失效），投资者使用证券公司提供的交易软件，通过互联网即可非常方便、快捷、安全地进行证券交易。现在，互联网已经成为客户交易证券、获取信息的主要方式。目前证券公司的产品主要以数据交换的形式存在于后台数据库中，其业务属性使其天生具有便于电子化、虚拟化和远程化的特征，这与互联网的基因完全匹配。

目前互联网已成为证券公司的新型营销和服务渠道。国金证券与腾讯合作的佣金宝是证券公司借助互联网平台升级发展的典范，是证券业首个“1+1+1”互联网证券服务产品，通过个人电脑终端及手机终端为投资者提供7×24小时网上开户服务。德邦证券于2013年在淘宝网开设了“财富玖功品牌店”，建立了微信公众平台，尝试与互联网金融相关的资产证券化业务，目前正在规划在线投资平台。国泰君安证券接入了中国人民银行的支付系统，开通了证券账户消费支付功能，并设立了专门的网络金融部。除国泰君安证券外，海通证券、光大证券、安信证券、华创证券等也纷纷开通了证券账户消费支付功能，一些证券公司先后自建或合作开设了网上商城。法律法规对证券非现场开户以及网上开户的放开，必将促进证券公司在互联网金融领域的大发展。

3. 基金公司

就基金业而言，货币市场基金与互联网公司的创新合作成为了互联网金融快速发展的里程碑，其中最具影响力的便是天弘基金与阿里巴巴合作的余额宝。余额宝对接天弘增利宝货币市场基金，目前该款基金产品已经成为国内客户数最多和保有规模最大的基金；截至2014年2月末，余额宝的规模已超过5000亿元，用户数超过8000万户。对于天弘基金而言，余额宝的推出可谓是“名利双收”，公司的品牌知名度、管理基金的规模、客户数量、公司的管理费收入以及人员素质等都上了一个新台阶。

基于余额宝带来的“鲑鱼效应”，华夏基金等基金管理公司纷纷开始谋求在互联网金融领域的新突破。华夏基金与腾讯公司合作的“理财通”于2014年1月15日上



线，首批接入了华夏基金的财富宝货币市场基金，也呈现出了爆发式增长趋势。华夏财富宝货币市场基金成立于2013年10月，截至2013年末，规模仅为10.65亿元；在基金接入微信理财通后，仅仅13个自然日，规模就突破了100亿元。

4. 保险公司

在保险公司拓展互联网金融方面，平安保险无疑是领先者：2000年8月，着手打造PA18网络销售平台；2012年9月，投资4亿元创办了陆金所；2013年4月，与支付宝合作，为快捷支付用户提供保险服务；携手阿里巴巴、腾讯等成立国内首家互联网保险公司——“众安在线”。“众安在线”突破了国内保险业现有营销模式，根据“众安在线”的内部规划，除注册地在上海外，该公司将不设任何分支机构，完全通过互联网进行销售和理赔；而在产品研发上，也将避开传统车险业务，而专攻责任险、保证险这两大非车险专业险种。

除平安保险外，其他保险公司也在积极进入互联网金融领域，积极寻求未来的发展机会。早在2002年，中国人保的电子商务平台（e-PICC）就已经正式上线，用户不仅可以通过e-PICC投保中国人保的车险、家财险、货运险等保险产品，还可以享受保单验真、保费试算、理赔状态查询、咨询投诉报案、风险评估、保单批改、保险箱等一系列实时服务。2012年7月，太平电子商务有限公司在深圳正式开业。该公司将把中国太平洋保险集团及其所属的四家子公司的网站整合为统一的中国太平官网，创造舒适便捷的投保体验。2013年6月1日，新华保险发布公告称，该公司董事会同意设立全资子公司——新华电子商务有限公司，注册资本为1亿元，注册地暂定为北京。

5. 信托公司

相对于其他金融机构的频频“触网”，信托行业对互联网金融的反应则要冷淡得多。目前仅有少数几家信托公司开通了网上交易系统，但该系统目前仅限于加强投资者和信托公司之间的联系，为投资者提供更便捷、更贴心的服务，系统本身尚不具备融资及销售的功能。同时，已有数家信托公司开通了微信公众号，其中外贸信托于2013年8月率先推出其微信订阅号“五行财富”，推送内容主要是热销产品和“财富私塾”两块。其中，热销产品下只提供产品信息链接，并不提供微信交易；“财富私塾”则主打理财研究和活动推介。

信托公司之所以没有贸然进入互联网金融领域，一方面在于信托产品的高端地位，存在着如何保障资金安全等诸多问题，目前很难得到投资者的认可，另一方面在



于监管政策尚未放开，例如，信托产品不得公开宣传推介、信托合同必须面签等。

（四）未来的发展趋势

目前，互联网金融的发展趋势已很明显，相关创新活动层出不穷，各类机构纷纷介入，除银行、证券、保险、基金等之外，电子商务公司、IT 企业、移动运营商等也非常活跃，演化出丰富的商业模式，模糊了金融业与非金融业的界限。一方面，金融互联网化是一个必然趋势；另一方面，互联网金融的发展远不仅是金融互联网化，互联网金融呈现新兴的发展态势。

第一，支付领域的创新为互联网金融的发展注入了创新基因，推动了互联网金融的迅猛发展。随着移动通信设备的渗透率超过传统金融机构的网点和自助设备，以及移动通信、互联网和金融的结合，移动支付正在代替传统支付业务，并成为网络金融的主力军，银行卡或将退出历史舞台。

第二，数据是金融机构的核心资产，而大数据改变了传统数据及其分析方法，解决了互联网金融发展中的信息处理问题，对金融领域产生了重要甚至革命性的影响。目前，大数据在网络小贷中的应用发展较为成熟，如阿里小贷已发展成为基于大数据的网络贷款的典型案例。大数据为互联网金融体系建设提供了基础与保障，未来大数据技术将在互联网贷款、保险精算、证券投资等方面发挥极大作用。

第三，P2P 网络借贷和众筹融资是我国互联网金融发展中的新兴力量，但发展尚未成熟。P2P 网络借贷借助现代信息技术降低了信息不对称和交易成本，部分替代了传统的存贷款业务，但还需解决风险、自律、监管等问题。众筹融资使得小企业通过众筹的方式获得股权资本，使得众筹融资替代部分传统证券业务成为可能，但尚需解决激励机制、风险及市场设计等问题。

第四，金融“脱媒”态势及去中介化趋势更加明显。一方面，随着互联网技术及直接融资的发展，资金的供需将绕开商业银行这个传统的媒介体系，资金融通将去中介化；另一方面，互联网金融具有较强的开放精神，参与主体多元化，传统的垄断格局将被打破，用户将更倾向于通过互联网来选择丰富多样的金融产品。

互联网金融是金融业与互联网技术相互融合的产物，极具创新活力和增长潜力，互联网金融之所以能够发展得如火如荼，除了互联网技术的快速发展外，更在于用户的金融需求并没有在传统的金融体系中得到满足。从互联网金融的主要参与方来看，一方面，传统的互联网企业不仅将继续深化与金融机构的多元化合作，而且将依托其互联网技术和线上线下资源优势，积极发起或参与设立金融机构，获取金融牌照；另



一方面，传统的金融机构也将加大对互联网金融的投入，利用云计算、移动互联网、大数据等技术手段，改变传统金融的运营模式，并依法发起设立网络银行、网络保险、网络证券等依托互联网为运营载体和销售渠道的创新型网络金融机构。未来，互联网企业及金融机构提供的服务将更贴近用户需求，用户获取金融服务也将更为快速、便捷。

五、互联网金融下信托行业商业模式的改变

（一）信托行业当前的营销模式

中国银监会《信托公司集合资金信托计划管理办法》对信托产品的合格投资者进行了严格的限制，使得信托公司面临的客户只能是高端客户群，对信托公司的营销能力提出了很高的要求。该管理办法还规定信托公司推介信托计划时不得进行公开营销宣传，要求信托公司通过私募形式募集资金。同时，受制于法律法规关于信托公司分支机构设置的限制，信托公司的产品销售能力在一定程度上存在滞后，因而需要在产品销售渠道上寻找突破。随着信托行业的迅速发展，我国信托公司逐渐形成了人员直销、银行代销、第三方理财机构代销等多种销售渠道。

直销是所有信托公司都非常倚重的销售渠道，直销体系的建设非常容易形成信托公司自身的募资能力，有利于摆脱信托产品销售渠道受制于人的局面；但同时，信托公司直销体系的建立成本较高，如果信托产品的供应不能够满足销售的需求，将会陡增销售成本，难以支持直销队伍的长期发展。

银行代销是目前信托产品最主要的销售渠道，但是各商业银行对于合作的信托公司一般要求比较严格，代销信托产品的决策周期也比较长；同时，银行往往对其代销的信托理财产品收取较高的手续费，大大提高了信托募集资金的成本。目前，我国大部分信托公司对银行代销渠道十分依赖，甚至许多信托公司完全依赖银行的销售渠道。

第三方理财机构代销也是信托产品主要的销售渠道之一，不少第三方理财机构已经积累了雄厚的客户资源，具有很强的发行能力；但是，第三方理财机构由于不属于金融机构，缺乏相应的监管，整个市场略显混乱，如果合作不当很可能会损害信托公司的声誉。

进入2014年，监管机构严厉禁止第三方理财机构代理销售信托产品，这将对信托公司的产品营销产生较大的影响，主要体现在自身销售能力建设不足的信托公司身



上。但随着信托行业的进一步发展以及我国金融理财市场的竞争越来越激烈，信托公司日益关注自身产品销售能力和客户服务体系的建设，加强信托产品直销能力建设、发展信托公司财富管理业务逐步成为信托行业的共识。

直销体系的建设将是未来信托公司竞争的关键点；通过加强自身客户资源的储备，提升客户服务水平，为客户提供高端的财富管理服务，从而真正提高信托公司在财富管理市场的竞争能力。然而，信托公司客户服务水平和管理手段的提升，必须具有相应的信息系统作为支撑，与银行、保险、证券等金融机构相比，信托公司的客户管理系统建设十分落后，对客户数据的分析能力和管理能力较差，严重制约了信托公司产品营销工作的开展。

（二）信托行业当前的风控模式

信托行业的风险可分为外部风险及内生风险。外部风险为与其他金融机构一样都具有的风险以及由于制度建设所造成的风险；内生风险则是由于信托公司及信托人员自身所导致的风险，是信托公司自身所特有的。信托行业的外部风险包括宏观经济下行风险、政策性风险、制度不完善所引致的风险、融资企业的违约风险和竞争风险等；外部风险是客观存在的，是信托行业面临的主要风险，需要信托公司良好地把控风险，切实履行受托人职责，尽职履责，实现受益人利益最大化。信托公司的内生风险包括非标准化产品尽职履责不到位导致的风险、运营管理所导致的风险、流动性风险等；内生风险既有来源于人为的因素，也有来源于市场竞争下自身选择的因素、产品设计的因素，内生风险可以通过行业自身的建设加以克服和解决。

信托公司经营领域横跨货币市场、资本市场以及实业市场的特性决定了信托公司在风险管控的方式以及方法上呈现出与其他金融机构不同的特色，体现了信托公司风险管控对信托产品非标准化特性的适应性。在现有的公司治理、内部控制及业务治理机制下，信托公司的风险管理体系包括四道防线。

第一道防线主要由业务部门搭建，承担一线风险管理职责。业务主办部门按照公司风险管理制度与业务操作流程开展信托业务、固有业务和中间业务，在尽职调查、产品设计、资金募集、贷后投后管理、信息披露、终止清算等整个业务过程中对信用风险、市场风险、操作风险、法律政策风险等主要业务风险进行管理。

第二道防线由风险管理部、合规管理部、信托财务部等中后台部门搭建。中后台部门通过业务方案审核、过程监测、账务管理、证照及档案管理等方式，负责对其工作范围内的各项风险进行管理，同时对业务主办部门负责管理的风险管理事项进行平



行监控，监督各项风险管理措施的落实。

第三道防线由稽核审计部搭建。稽核审计部负责对公司业务运行过程与结果进行独立的审计检查与监督，对公司风险管理运行过程和结果进行监督与评价，并向公司高管层及负责审计和风险管理的专业委员会汇报。

第四道防线由董事会和监事会搭建。董事会通过与高管层的互动、沟通，及时掌握及把控重要业务发展事项，遇有特殊情形迅速向股东大会报告；同时，董事会也对公司风险管理运作过程和结果予以高度关注，并加强制度、文化、效能建设。

虽然信托公司构建的四道防线组成了防范风险的防护网，但信托公司在风险管控方面仍然存在需要提高的地方。例如，虽然不少信托公司已初步建立了自己的风险管理信息系统，但仍需要进一步加强系统的建设并积累客户数据，通过建立涵盖各项业务、全公司范围的风险管理系统，开发和运用风险量化评估方法和模型，针对不断变化的环境和情况及时修改完善风险控制的制度、方法和手段，并实现信托风险的量化处理，提升把握风险的及时性和准确性，同时实现信息系统预警，以加强信托公司在风险管控方面的能力。

（三）互联网金融给信托行业带来的机遇和挑战

互联网与移动互联网的应用不仅改变了人们的生活，也给整个社会的经济发展、生产模式都带来了全新的变革，甚至已经开始颠覆传统行业。随着大数据、云计算技术的引入，未来可能会出现更多产业的深度融合，并形成更加复杂、更加开放的商业生态系统。作为金融创新领域的先锋，信托公司只有紧密关注实体产业在互联网时代背景下的变化，才有可能及时发现传统行业的风险所在，以及在第一时间把握住新兴行业的拓展机遇。

在互联网金融飞速发展的背景下，由于信托产品具有高端私募性质、投资数额大、产品不能公开宣传、合同需要投资者面签等因素，信托公司当前与互联网的结合程度相对较低。但互联网技术的发展也带来了客户需求及消费习惯的改变，客户更倾向于通过网络获取信息和获得部分金融服务。商业银行、证券公司、基金公司、保险公司等金融机构纷纷开始利用互联网技术对业务模式进行重组改造，并加速线上创新型平台建设，信托公司也应紧贴客户需求，充分运用互联网技术对现有的业务及流程进行改造。信托公司如果不及时顺应时代发展趋势，有可能难以在资产管理行业未来激烈的竞争中与其他金融机构抗衡。但信托公司仍可以结合自身的优势与特点，与互联网技术相结合而创新发展。



第一，利用互联网拓展信托产品的营销渠道。通过微信、微博等工具向特定客户展示本公司的产品，并利用网上信托交易系统简化客户的投资流程，加强客户体验，增强客户黏性，这是一种最基础的互联网金融服务。目前，信托公司在客户数据的积累方面较为薄弱，而通过网上交易可以沉淀客户数据，互联网工具可以为信托公司在产品设计和对大数据的挖掘上提供新思维，通过高效的沟通方式和用户使用习惯，开发出针对特定人群的差异化产品，打造个性化拳头产品，做到精准营销。除此之外，信托公司还可以与互联网及移动互联网公司合作获取更多客户的行为数据，通过大数据分析来判断客户的金融服务需求，借助互联网或移动互联网终端主动向客户推送符合其个人偏好与行为习惯的金融产品或服务，并通过其个人注册账户完成移动支付，从而使客户完美享受便捷的私人定制化财富管理服务。

第二，信托公司可以借助大数据平台控制项目风险。在条件允许时，信托公司在可行条件下建立项目/交易对手的数据库，甚至通过大数据挖掘来寻找合适的项目，降低信息不对称条件下的尽职调查成本，从而实现风险可控。

第三，信托公司可以利用互联网平台整合产业链。以土地流转信托为例，在土地流转信托基础上，建立以土地为标的的互联网金融平台，把流转土地、生产资料的提供商和市场需求商等集合在一个平台之上，并通过消费信托模式打通产业投资与终端消费，汇集不同特性的海量数据，通过数据的处理与分析形成独特的集中采购优势、市场规模优势和金融服务优势，并通过京东等电子商务物流直接配送给终端客户，形成更好的客户体验，这些都是线下传统金融模式不能实现的。

随着互联网平台、大数据分析等新型技术被广泛运用于各行各业，互联网与移动互联网不仅对传统实体产业形成了颠覆式的冲击，也使金融行业的外部环境发生了剧变。在互联网金融模式下，支付便捷，市场信息不对称程度极低，资金供需双方可以直接交易，这解决了传统金融机构不容易或者需要付出极大成本才能解决的难题，对传统金融机构的经营模式造成了颠覆式的影响。当前，各大金融机构已逐渐意识到互联网金融的巨大潜力，纷纷推出自己的网络金融服务产品，力图抢占互联网金融市场的先机。信托公司应当主动迎接全新经营环境下的竞争挑战，积极探索其中的业务创新机遇。

（四）信托行业新商业模式的构建

我国信托行业的资产管理规模已突破 12 万亿元，而如今面临利率市场化的冲击、制度红利的逐渐消失以及泛资产管理时代竞争压力的加大，创新与转型对于信托公司



而言已经变得越来越迫切。互联网金融的快速发展给信托公司带来了新的机遇和挑战，信托公司应以开放的心态应对互联网金融，在合法合规的前提下，顺应开放、融合、经济的互联网精神进行营销和客户管理，积极开展创新与转型。

首先，在经营理念上，需由“以产品为中心”向“以客户为中心”进行转变。互联网金融以开放式的金融平台、种类繁多的金融产品服务、交互式的营销手段以及方便快捷的操作体验吸引越来越多的客户，但客户的体验要求和服务期望值也在大幅提升，客户服务工作也由传统的面对面服务、电话服务等向着更快、更便捷、体验更好的电子渠道服务方向转变。要想在互联网金融领域竞争中占据主动，信托公司需要进一步重视客户体验，以客户需求为第一要务，使金融服务满足客户、产品设计围绕客户，进而提高客户满意度。

由于信托产品本质上是私募性质的高端理财工具，与其他金融产品不同，几乎每个信托产品都会有自身对应的项目，具有独特性和针对性，因而良好的客户体验显得更为重要。因此，信托公司应加快转变服务意识，结合信托产品的行业特点，积极探索如何将互联网与信托行业相结合。在坚持购买信托产品需面签等监管规定的基础上，可根据细分客户，提供在互联网尤其是移动互联网客户端的信托产品定制化服务，使特定客户自主决定在诸多移动金融服务中的个性选择和灵活下载，从而最大化用户体验。同时，面对金融行业日益激烈的竞争和网上营销服务的发展趋势，信托公司应提早规划建设网上信托系统，打造集投资者账户管理、网上支付、资产查询、信息披露等功能于一体的综合性网上业务平台，创新针对中高端客户的营销手段，优化营销服务流程，切实提升客户购买体验。

其次，充分发挥信托公司横跨三大市场的优势，向综合金融服务提供商转变。互联网公司的创新能力促使它能较快切入某一具体金融领域，然而由于经验上的匮乏，短时间内互联网公司还不能做到各类金融产品的交错组合，这恰恰也是传统金融行业尤其是信托行业长久以来积累的业务优势。将客户的个性化需求细化，提升资产配置方案的产品设计能力、执行能力，为客户提供定制化产品和个性化服务，不断满足客户的综合金融服务需求，为不同风险偏好的客户提供不同收益的产品和服务，满足客户差异化的需求，扮演综合金融服务提供商的角色。

互联网的发展也为信托行业的发展提供了风险控制通道与合作创新平台，通过大数据的整合应用，为信托公司项目拓展及中后期管理、创新产品研发等提供了有力支撑，便于信托公司探索未知领域，打造特色业务，向信托公司本源业务转型。同时，



借助互联网渠道，信托公司还可与银行、保险公司等金融机构整合客户资源和产品链，打通金融产品设计与销售脉络，为客户提供更富个性化的金融产品。

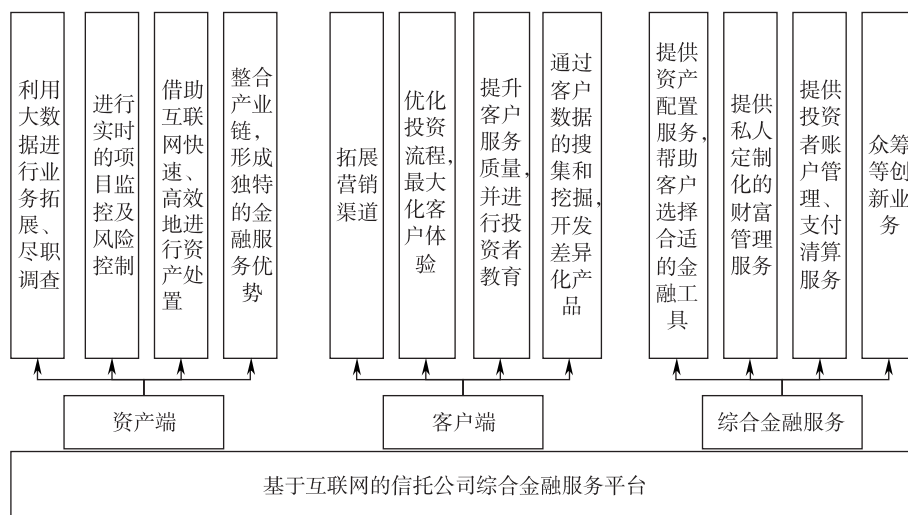


图2 新商业模式下信托公司的信息系统支持及管理上的智能决策

综上所述，借助互联网，信托公司可充分发挥“跨市场、灵活性”的优势，打造一站式综合金融服务平台，为客户提供定制化、差异化的金融服务。在投资客户方面，信托公司的服务平台可以满足客户的退休规划、保险规划、投资组合管理等多种目的，通过搭配不同的产品来实现客户对流动性、风险及收益的不同要求；客户既可以通过证券投资分享资本市场收益，也可以通过私募股权投资分享实体经济市场发展的成果。在融资客户方面，信托公司除了传统的债权融资之外，还能充分发挥其横跨货币、资本、实业三大市场的先天优势，不仅可以通过财务安排降低企业的资产负债率，通过并购基金、股债融资相结合等方式帮助企业孵化项目，还可以投资并参与企业的管理，为企业提供相关的管理咨询服务，从而真正做到提供投资管理、负债管理、风险管理、融资管理、兼并重组服务等一站式的综合金融服务。而这也和目前信托业的转型方向——财富管理和资产管理相契合。

六、新商业模式下信托行业的风控及营销模式

在互联网金融改变下的新的信托商业模式必将发生风控和营销模式的转化，而其中起到关键连接作用的载体是业务拓展模式的转变，即改变目前以银行介绍项目为主的业务拓展方式，向为提升资产配置能力而做的主动项目拓展；改变目前单一的融资模式，向为提供综合金融服务的全方位服务转变，不断提升服务及解决方案的高级产



品层次。从而新商业模式将演化成为以私募投行为基础，以财富管理、资产管理为主营业务方向，以提供配套咨询顾问服务为辅的新的业务模式。

（一）投资者对信托产品的认知情况分析

实际上，对信托投资者的调研分析，已然为互联网金融改变下的信托商业模式的建立提供了充足的实证基础。

中国信托业协会与东方财富网联合发布的《2012 年中国信托业投资者投资行为习惯调查报告》的部分调查结果如下。

（1）关于投资者对信托的认知情况。调查结果显示，有 94% 的被调查者听说过信托产品，其中 42% 的被调查者已经认购了信托产品，对其投资收益的满意度达到 90%。

信托产品相较其他投资产品更为稳定且收益高是投资者选择的最主要原因；金融机构或第三方机构是已购买过信托产品的投资者的主要信息获取渠道，其占比达 69%；而互联网则是未购买过信托产品的投资者的主要信息获取渠道，这一比例达到 57%；年龄在 30~50 岁、本科及以上学历投资者，是当前投资信托产品的主要人群。

从投资者对信托产品的“知晓—购买—满意”的转化链条来看，当前制约投资者投资规模增长的环节主要在“知晓—购买”的转化。

（2）关于信托风险认知的情况。无论是现有信托投资者还是潜在投资者，都认识到信托投资有风险，当遭遇纠纷时，他们会选择通过与信托公司协商解决、寻求监管部门帮助或司法程序解决等多种有效渠道维权。但这并不意味着需要淡化对投资者的教育，相反，当前需要从提高投资者对“什么是信托”、“如何阅读信托合同”等的认知来消除行业发展潜在隐患（见表 3）。

表 3 投资者对信托风险的认知程度

项目	已认购信托产品的投资者	未认购信托产品的投资者
风险认知	绝大部分投资者都能认识到信托风险的存在	—
对合同条款的认知	绝大部分投资者都会仔细阅读合同条款，但仅有 44% 的投资者能完全理解合同条款	—
风险类型认知	主要是市场风险	主要是市场风险
维权	首先会考虑与信托公司直接协商解决，其次是寻求监管部门帮助或司法程序解决	首先考虑寻求监管部门帮助或司法程序解决，其次是与信托公司协商解决

从上述分析结果可以清晰地看出互联网金融对信托营销的提升具有极大的潜力，无论是从目前客户群体对网络的熟悉和掌握程度，还是从目前客户群体在全国资产管



理市场的占比来看，互联网将在未来信托公司的营销中占据越来越重要的分量。而从目前解决信托刚性兑付的问题上来看，互联网金融所带来的积极作用也非常明显，通过互联网金融可以加强信托投资者特别是潜在投资者对信托风险的正确认识。

（二）营销模式

信托公司的目标客户都是高端客户，他们对及时的信息披露、高效率的客户服务有着较高的要求；同时，他们还需要广泛了解各类型的金融产品，以便进行资产配置。目前，针对信托公司的信托计划信息披露不充分、客户服务不到位、产品线单一等问题，都可以借助互联网加以解决，信托公司也可逐步引导客户使其部分消费习惯由线下转至线上。通过信托公司网站、APP、微信公众号等方式，客户可以实时查询所投资产品的各种信息、广泛了解其他产品的情况，扩大获取信息的半径，并及时与信托公司的客服人员沟通，更好地将自身的需求传达给信托公司，让客户充分体验到互联网带来的方便、快捷。

互联网金融的兴起无疑给信托行业营销带来了深刻的影响，使其从以项目为导向的资金营销模式向以资金为导向的、以满足客户需求为目标的营销模式转换。互联网金融可在现有制度和监管环境下有效增大客户营销半径，增强客户黏性及客户体验度，并实现精准营销。

（1）通过强化信托公司信息系统建设，可以在目前受营销物理网点限制的情况下进行营销的延伸。在国家网络速度日益提升、移动智能手机日益普及的状况下，使用移动网络开展购物、消费、理财的需求快速增长，信托公司借助互联网金融技术可以实现信托知识普及和投资者教育的基础上，吸引信托产品的合格投资者，扩大信托公司的营销半径，快速提升信托公司的直销客户数量，促进信托公司直销能力的快速提升。现实中对于直销客户面签的问题，实际上有关部门已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，甚至可以防范目前营销人员的道德风险，这有利于信托公司客户信息的完备性，也有利于信托公司反洗钱的监控。

（2）增强客户黏性及客户体验度。高净值客户不同于普通的投资客户，除自身具备良好的经济学常识以及风险承受能力之外，对客户服务质量的要求也较高。而在目前人工服务的主流模式下，客户服务受制于分析数据的缺失以及人员数量的限制，难以做到对高端客户的个性化服务，有时甚至在特定时段对高端客户的日常咨询以及常规服务需求也无法及时满足，造成了高端客户体验度的下降。在各家公司以收益率比拼的时代尚可留住客户，然而在未来提供综合金融服务的泛资产管理时代，恐怕就



需要依托品牌建设，不断提升客户的服务水平，留住客户。如目前流行的 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，在积分兑换以及客户服务上实现 24 小时无边界服务，极大地提升了客服服务的体验度，增强了客户的黏性。

(3) 实现精准营销。面对同质化的产品、刚性兑付的压力，信托公司在急迫的转型压力下，迫切需要对投资者进行分类。但从目前来看，技术手段匮乏、对投资者分类不清、客户需求不准确的情况非常普遍。而借助大数据分析，对客户实现 360 度分析，深刻分析和寻找客户的真实需求，一方面根据客户需求量身定制产品，另一方面则可以实现将现有产品向具备同等风险承受能力的客户直接销售。未来信托公司通过对客户信息的搜集、整理、分析，也可以显著增强公司的直销能力。

(4) 加强信托知识普及及投资者教育。通过互联网的技术和手段进行信托知识的普及，可对不同类型的信托产品进行解读和分析，帮助广大投资者更好地理解和掌握我国的信托业务模式、信托产品及信托监管政策。同时，借助互联网，信托知识可直达投资者，这样可以帮助投资者树立良好的信托文化及信托投资理念，远离非法集资陷阱。

2014 年，“信托 100”网站引起了强烈关注，该网站将购买信托产品的门槛由 100 万元降到了 100 元，即“凑份子买理财”。对该网站的争议主要在于集合大量非特定投资者资金是否涉及非法吸收公众存款以及以众筹形式销售信托是否违法等行为。《信托公司集合资金信托计划管理办法》对信托计划的合格投资者条件及人数均有明确规定，并规定信托公司推介信托计划时不得进行公开营销宣传，“信托 100”网站并不代表信托公司在互联网下的营销模式，信托公司在互联网金融下的营销要在依法合规的前提下进行。首先，信托公司进行互联网营销的目标客户仍是监管要求的合格投资者；其次，信托公司在通过互联网推介产品时要加强与客户的沟通，了解客户的需求，实现精准营销，注意不向不特定客户发送产品信息，不进行公开营销宣传；最后，对监管要求的面签等规定，可以通过更加先进的互联网技术及可视化设备等加以解决。

(三) 风险管理模式

互联网金融对信托行业风险控制模式的变化起到了颠覆性的作用，未来的风险控制模式将由目前以抵质押物为主要风险控制手段的私募投行模式向进行资产管理实现风险对冲模式的全面风险管理模式转化。



1. 由目前的风险控制向风险管理转化

风险控制是风险管理者采取各种措施和方法,消灭或减少风险事件发生的各种可能性,或者减少风险事件发生时造成的损失。风险控制帮助公司回避风险,防止损失,在发生风险时努力减少风险对公司的负面影响。一般来说,风险控制措施可分为风险回避、损失防范、减少损失、信息管理和某些种类的风险转移。有效的风险控制应当能减少公司的风险暴露。风险控制包括为了避免风险、防范风险、减少或控制风险的损失频率和损失幅度所使用的技术、工具和程序,风险控制还包括那些加深公司内部员工对风险的理解和提高员工的风险意识的方法。传统的信托业务模式无论是业务拓展、产品设计、风险控制体系都比较直观地体现出信托风险控制的模式,在经济繁荣时期信托项目表现出风险可控下的快速发展态势,而在经济下行时期,则大面积地显现出信托项目风险的持续暴露。

在目前的认识当中,风险管理仅仅被认为是信托公司经营管理中的重要一环,管理层往往倾向于对风险进行控制,以减少损失的发生。然而,随着金融市场和现代金融理论的发展,以及目前互联网金融的兴起,信托公司有效的风险管理不仅能减少损失,还可以通过合理避税、增加投资机会、降低管理成本等途径为公司创造价值。风险管理可分为风险识别与度量、风险分类、制定风险管理目标、风险监控四个环节。风险控制向风险管理的转化,集中体现出对风险认识的态度,从对风险的厌恶到积极的管理,由原有的以抵质押物等为主要手段的被动的风险控制向风险对冲转化,从而通过风险管理在避免公司损失的同时为公司实现收益,进而促进信托公司经历过完整的经济周期后依然可以实现可持续发展,避免历史上一次一次的清理整顿。

2. 由传统的风险控制向全面风险管理转化

全面风险管理被各国金融机构所普遍采用,与以往的风险管理有着很大的不同。它具有以下几个特点。

(1) 分层管理。全面风险管理是一种风险管理体系,在风险部门的设置上体现出分层设置、分层管理的特点,特别强调最高管理层在风险管理中的作用。全面风险管理要求在每一个基层的业务部门单位中,都设立相应的部门或者岗位,专项负责该部门的风险管理工作,将金融机构日常经营过程中的风险信息向上传递,并最终汇总到由董事会领导的风险管理委员会。

(2) 集中与分散的统筹兼顾。负责管理不同类型风险的部门最终要将风险状况向最高的风险管理部门——风险管理委员会进行报告,由此进行统一的管理和规划。



风险的分散管理有利于风险管理的专业化和有效性，风险的集中管理有利于风险的综合管理规划和金融机构整体风险管理能力的提高。全面风险管理将风险的分散管理和集中管理方式结合起来，以达到风险管理的最优化模式，从而提高金融机构整体的风险管理能力。

(3) 强调对风险的预测。全面风险管理体系要求风险管理在事前有充足准备，对尚未完成的经营事件要进行风险的预测分析，使金融机构对风险因素的分析更加及时，有更充分的时间来对其进行管理。

将信托公司的风险纳入统一的框架体系，将风险管理嵌入日常的行为流程当中，将勤勉尽责的信托风险文化渗入员工的职业规范中，从而使全面风险管理成为信托公司稳健经营的基石。

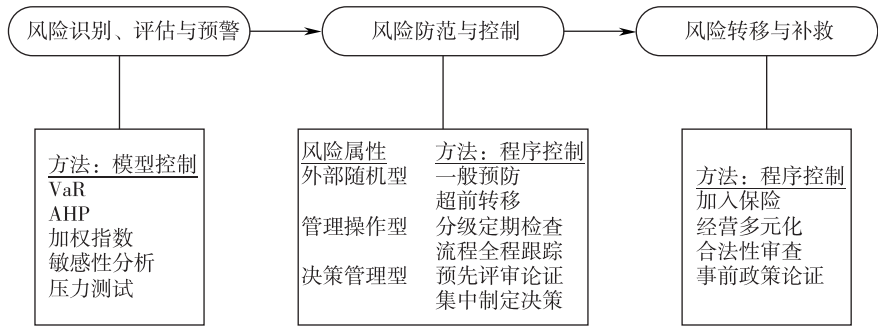


图3 实施全面风险管理流程

3. 由股东偏好基础上的风险管理向可量化限额的风险管理转化

就目前的信托公司风险管控而言，股东偏好对信托公司风险管理偏好起着决定性作用。中国信托业协会的问卷调查显示：在企业风险管理活动中，76%的信托公司认为股东起到很重要的作用，16%的信托公司认为股东的重要性中等，只有9%的信托公司认为股东的重要性一般。股东对信托公司风险管理的影响体现在，股东的要求决定了信托公司的文化、治理结构、制度建设等方面的风险管理体系建设，股东的风险偏好影响着信托公司的风险管理决策和效率，股东的入股意愿和支持力度对信托公司确定合理的风险承受水平有重要影响，股东的投融资经验及相关风险控制体系可以向信托公司传输，股东平台可为信托公司创造相关业务便利等方面。

而互联网金额的兴起在承认既定股东偏好基础上，实现风险限额管理下的风险管理，体现出互联网金融的信息技术以及大数据分析的重要作用。

风险限额管理对关键风险指标设置限额，并据此对业务开展进行监测和控制。风



险限额是信托公司所制定风险政策的具体量化,表明信托公司对期望承受风险的上限,是风险管理人员进行积极风险防范的重要风险监控基准。如果没有建立完善的限额管理体系,也就从根本上无法实现风险管理的有效量化监控。因此,信托公司需要从公司整体水平和单一业务两个层面上管理风险限额。首先由股东偏好制定一套风险限额,以控制公司业务所承担的各项风险,并以文件形式列明各业务之间分配公司整体风险限额的方法。风险限额应与公司可承受的风险水平相符。为确保风险限额与业务策略保持一致,董事会可考虑核准限额以作为其整体年度预算程序的一部分。董事会或专职委员会应确保定期检讨限额,根据市场情况或业务策略的变动来重新评估有关限额。单一业务则根据公司分配的风险限额,按其部门所承担的各项可量化的风险(如信贷风险、市场风险、利率风险及流动资金风险)进行分配,并以文件形式列明分配方法。

而对于公司整体风险限额的制定可以考虑多个层次,如信托项目的风险溢价、信托公司计提的风险准备、信托公司利润提供的风险准备,以及股东层面提供的流动性支持构成的风险准备,通过以上多层次的风险准备可以估算出公司的整体风险限额。如果遭遇重大的风险事件,则目前行业稳定基金以及风险债券发行等资产证券化手段可成为抗击风险的必然需求。

4. 风险管理信息系统建设日益重要

风险管理信息系统是风险管理体系建设的重点,它可以有效保证风险管理人员及时识别风险、度量风险、掌握风险和管理信息,为决策提供依据。通过建立风险管理信息系统搭建有效沟通渠道,公司决策层能够及时获得有关财务、经营状况的综合性信息,以及与决策有关的外部市场信息。互联网时代的到来为信托公司的企业信息化建设赋予了新的应用环境,风险管理信息系统在数据中心建设、设备管理、终端连接等方面必须要适应业务互联网化、移动化的需求;同时,互联网以信息为支柱,信托公司的风险管理信息系统应借助互联网技术实现各种风险信息的集中管理。通过风险管理信息的收集、整理、分析、评价、预警以及建议方案等的生成自动化、传输网络化,以确保风险管理信息的时效性和准确性。此外,通过这个风险管理信息系统,所有相关人员能够得到所需要的信息,所有员工可以充分了解与他们履行职责有关的政策和程序。

综上所述,互联网给信托公司带来了营销与风控模式的改变,使信托公司能够更好地服务于客户。与此同时,信托行业介入互联网金融也将引导互联网在金融规范发



展方面起到重要的作用。信托公司介入互联网金融，不仅有助于对投资者的教育，使社会大众了解信托、认知信托，更有助于将社会上闲散的资金通过正规渠道导入金融系统，使投资者的理财行为规范化，杜绝非法集资等违法行为。例如对于众筹融资，信托公司可自建众筹平台，为创业者提供资金支持及项目指导服务。针对众筹项目，信托公司可利用现有的营销渠道及客户资源，进行线上咨询交流线下签约，并对项目发起人进行项目指导和监督，以充分保障投资者的权益，而且有助于众筹项目和创业人才的成长。

七、互联网金融下信托行业发展的路径及方法

（一）人才培养

尽管信托行业经过近几年的快速发展，吸引了大量优秀人才，但依然存在大量成熟人才的流出，信托人才无论是数量还是质量仍显不足。中国信托业协会的课题研究显示，信托行业整体资产管理规模已增长数十倍以上，而人员增长远低于规模增长；同时，调查问卷还显示，许多受访公司认为其业务团队在人员数量、年龄梯队、专业背景等方面存在无法很好匹配业务开展的问题。

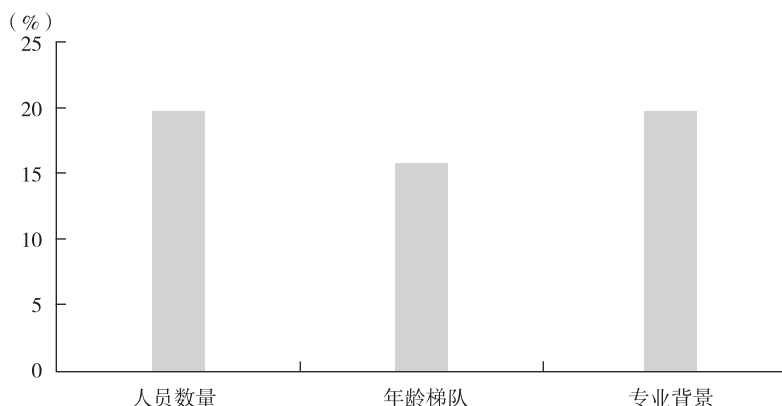


图4 各样本公司人员匹配不合理情况占比

在信托行业资产管理规模突飞猛进的同时，培训体系不足、认证体系不充分以及培训体系单一、用人文化差异等，造成了信托公司人才匹配不合理的现象。更为重要的是，在信托行业传统的业务模式下，更多的是资源型人才；而能力制胜型的人才将会在互联网金融下的信托新商业模式下得以集中性地体现。

未来互联网金融下的信托人才培养体系需要从多个维度加以构架和完善。



1. 人才结构建设

互联网金融下的信托商业模式是以客户需求为导向，从而不断提升客户体验，强化个性化定制的产品设计，因此，人才结构涵盖客户经理、高端私人银行经理、产品经理（专司产品设计）、项目经理（项目管理和运作）、资产配置经理、品牌经理以及IT技术经理，此外还应包括此基础上的高级管理人员。

人才结构建设既需要对现有人才进行补充和完善，也需要对现有人才进行转型升级，更为重要的是大力引进稀缺人才。新的商业模式可以实现前中后台的颠覆式变化，其中最为显著的就是研发人员必然从中后台走向前台，研发的行业、经济、社会价值会得到极大体现。

目前就行业而言，对信托研发人员的激励不够，对研究创造的价值认识不足，难以吸引研发人员持续深入地开展研究。以下方式虽然可以从一定程度上提升研究的价值，但最关键的还是使研发人员与证券公司研究所的研究人员一样，成为现实的价值创造者，使其研究成果可以直接用经济效果加以衡量。例如，允许研发部兼顾研发和业务实践，在利润指标上给予一定的考核，以缩小研发人员与业务人员的收入差距，同时开展业务实践也有利于从业务实践中不断提高研发能力和水平，反过来又促进了业务实践的再提高；由研发部作为信托业务创新的试验田，以激发研发人员高昂的士气，为公司拓展新业务积累和总结经验，并形成成熟的业务模式向全公司推广，使研发部起到新业务孵化园的作用；可以对重大项目及研究方向采取课题招标的方式，鼓励研发人员跨部门、跨公司、跨领域等的课题合作，提升研发工作转化为实践的速度。

营销人员的转换也在新的商业模式下得以改变，从而促使信托公司真正向高端财富管理机构迈进。网络增加了信托公司营销的半径，使得寄希望于依靠人海战术的客户营销的作用不再明显，提升客户体验更多的是依赖于具备综合知识和素质的高级私人银行经理的沟通，以及产品经理的产品设计，上述变化带来了信托公司人才结构的巨大调整，那些具有管理能力、营销能力、项目拓展能力的资深员工率先转化为私人银行经理，从而为信托公司开展财富管理业务提供最为直接的人力支持。

新的商业模式下资产配置经理成为资金运用的重中之重，他们依托于研发部的深入研究成果，在对各个金融工具和基金经理深度调查分析的基础上实现客户资金的多元化资产配置，从而使原有收取息差、顾问费的模式转变为收取佣金及管理费的模式。



最后，信息技术团队建设以及深刻把握客户需求的信息技术领军人物成为互联网金融下信托商业模式转换的关键因素，单纯的外包信息技术很难达到客户的多元化、个性化需求，而在掌握核心技术基础上的外包才是未来发展的必然，这也要求这些信息技术团队能够深刻领会到信托的精髓以及客户内心呼唤的真实需求。

2. 人才梯队和培训体系

信托自身跨领域的优势、多重信托工具的运用、多次信托经营的重构，以及非标准化产品的常态化都使信托从业人员的成长面临重大的困难，使信托成熟人才的培养时间延长。因此，构建顺应未来信托行业发展的人才梯队和培训体系是信托行业发展的基石。

针对信托公司前中后台工作上的要求，迫切需要信托公司加强培训体系建设，培训内容既包括公司文化，也包括业务技能，培训更为重要的是提高从业人员自身的持续学习能力和承受工作压力的能力，建立学习型组织，加强知识传承，不断增厚信托公司自身的文化底蕴和知识积累，为信托新人构建一条畅通的晋升通道，以适应信托公司未来新的业务模式的需要。

3. 职业及学历教育体系

目前中国信托业协会已开展了信托从业人员培训教材的资格认证体系教育，对规范信托从业人员起到了重要的促进作用。同时，中国信托业协会与上海立信会计学院共同开展信托专业的本科教育，为信托行业的学历教育体系起到了开创性的作用。但目前无论是职业还是学历教育体系均不成熟和完善，中国人民大学的信托与基金研究所、西南财经大学的信托与理财研究所、中南大学的信托与信托法研究中心在对信托行业输送人才方面起到了积极的作用，但就信托行业需要的复合型人才需求量来说，现有人才供给量仍是杯水车薪。对于大量的信托从业人员以及想进入信托行业的金融人才来说，信泽金培训成为首选。

因此，互联网金融促进信托业转型迫切需要更为专业和系统的学历教育，比如开设信托研究生专业培训课程，同时在职业教育上应更加专业化和系统化，并通过学历教育和职业教育的双轮驱动，为信托公司输送大量基础知识扎实、系统思维能力强、能够适应复杂多变环境的优秀人才。

（二）品牌建设

品牌建设是信托公司差异化竞争的关键，也是互联网金融下信托公司转型、获得客户认同的重要抓手。正如营销专家所说，品牌资产是公司的一项重要无形资产，是



未来取得卓越业绩的基础。

品牌建设在为顾客创造价值方面体现为便于客户理解信息、处理信息，增强客户购买产品的信心，增加客户满意度。而品牌建设在为公司创造价值方面，体现为提升营销计划的效率和效果，增加客户的品牌忠诚度，为公司带来丰厚的利润，并有利于通过品牌资产的扩展，为公司新业务和新产品的推出带来极大的便利。

现有排名前列的信托公司在品牌建设方面仍存在较大改进空间，需要进一步构建完善的品牌体系，既需要推进公司品牌建设，也需要推进公司产品和服务的品牌建设。目前，更多的信托公司已经认识到品牌对公司发展的巨大推动作用，在品牌建设方面投入了大量的时间和精力。

未来，信托公司将从以下几个方面加强公司品牌建设。

1. 确定品牌发展策略

信托公司应该根据公司发展战略，有针对性地制定公司品牌战略，以更有效地实现公司发展目标。公司品牌资产可以影响到顾客、员工、合作伙伴及其他相关支持者，公司应该保持良好的公共形象，执行具有象征意义的市场活动，宣传公司的价值观，制订可行的活动计划，并且要主动接受社会公众的监督。信托公司可以通过积极参与主流媒体举办的行业评奖、参与公益活动、发行公益信托、发行支持符合政策导向和服务民生的信托计划等，积极建立正面的公司形象。

2. 落实产品发展策略

好品牌的落脚点必定是好产品，对于信托公司而言，信托计划是客户投资行为的关键要素。为客户提供满足其投资需求的产品，是成功营销的前提。要想在客户中建立品牌忠诚，应使信托产品争取达到或超出投资者的预期。同样地，各类信托计划应该围绕公司品牌战略，整体考虑信托产品的命名规则，使顾客更直观地感受公司整体品牌资产及细分品牌的延伸。

上述发展战略需要信托公司做好品牌定位和产品品牌定位。公司品牌应做到用自己的具有鲜明特点的经营理念、公司精神，甚至公司宗旨作为品牌的定位诉求，体现信托公司的内在本质。产品品牌应做到体现产品功能定位，突出产品特点和适合的投资群体等。

3. 加强品牌管理组织的构建

品牌管理组织的构建是信托公司品牌建设的基础，正如宝洁公司营销人麦克尔罗伊在《品牌管理备忘录》中指出：一个品牌的管理团队必须负责品牌营销计划的制



订并保证计划能与制造和销售相统一。加强品牌管理组织建设将在品牌形象的界定、跨组织的协调、跨媒介的合作、跨市场的协调方面起到积极的作用。

（三）综合金融服务能力

信托公司的综合金融服务能力体现在发挥整合资源的能力、资产的配置和管理能力，以及建立适应未来新业务发展的开拓能力。

1. 应具备的综合能力

（1）专业投资（资产）管理能力。建设专业管理团队，在一些主要的投资领域形成自己的投资管理能力，即有能力识别各种投资风险、衡量风险并将风险控制在可接受的范围内，形成具备核心竞争优势的资产管理能力和自主管理能力，实现风险可控下的业务范围拓宽。

（2）获取低成本资金的能力。融资客户的选择及行业的竞争主要是资金成本的竞争，因而获取长期化、规模化、低成本的资金能力成为关键。

（3）开发和服务高净值客户的能力。建设为高净值客户提供资产配置和全面财富管理的运营体系，推进现有业务模式从产品导向向以客户需求导向为核心的模式转变。增强对客户提供服务的能力，提高客户的黏性，从而提升公司在财富管理市场中的竞争地位。

（4）信息技术支持及智能决策能力。建设能够支持业务转型和长期发展的信息系统，利用信息技术手段全面改进客户服务、运作效率和管理水平，为公司战略的实施提供技术支持。同时通过信息技术的支持，为公司提供智能决策依据，以应对复杂经济及政策等的剧烈变化，快速响应市场变化，做到平稳运行。

（5）研究及创新能力。研究能力既包括对宏观经济、金融市场，也包括对行业的深度研究，它可以为公司的管理及业务发展提供强劲支撑；创新能力也是公司长期发展的动力之源。

（6）风险管控能力。随着业务复杂程度的增加，全面风险管理成为必然，风险管控能力也必须得到全面的提升。

通过上述能力的建设，信托公司将极大地增强综合金融服务能力。但信托公司适应各种新业务的能力，则依赖于构建完善的创新业务孵化、培育和生成体系。

2. 创新业务体系建设

为适应公司新业务拓展及发展的需要，需要构建成熟的技术、设计及实践平台。具体而言就是通过构建橄榄形的三位一体产品架构，加大研发力度，提升产品设计能



力，并在既定商业模式下实施公司战略，从而在财富管理市场上具备核心竞争优势。

首先，强化技术上的领先，加强信托基础理论研究及前瞻性业务发展研究，使公司首先具备核心技术。核心技术的具备并不能必然形成核心产品，为此，需要加强公司的产品设计能力，形成核心技术下的核心产品，不断搭建完善的产品线，从而为客户多元化需求提供解决方案；在此基础上，务必加强创新业务实践，从而真正检验核心技术及核心产品的生命力。由此也形成了公司的产品层级，即在一定技术平台下开发的全产品线，在全产品线下对特定客户需求提供的细分产品，以及在此基础上的定制和解决方案。通过以上产品层级的划分，公司就完成了金融服务的全面升级，由价值链的下游迈向上游，在利润水平及溢价能力上有了极大的提升。而从组织架构上而言，公司建立博士后工作站将搭建核心技术平台，研究发展部将强化产品设计能力，提供以核心技术下的核心产品为基础的完善产品线，创新业务部将借助核心技术及核心产品形成核心业务，以核心产品为基础不断形成多客户群的解决方案，同时通过对外合作完成解决方案中非核心技术及非核心产品的配套，从而从业务创新着手，深度满足客户需求，增强客户黏性，使公司持续经营具备良好的业务基础和价值基础。

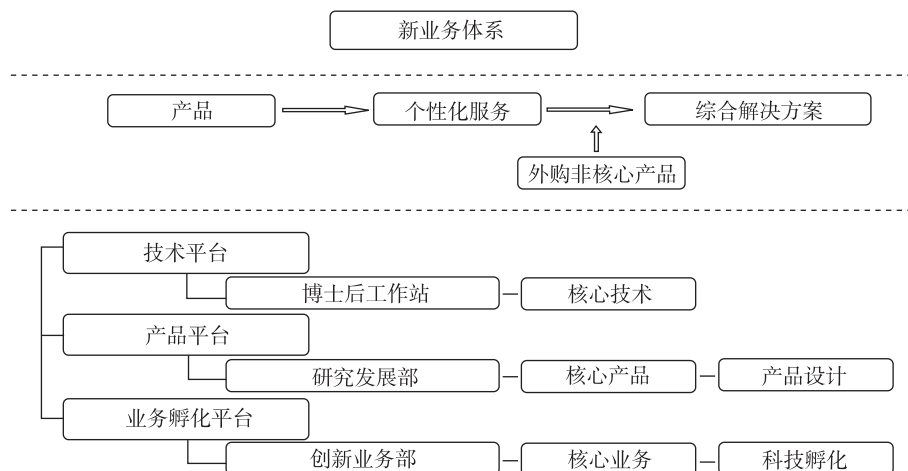


图5 信托公司的创新业务体系

（四）技术支持

互联网金融能够实现如此快速的发展，多样化的IT技术手段是其中非常重要的一个推动力。近些年，物联网、社交网络、云计算、大数据、移动互联网等新兴信息技术不断涌现，改变了传统的信息产生、传播、加工利用的方式，信息不对称程度大



幅下降，信息的获取和处理成本大幅减少，资源的配置效率大幅提升，对金融行业产生了巨大的影响。在互联网金融模式下的信息技术支持主要有三个组成部分：一是搜索引擎，它可对信息进行组织和检索，能有效缓解信息超载，同时高效地满足信息需求；二是云计算技术，它可保障海量信息的高速处理能力；三是大数据技术，它可保证在日益复杂的数据分析中快速获得有价值的信息资产。正是上述三种主要的信息技术模式，替代了传统金融中介的主要功能。

相对于银行、证券公司等其他金融机构，信托公司在信息系统的建设上十分落后，对互联网技术的应用也较少。例如，目前网上银行已成为商业银行的标配，各家银行都为网上银行的构建、维护和发展投入了大量的人力、物力；在这个过程中，不仅培养了一批既懂金融又懂技术的复合型人才，又带动了银行业向互联网模式的迈进，促使了银行业务结构的调整 and 经营思路的转变。

为在未来的竞争中取得优势，信托公司必须要加强信息系统的建设。信息系统的价值首先体现在对信息存储的准确性、查找的便利性、统计的方便性，而这三个特性则可以为信托公司的多方面业务提供重要的支撑。并且，随着数据分析技术的发展，大数据时代的到来，信息系统的价值越来越多地体现在数据分析结果对决策的支持和优化上面。互联网金融是业务与信息技术的融合创新，因此信托公司的信息系统建设要突破内部固有的制度、业务规则、操作流程等，从不支持业务创新向支持信托公司转型转变，同时不断提升自身的存在价值。

作为金融机构，信托公司在进行信息系统建设时，要遵循以下基本原则。一是整体性，各个子系统之间既相对独立又有机地联系成一个整体，需全面规划、总体设计、分步实施。二是层次性，系统由若干个子系统组成，子系统也可以进一步划分成更小的子系统，因此系统是可分的，具有结构层次。三是先进性，要批判地吸收其他金融行业先进而有效的管理思路和方法，充分利用现有的硬件、软件、通信及互联网、移动互联网等方面的先进技术，建设一个高起点、高质量、高安全性、高可靠性的系统。四是开放性和扩展性，由于目前我国金融政策的不断变化及互联网金融的快速发展，系统应具有相应的适应性和应变能力，同时系统是可扩充的、开放式的，能够满足信托公司未来业务发展的需要。

在互联网金融的模式下，信托公司构建的信息系统应当能够支撑信托公司经营网络的平稳运行，信托公司应搭建起以数据仓库为核心的经营管理数据体系，以实现客户信息、账户信息、产品信息、交易信息、管理信息等的集中管理，从而利用这些信



息建立客户的信息视图和评价体系以及各种风险计量模型，进而可运用有关成果开拓市场，促进信托公司的可持续发展。同时，由于信托的高端私募产品性质，投资金额大，因此信托公司在利用互联网开展相关业务时，除了要考虑互联网金融的便捷性，更要充分考虑网络安全性问题，为客户提供一个安全、可靠的交易环境。同时，信托公司也不能过度迷信技术而忽视了技术的潜在风险和道德风险，过于复杂的技术阻碍了人们正确认识风险，这可能导致系统性风险的过度累积。

八、互联网金融下信托行业发展的政策建议

（一）法律制度的完善

信托行业及互联网金融的健康发展都离不开法律制度的支持。就信托行业而言，我国在信托方面的法律法规比较落后，而且缺乏与之相匹配的制度，这对信托行业的发展造成了阻碍。信托公司可以横跨资本市场、货币市场以及实业市场，所以信托关系涉及的方面非常广泛，范围也很广阔；而我国的信托行业刚开始时就已经先天不足，法律法规跟不上信托行业的发展，没有明确的有关信托行业的监管制度和市场准入制度，也没有相配套的信托财产登记制度、信托产品税收制度等。在互联网金融方面，当前的法律法规也存在大量的空白。法律定位、监管主体、准入机制、业务流程监控、个人及企业的隐私保护措施，以及沉淀资金及其孳息的监管处理方式等还不明确。

为促进信托公司在互联网金融下健康、可持续地发展，我国不仅需要完善有关信托行业的法律法规，更需要建立并完善与互联网金融相关的法律法规体系。第一是加深对互联网金融发展模式的研究，通过研究国内发展现状，对比国外发展的最新动态，充分认识当前阶段我国互联网金融发展的特征和发展趋势，将虚拟经济与实体经济相融合，从而推动其服务我国实体经济的发展。第二是进一步加大互联网金融相关法律体系的建设力度，不仅要對现有的法律法规进行修订完善，还要加快建立互联网金融领域的消费者权益保护、反垄断、产权保护、征信体系、监管体系等方面的法律法规体系，并建立准入机制。第三是严厉打击通过互联网金融平台进行的洗钱、欺诈、非法集资、非法吸收公众存款等金融行业违法犯罪活动，促进我国金融行业的健康发展。第四是加强国际范围内的法律适用性，在互联网金融领域加强国际合作，全力营造健康、规范和有序发展的互联网金融市场环境。



（二）监管政策的支持

在互联网金融的监管方面，虽然我国还没有一套统一完善的监管制度，但金融监管机构均表现出了支持其发展的态度。目前，信托公司涉足互联网金融领域还受到众多监管政策的限制，如信托合同必须要面签、推介信托计划时不得进行公开营销宣传等。随着混业经营趋势的深化，各个金融业务之间的边界也越来越模糊，几乎每一项金融创新都可能带来其他金融渠道的竞争。要想进一步推动信托公司在互联网金融下的规范化和阳光化发展，就需在监管政策上予以支持，合理掌握信托公司金融创新的发展限度，并尊重互联网行业自身特点和规律，鼓励并肯定信托公司的创新精神和创新能力，有针对性地制定并实施相关规范和监管制度。

随着互联网技术的发展以及信托公司业务的拓展，有些监管要求在互联网技术支持下已经能够很好地实现，监管应予以放开。比如，现实中对于直销客户面签的要求，实际上有关部门已通过相关技术实现可视化设备以及电子印章等方式签订合同等同于柜台面签的效力，甚至可以防范目前营销人员的道德风险。采用互联网技术有利于信托公司提高客户信息的完备性，也有利于信托公司反洗钱的监控。

随着第三方支付及账户同一化趋势的发展，“账户为王”的时代即将到来。在互联网时代，账户不仅是用户进入互联网的身份凭证，更是包括了客户所有信息的综合载体，它既是公司同客户交互信息的主要渠道，也是公司挖掘客户价值的直接途径。对于投资者而言，无论是购买理财产品，还是投资股票、购买保险、进行消费，甚至办理电子商务业务等，所有金融活动的出发点和归宿点都是在账户。对于金融机构而言，账户是投资者进行综合理财和财富管理的出发点和归宿点，只有通过构建和运营综合账户服务体系，才能了解和满足客户真实和完全的需求。因此，构建面向客户的一站式综合金融服务的账户体系是金融机构开展财富管理业务的基础，也是客户服务之源。

然而，信托公司既没有第三方支付的牌照，也没有加入中国人民银行的大额支付系统，综合支付功能受到限制。2014年初，国泰君安证券公司已获得牌照，可直接接入中国人民银行大额支付系统，国泰君安由此成为首家进入中国人民银行大额支付系统的非银行业金融机构。监管机构对信托公司支付账户建设的支持将有助于信托公司开展财富管理业务，信托公司不仅可将客户的证券账户、资产管理账户等一并管理，实现跨行支付，更主要的在于可以积累庞大、精准的客户信息，为信托公司进行基于互联网的业务创新打下牢固的基础。



（三）加大投资者教育

投资者教育一直是信托公司为客户提供服务中的重要一环，是确保信托行业合法、合规和可持续发展的关键。近几年，信托行业得到了空前的快速发展，越来越受到社会各方的关注，社会上也出现了由于不了解信托而对信托产生不公正评价和误解的现象，这在一定程度上对信托行业产生了一些负面影响。面对这种状况，加大对信托行业的正面宣传力度、积极培育信托文化、全面普及信托知识、深入开展投资者教育、引领投资者树立“买者自负、卖者有责”的理性投资及经营理念，显得尤为重要。

目前快速发展的互联网金融提倡的选择自由隐含着一个前提：风险自担、自负盈亏，如此方能鼓励人们选择多元化的金融渠道及金融产品。客户若未经适当教育，无法接受这一理念，一旦出现风险可能激起严重事件，加剧监管者的担忧。因此从政府、信托公司、行业协会等多种渠道开展相关的风险教育，促进严谨的契约精神和良好的商业环境，不仅有益于互联网金融，而且对信托行业也是有百利而无一害。

此外，信托公司还可以通过互联网的技术和手段进行信托知识的普及，可对不同类型的信托产品进行解读和分析，帮助广大投资者更好地理解 and 掌握我国的信托业务模式、信托产品及信托监管政策。同时，借助于互联网，信托知识可直达投资者，由此可以帮助投资者树立良好的信托投资理念，远离非法集资陷阱。

参考文献

- [1] [美] B. 约瑟夫·派恩、詹姆斯·H. 吉尔摩著，毕崇毅译：《体验经济》，北京，机械工业出版社，2012。
- [2] [美] B. 约瑟夫·派恩二世、基姆·C. 科恩著，王维丹译：《湿经济：从现实到虚拟再到融合》，北京，机械工业出版社，2012。
- [3] 白静：《互联网金融创新的法律规制——以余额宝的发展和监管为例》，河北经贸大学硕士学位论文，2014。
- [4] [美] 保罗·纽恩斯、提姆·布锐恩著，崔璐译：《跨越S曲线：如何突破业绩增长周期》，北京，机械工业出版社，2013。
- [5] 陈威如、余卓轩：《平台战略：正在席卷全球的商业模式革命》，北京，中信出版社，2013。
- [6] [美] 戴维·阿克著，李兆丰译：《创建强势品牌》，北京，机械工业出版社



社, 2012。

[7] [美] 戴维·阿克著, 吴进操、常小虹译:《管理品牌资产》, 北京, 机械工业出版社, 2012。

[8] [美] 戴维·阿克、埃里克·乔基姆塞勒著, 欧帅译:《品牌领导》, 北京, 机械工业出版社, 2012。

[9] 杜丽虹、姜昧军:《金融长尾战略——金融创新的长尾风险与后全能银行时代》, 北京, 清华大学出版社, 2011。

[10] 高策:《基于需求视角的互联网金融模式研究》, 山东财经大学硕士学位论文, 2014。

[11] 韩壮飞:《互联网金融发展研究——以阿里巴巴集团为例》, 河南大学硕士学位论文, 2013。

[12] [美] 杰里米·里夫金著, 张体伟、孙豫宁译:《第三次工业革命: 新经济模式如何改变世界》, 北京, 中信出版社, 2012。

[13] [美] 克莱顿·克里斯坦森著, 胡建桥译:《创新者的窘境》, 北京, 中信出版社, 2014。

[14] [美] 克里斯·安德森著, 乔江涛、石晓燕译:《长尾理论》, 北京, 中信出版社, 2012。

[15] [美] 克里斯·安德森著, 蒋旭峰等译:《免费》, 北京, 中信出版社, 2012。

[16] [美] 理查德·鲁梅尔特著, 蒋宗强译:《好战略, 坏战略》, 北京, 中信出版社, 2012。

[17] 李加宁、李丰也:《世界主要国家互联网金融发展情况与监管现状》, <http://www.bisf.cn/zbscyjw/yjbg/201404/0157b0089cec4868996a0930374b6f84.shtml>, 2014-04-18。

[18] 李俊:《德国互联网金融的经验及其对中国的启示》, 载《清华金融评论》, 2014 (2)。

[19] 李耀东、李钧:《互联网金融——框架与实践》, 北京, 电子工业出版社, 2014。

[20] [美] 罗伯特·布伦纳等著, 廖芳谊、李玮译:《至关重要的设计》, 北京, 中国人民大学出版社, 2013。



- [21] [美] 罗伯特·西奥迪尼著, 闫佳译:《影响力》, 沈阳, 万卷出版公司, 2010。
- [22] [美] 迈克尔·波特著, 郭武军、刘亮译:《竞争战略》, 北京, 华夏出版社, 2012。
- [23] [美] 迈克尔·塞勒著, 邹韬译:《移动浪潮: 移动智能如何改变世界》, 北京, 中信出版社, 2013。
- [24] 彭志强:《商业模式的力量》, 北京, 中信出版社, 2013。
- [25] [美] 斯蒂芬·德罗特著, 孙贺影等译:《业绩梯队: 让各层级领导者做出正确的业绩》, 北京, 机械工业出版社, 2012。
- [26] 宋国良:《美英互联网金融监管模式镜鉴》, 载《人民论坛》, 2014 (19)。
- [27] [美] 唐纳德·A. 诺曼著, 梅琼译:《设计心理学》, 北京, 中信出版社, 2010。
- [28] 万建华:《金融 e 时代——数字化时代的金融变局》, 北京, 中信出版社, 2013。
- [29] [英] 维克托·迈尔-舍恩伯格、肯尼思·库克耶著, 盛杨燕、周涛译:《大数据时代: 生活、工作与思维的大变革》, 杭州, 浙江人民出版社, 2013。
- [30] 吴怀镛:《我国信托公司的产品营销策略分析》, 载《现代商业》, 2012 (21)。
- [31] 谢平:《关于互联网金融未来的设想》, 载《现代物流报》, 2014-06-01。
- [32] 谢平:《互联网金融的基本理论要点》, 载《21 世纪经济报道》, 2014-04-10。
- [33] 新华社《金融世界》、中国互联网协会:《中国互联网金融报告 (2014)》, http://wenku.baidu.com/link?url=TlgcbBiau4BrYkAKY5HZN_V3JomxUADSIcuUfLSR9mXPSSK_uOZrHO4S8Kjycwky2PEPcek90FULONOn7kvtvxXUEbMFvr9O9Iz_Cxdoa, 2014-08-07。
- [34] [瑞士] 亚历山大·奥斯特瓦德、[比利时] 伊夫·皮尼厄著, 王帅等译:《商业模式新生代》, 北京, 机械工业出版社, 2011。
- [35] 闫博锴:《围观海外: 法国互联网金融的深刻变革》, http://www.yinhang.com/a_2014_0225_187235.html, 2014-02-25。
- [36] 杨胜利:《互联网金融对信托业转型发展的启示: 五个维度》, <http://>



www.yanglee.com/news/newsdetail.aspx? NodeCode = 105022016003&id = 100013276258181, 2014-06-04。

[37] 姚文平：《互联网金融——即将到来的新金融时代》，北京，中信出版社，2014。

[38] 张波：《O2O：移动互联网时代的商业革命》，北京，机械工业出版社，2013。

[39] 赵捷：《企业信息化总体架构》，北京，清华大学出版社，2011。

[40] 中国人民银行金融稳定分析小组：《中国金融稳定报告（2014）》，北京，中国金融出版社，2014。

[41] 中国信托业协会：《中国信托业发展报告（2013—2014）》，北京，中国金融出版社，2014。

[42] 中国新闻网：《日媒：互联网金融在日本不是“洪水猛兽”》，<http://www.chinanews.com/hb/2014/03-27/6000631.shtml>，2014-03-27。

[43] 中铁信托：《家族信托深度研究报告》（内部报告），2014。

[44] 中铁信托：《水务市场深度研究报告》（内部报告），2013。

[45] 中铁信托：《中铁信托网络信托研究》（内部重点课题），2013—2014。

[46] 中信建投：《海外互联网金融那些事》，载《中国证券报》，2014-03-27。

[47] 周辉：《产品研发管理：构建世界一流的产品研发管理体系》，北京，电子工业出版社，2012。

[48] 《互联网金融专题研究：美国互联网金融发展状况初探》，<http://wenku.baidu.com/link?url=UkdIZYxsbT-RjTnZpL28w8VhJ83aW1cwNBC8pJJp4cWsx34OrAa30gEn62Of62Yw6NnG-YSfxQldvUlc0BBDbuRwWJsQYOOmzkF12hD8wO>，2013-11-13。



信托营销体系建设研究

课题牵头单位： 新华信托股份有限公司

课题组成员：

孟红忠 张 君 季 晶

新华信托股份有限公司

华能贵诚信托有限公司

中泰信托有限责任公司



摘要

监管层通过《中国银监会关于规范信托产品营销有关问题的通知》（征求意见稿）和《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》为信托营销体系的建立做了清晰的指引，要求信托公司构建与以客户为核心、以专业化资产配置和财富管理为主要服务内容相匹配的信托营销模式，这是研究信托营销体系建设的基本出发点。

目前，信托行业正朝着“受人之托，代人理财”的业务本源回归，大力发展财富管理业务，本文在此背景下，通过研究国外成熟市场上的另类投资管理公司、国内商业银行、证券公司和保险公司的营销体系，结合国内信托行业一般采用的营销模式，探讨如何建立与之相适应的信托营销体系，并提出建设性的思路。

面对竞争日益激烈的资产管理业务和尚处于蓝海的财富管理业务，信托公司应当顺应监管机构政策指引，以创新思维和大胆尝试来突破僵局，迎头赶上，以设立财富管理子公司为契机，构建符合实际需要的营销体系。本文研究和探讨的信托营销体系，除了包括信托营销模式之外，还包含信托公司财富管理品牌的建设、中后台支撑系统和管理平台的建设、销售团队的建设和管理、客户服务理念的提升，以及客户体验反馈的改善等更广泛的内容。基于上述观点，我们认为信托营销体系的建立，应当确立“受人之托，代人理财”的理念，遵循“销售+服务+管理”的统筹规划战略，以建立财富管理中心，培育直接销售业务能力，关注人员管理及团队建设、财富管理品牌建设、营销管理平台建设以及客户服务能力的提升，并据此思路提出具体的操作办法。

关键词：营销体系 营销模式 另类投资 金融机构 财富管理



目 录

一、信托营销体系概述	213
(一) 信托营销体系的内涵	213
(二) 信托营销市场现状	213
1. 现行主要监管政策	213
2. 现行信托营销模式	214
3. 现行市场参与主体	215
4. 目标客户群体	217
5. 营销市场存在的问题	218
二、国外专业财富管理机构的营销体系建设情况	220
(一) 市场参与主体	220
(二) 资金来源	222
(三) 营销渠道	223
1. 设立专业资金募集服务机构	223
2. 与专业资金募集服务机构合作	224
3. 通过共同基金打开分销渠道	224
三、国内其他金融机构营销体系建设情况	225
(一) 商业银行代客理财营销体系	226
1. 历史沿革	226
2. 政策法规	226
3. 营销渠道	226
(二) 券商营销体系	228
1. 历史沿革	228
2. 政策法规	229
3. 营销渠道	229
(三) 保险营销体系	231



1. 历史沿革	231
2. 政策法规	232
3. 营销渠道	232
四、信托营销体系建设的理念和战略	234
(一) 确定“受人之托，代人理财”的理念	234
1. 信托理念的源起	234
2. 信托理念在现代中国的发展	234
3. 确立“受人之托，代人理财”的理念	235
(二) 执行“销售 + 服务 + 管理”的统筹规划战略	236
五、信托营销体系的发展模式	236
(一) 设立信托公司财富管理子公司	237
(二) 依托信托公司或其股东控股的第三方财富管理机构	238
(三) 依托金融机构代理推介	238
六、信托营销体系建立探析	239
(一) 设立财富管理子公司	239
1. 从监管政策引导的角度看	239
2. 从信托公司健康发展的角度看	239
3. 从资产管理子行业发展的角度看	240
(二) 人员管理及团队建设	241
1. 统一设定任职资格和人员编制	241
2. 不断加强业务培训	242
3. 善于运用考核激励	242
4. 严格规范职业操守	242
(三) 财富管理品牌建设	243
1. 加大广告资源投放	243
2. 加大研究投入，提升市场影响力	244
(四) 营销体系管理平台建设	244
1. 营销相关制度建设	245
2. 营销相关支持部门设置	245
3. 客户关系管理系统建设	245



（五）客户服务能力的提升	246
1. 搭建大数据分析能力	246
2. 与互联网金融、社交媒体结合	247
七、结语	247
八、致谢	248



信托行业发展至今，经历了五次行业整顿，监管层和业界逐步达成共识，即信托公司应当改变以往定位为“融资平台”、“第二银行”的经营思路，而是应当深刻认识《信托法》、《信托公司管理办法》等法律法规的立法精神，明确“受人之托，代人理财”的业务本质。延伸到营销体系建设上，近年来，信托公司在实践过程中，不断尝试着以商业银行代理推介、第三方理财机构代销等为核心来建设自身营销体系，但都难以摆脱以追求短期销售业绩为主要目的，这不仅与信托业务本质相悖，也不利于信托公司与投资者建立长期稳定的信赖关系。

监管层通过《中国银监会关于规范信托产品营销有关问题的通知》（征求意见稿）为信托营销体系的建立做了清晰的指引，要求信托公司构建以客户为核心、以专业化资产配置和财富管理为主要服务内容的信托营销模式，这应当作为研究信托营销体系建设的基本出发点。

一、信托营销体系概述

（一）信托营销体系的内涵

狭义的信托营销体系，即信托营销模式、信托销售渠道，是指信托公司或其委托的机构根据市场需求，运用营销手段向投资人提供信托产品和信托服务的制度安排。随着信托行业资产管理规模的不断增长和信托公司对信托制度理解的不断加深，信托营销体系的内涵也在不断拓展。本文所研究的信托营销体系是广义的信托营销体系，不仅包含信托公司对营销渠道的搭建和选择，还包含对信托公司财富管理品牌的建设、中后台支撑系统和管理平台的建设、销售团队的建设和管理、客户服务理念的提升以及客户体验反馈的改善等。

在面对纷繁多样的市场变化和监管驱动的政策调整，信托公司应当立足长远、审时度势，建立一套贴近市场、符合行业发展方向的营销体系，以提升在越发激烈的泛资产管理行业的竞争实力。

（二）信托营销市场现状

1. 现行主要监管政策

信托行业作为金融行业的一个重要子行业，横跨资本、货币、产业三个行业，影响范围非常广泛，因此一直以来都由人民银行和中国银监会双重监管。自2001年《信托法》颁布之后，中国银监会于2007年颁布了《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》两部部门规章，并于2009年又对《信托公司集合资金信托计划管理办法》进行了修订，此后，中国银监会又于2010年颁布了《信托公司净资本管理办法》，从此形成了信托行业“一法三规”的顶层设计，在规范和指引信托行业发展的同时，也规范和指引着信托营销体系的建立。

集合资金信托计划是信托行业业务发展的方向，中国银监会修订后的《信托公司集合资金信托计划管理办法》，对合格投资者的认定、信托计划信息的披露、信托计划的营销推介等内容都做了规范性的描述，允许信托公司委托商业银行向合格投资者推介信托计划，但禁止信托公司委托非金融机构推介信托计划。因此，商业银行代理推介一直是信托计划募集资金的主要渠道，占比最高时达到70%。此后，信托行业资产管理规模飞速增长，很快催生了大量募集资金的业务需求，大量第三方财富管理机构借道“财务顾问”、“咨询服务”变向销售信托计划，为信托计划募集资金，发行火爆时参与机构高达几千家。飞速增长的业务规模带来了虚假宣传、违规承诺、返还佣金等诸多问题，中国银监会在对各家信托公司进行多次“窗口指导”而收效甚微之后，颁布了被业内称为史上最严厉的一揽子监管政策《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号），又称99号文。

2014年4月，中国银监会颁发了99号文，强调“尽责、厘清、转型”，其出台背景虽然并非针对信托营销，但也对信托营销过程中存在的乱象以及营销体系建设中存在的问题给予了规范和指引。在信托营销方面，99号文提出“坚持合格投资人标准”和“坚持私募标准”，准确划分投资人群，把合适的产品卖给适合的对象，承担售卖的责任；同时要求信托公司在信托营销时，必须向投资人充分揭示风险，不做任何误导性的销售行为；严格执行《信托公司集合资金信托计划管理办法》，防止第三方非金融机构销售风险向信托公司传递等。

99号文出台满月之时，中国银监会又颁发了《关于对99号文相关事项的说明》，对99号文中所述部分监管新政做出细则要求，明令禁止信托公司委托非金融机构推介信托计划，鼓励其建立自己的直销渠道，大力发展财富管理业务。

2. 现行信托营销模式

市场常喜欢遵循“二八现象”、“三七现象”，这也体现在信托营销模式上。伴随着信托行业的飞速发展，逐渐形成了由商业银行代理推介、第三方财富管理机构代销、信托公司人员直销这三种信托营销模式并存的局面。其中，商业银行代理推介规模占比达到70%，第三方财富管理机构代销和信托公司人员直销规模合计占比



为 30%。

商业银行代理推介是信托公司最主要的营销模式和销售渠道。由于商业银行在网络、结算、服务、政策等方面占据优势，因此其掌握着丰富的高端客户资源。商业银行代理推介模式的优势主要体现在销售规模大，募资时间短。但是，各家商业银行对于合作的信托公司一般要求比较严格，信托产品代理推介的决策周期也比较长，同时，商业银行往往对其代理推介的信托计划要收取较高的手续费，大大提高了信托计划募集资金的成本，这些也是该模式的劣势。大部分信托公司对商业银行代理推介十分依赖，甚至许多信托公司完全依赖商业银行作为其销售渠道，为此，信托公司建立自己的直销渠道尤为重要。

第三方财富管理机构代销是信托公司重要的营销模式和替代销售渠道。近年来，以销售信托产品、基金产品、PE 产品并收取销售佣金为主要业务的第三方财富管理机构蓬勃发展，少数机构已经积累了雄厚的客户资源，具有很强的产品销售能力和资金募集能力。信托公司与第三方财富管理机构进行合作，可充分利用其客户资源，提高资金募集效率。但是，第三方财富管理机构不属于金融机构，缺乏相应的监管约束，整个市场略显混乱，潜藏着不少风险。中国银监会颁布的《中国银监会关于规范信托产品营销有关问题的通知》（征求意见稿）（以下简称《通知》）和 99 号文均限制信托公司委托非金融机构销售信托产品，因此，第三方财富管理机构这一销售渠道难以进一步发挥作用。

信托公司人员直销是信托公司大力发展的营销模式和销售渠道。大部分信托公司已建立了自己的财富管理中心作为直销渠道，并在全国主要经济发达城市招募销售人员。直销渠道的建设非常容易形成信托公司自身的募资能力，有利于摆脱信托计划的销售渠道受制于人的局面。目前，我国信托公司直销渠道募资能力发展并不均衡，一些实力较强、起步较早的信托公司已经形成了较为完善的营销体系，而一些起步较晚的信托公司甚至还没能形成自身的直销能力。

3. 现行市场参与主体

（1）金融机构。信托销售市场中金融机构的参与方主要是商业银行，一直以来，商业银行代理推介信托计划占信托计划资金募集总规模的 70% 左右。以工行为例，截至 2013 年底，工行信托计划代理收付业务规模为 117 亿元，涉及 24 个项目^①。但

^① 蔡颖：《工行：不存在为信托违约兜底》，载《经济参考报》，2014-03-28。



随着房价走势拐点出现，地方政府债务率持续高企，信托计划兑付风险不断积聚，又恰逢中国银监会拟定《通知》，颁布 99 号文，商业银行开始收紧信托计划代理推介业务，其对信托计划销售规模的贡献度也下降到 50% 左右。

根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》中关于营销渠道的相关规定，商业银行可以代理推介信托产品，但与“代理销售”有所区别，即商业银行不能独立地完成销售过程，信托公司必须对投资人履行客户甄别、风险揭示、信息披露等职责（如填写调查问卷、解释合同文本等）。

（2）非金融机构。信托销售市场中非金融机构的参与方主要是第三方财富管理机构，目前市场上的第三方财富管理机构主要可以分为以下三类：

①全国性大型第三方财富管理机构。这类机构以诺亚财富、恒天财富等为代表，在全国各地构建直销业务团队，销售人员数量庞大，直销规模占比高，销售支持体系完善。如恒天财富在全国各地的销售人员就超过 1200 人，分支机构遍布全国 40 多个大中城市，其分支机构的覆盖面与人数甚至超过了许多信托公司。

②区域性中型第三方财富管理机构。这类机构以上海的钜派投资、北京的宜信财富等为代表，一般集中于北京、上海、广州、深圳等一线城市，很少设有分支机构，若设立分支机构，往往也集中在长三角、珠三角、京津冀等经济发达的地区。销售人员数量从数十人到数百人不等，直销规模占比虽然较高，但仍需有一定比例通过其他渠道实现销售。

③小型第三方理财机构。这类机构无分支机构且销售人员较少。其展业范围主要集中在北京、上海、广州、深圳等一线城市，也有少部分会将展业范围扩展至杭州、苏州等经济较发达的二线城市。销售人员普遍在 100 人以下，多为 20 ~ 30 人，极端情况下销售人员少于 10 人。这类机构直销规模占比较小，以渠道销售为主，往往由几家机构联合起来包销一款信托计划。

（3）财富管理中心。根据《通知》和 99 号文的政策精神，信托营销体系建设和信托业务转型的一个重要举措就是建立财富管理中心，组建自己的直销团队。

为迎合业务发展需求，推进信托营销体系建设，近年来各家信托公司纷纷建立财富管理中心，打造属于自己的直销团队。统计截至 2012 年末的数据，68 家信托公司中已有 58 家设立产品营销、客户服务和财富管理中心，超过 90% 的信托公司正在探索直销业务模式^①。但截至目前，完全依靠直销渠道的信托公司数量极少，绝大多数

^① 李茜：《信托业艰难转型》，载《上海金融报》，2014-06-10。



信托公司采取多种营销模式并用的方式。从数据来看，直销渠道资金募集的比例占到信托计划资金募集的 10% 左右。

在信托公司营销转型中，平安信托以做中国最好的“私人财富管理机构”为目标，经常被业界所提起。平安信托自建财富管理中心，引进私人财富管理系统 Odyssey，实现一个客户、一个账户。一方面，直销人员可以直观地了解每个客户的资产配置情况，从而为客户提供更合理的投资建议；另一方面，客户能够实时掌握自己名下各种信托资产的最新情况，还能够通过系统生成的月报来回顾过往投资情况、交易明细等，供检视或调整投资策略。平安信托已在全国十多个一、二线城市建立了财富管理中心，建立起了一支超过 600 人的理财经理队伍，直接为高净值客户提供理财规划建议及投资咨询服务^①。

4. 目标客户群体

除了资金量庞大的机构投资者参与认购信托计划之外，数量更加广泛的个人投资者纷纷参与到认购信托计划的行列，成为信托营销市场上最重要的目标客户群体。

中国银监会 2009 年 2 月修订的《信托公司集合资金信托计划管理办法》中对合格投资者的认定标准是能够识别、判断和承担信托计划相应风险，另外还要求资金实力达到一定标准：一是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；二是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；三是个人收入在最近三年内每年收入超过 20 万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过 30 万元人民币，且能提供相关收入证明的自然人。

显然，拥有不凡资金实力和风险识别能力的高净值人群，是信托公司的主要目标客户群体。何为高净值人群？胡润研究院经过研究认为，高净值人群应为个人资产在 600 万元以上的人群。根据胡润研究院发布的《2014 中国高净值人群心灵投资白皮书》，截至 2013 年末，全国个人资产在 600 万元以上的高净值人群数量比上年新增 10 万人，达到 290 万人，其中超过 6 万的新人住在北京、上海与广州；在亿万元资产以上的高净值人群数量比上年新增 2500 人，达到 6.7 万人。另据胡润研究院预测，未来 3 年，中国高净值人群数量可能达到 335 万人。从地区分布来看，华东地区占比仍然最高，达 44%；华北第二，占比达 23%；华南第三，占比达 18%；而东北、西南、

^① 李峻岭等：《信托年增 1.77 万亿创造收益 1097 亿 直销是最大短板》，载《理财周报》，2012-06-04。



华中和西北四地总和仅占 15%。

从省市分布来看，北京的高净值人群数量仍然最多，比 2012 年增加 1.5 万人，达到 49 万人；其次是广东，比 2012 年增加 1.7 万人，达到 48.6 万人；上海排名第三，比 2012 年增加 3 万人，达到 42 万人；浙江排名第四，比 2012 年增加 4900 人，达到近 38 万人。这四个省市共拥有高净值人群 177.6 万人，占全国的 61%。拥有高净值人群超过 5 万人的省市有 10 个，除上述四个省市外，还包括江苏、山东、福建、辽宁、四川和天津。除内蒙古、辽宁和吉林外，其他省（区、市）的高净值人群数量均有所上升（见表 1）。

表 1 全国高净值人群数量前十名的省（市）及分布 单位：人，%

排名	省（市）	人数	占比	增加人数
1	北京	490000	16.9	15000
2	广东	486000	16.8	17000
3	上海	420000	14.5	30000
4	浙江	379900	13.1	4900
5	江苏	216000	7.5	8000
6	山东	111000	3.8	6000
7	福建	109000	3.8	2000
8	辽宁	79000	2.7	-1000
9	四川	71300	2.5	2800
10	天津	51400	1.8	3900
	其他	486400	16.8	

注：“占比”数据四舍五入取小数点后一位，造成数据加总可能不等于 100%。

数据来源：胡润研究院。

高净值人群是各家信托公司的目标客户和追逐对象，但在竞争激烈的泛资产管理市场，这些高净值人群同样也将成为商业银行、券商基金、保险公司等其他金融机构和第三方财富管理机构追逐的对象。

5. 营销市场存在的问题

（1）发展中的矛盾。信托行业发展至今，原有的营销模式虽然能够满足行业发展的需要，但始终存在着矛盾与不足，长期来看，不利于信托公司应对市场的变化和监管的调整。

①商业银行代理推介占比高，受市场和政策变化影响大。一直以来，商业银行代理推介信托计划占信托计划资金募集规模的 70%，但随着房价走势拐点出现，地方政府债务率持续高企，信托计划兑付风险不断积聚，又恰逢中国银监会拟定《通



知》，颁布 99 号文，商业银行开始收紧信托计划代理推介业务，其对信托计划销售规模的贡献度也下降到 50% 左右，四大国有商业银行更是暂停了信托计划代理推介业务，对信托计划资金募集影响较大。

②第三方财富管理机构实力提升，但存在销售违规、秩序混乱现象。2012 年全年，全国第三方财富管理机构的信托销售规模在千亿元左右，占比约为 30%，第三方财富管理机构销售实力的提升，有效地缓解了因商业银行收紧信托计划代理推介业务而给信托公司带来的募资压力。但是，第三方财富管理机构进入门槛较低，鱼龙混杂、良莠不齐，多以经营“投资管理”、“投资咨询”等名义在工商部门注册开业，并非持牌金融机构，所受监管约束较少，经营成本低廉，违规成本较低。通常一个办公室、几个员工、几部电话、几台电脑就可以开展业务。业务模式单一，行业竞争激烈。国内几千家第三方财富管理机构都以代销金融产品并收取佣金为业，涉及信托、资产管理计划、有限合伙等多个产品种类。在销售过程中，第三方财富管理机构通常以扩大宣传、违规承诺、销售返佣、层层转包等方式竞争客户资源，提升销售业绩，重利益而轻规范，时常造成客户投资损失、个人信息泄露等恶性事件发生，对信托计划、信托公司负面影响深远。

③大力培养自身直销实力，短期无法替代其他营销渠道。近几年，各家信托公司纷纷建立财富管理中心，打造属于自己的直销团队，直销团队的销售能力不断提升，销售规模占比已达 20%，但短期内仍旧无法替代商业银行代理推介和第三方财富管理机构代销。

信托公司直销渠道发展缓慢，主要有以下几点原因：一是信托公司的专长在于其产品研发及风控，而缺乏销售和推广的基因，销售能力先天不足；二是信托公司长期受限于异地布局的障碍，设立的异地财富管理中心也主要分布于几个大城市，覆盖范围有限，目标客户积累缓慢；三是信托公司直销渠道只能销售本公司产品，面对泛资产管理市场上其他金融机构的竞争，直销渠道不利于留住目标客户。

(2) 政策上的不足。一方面，中国银监会已多次提出，要求各信托公司加强自身营销体系建设，鼓励信托公司自建财富管理中心，禁止信托公司委托非金融机构代理推介信托计划，清理此前第三方财富管理机构的不规范销售行为。截至 2012 年末，68 家信托公司中已有 58 家设立产品营销、客户服务和财富管理中心，超过 90% 的信托公司正在探索直销业务模式，直销渠道销售能力不断提升，销售规模占比已达 20%。但要在目前完全取缔第三方财富管理机构代销信托计划，将对信托计划资金募



集产生巨大影响，尤其是在商业银行开始逐步收紧信托计划代理推介业务的情况下，信托计划发售和项目兑付将承受较大压力。对于在营销模式转型中挣扎的部分信托公司而言，虽明知仅依赖第三方财富管理机构代销信托计划存在诸多问题，但为了确保信托计划发售和项目兑付，与第三方财富管理机构合作仍是不得已的现实选择。

另一方面，事实证明第三方财富管理机构的存在和发展是对进一步完善财富管理市场的有效补充，但目前我国对第三方财富管理机构的监管仍然接近空白，没有明确的监管部门，没有针对性的监管制度，更没有可行的监管细则。我国金融机构实行分业经营、分业监管，针对具体的金融机构，例如银行、证券公司、保险公司分别设有中国银监会、中国证监会、中国保监会进行监管。第三方财富管理机构销售的理财产品涉及信托计划、公募基金、资产管理计划、有限合伙等多个种类，除有中国证监会颁布若干部门规章和规范性文件对证券、基金的产品营销进行规范外，对其他产品的规范均处于真空状态，亟待完善和补充。

二、国外专业财富管理机构的营销体系建设情况

“他山之石，可以攻玉。”国外的财富管理业务，尤其在美国，在经过了几十年的发展之后，已经形成了较为成熟和稳定的市场，通过对市场上的专业财富管理机构进行分析和研究，借鉴其营销模式，有利于信托营销体系建设的研究。信托投资，无论是从其投资范围、投资期限，还是从其募集方式、投资门槛、收益率水平等要素来看，都与传统的股票投资、债券投资不同，根据国外成熟理财投资市场的分类标准，国内的信托投资更偏向于另类投资。

另类投资是指在股票、债券及期货等公开交易平台之外的投资方式，包括私募股权（PE）、房地产、对冲基金、基金中的基金（FOF）等诸多投资品种。与近年来信托投资出现爆炸性增长一样，另类投资出现爆炸性增长的原因，一方面是因为传统投资市场的低迷，特别是股票市场和债权市场的低迷，另一方面是因为房地产和房地产融资市场的繁荣。另类投资基金是另类投资的载体，在过去 30 年，其平均年回报率达到 24%，远高过公募基金的 11%，吸引了大量退休基金、大学基金和慈善基金的加入，使另类投资获得了空前的发展。因此，研究国外专业财富管理机构的营销模式，应该着重选择国外另类投资领域的专业财富管理机构进行研究。

（一）市场参与主体

数以千计的另类投资管理公司是国外另类投资市场的主要参与者，但那些历史悠



久、业绩卓越的巨头，却是全球另类投资管理市场的真正主宰者。

根据世界知名的投资咨询机构韬睿惠悦咨询公司与《金融时报》共同发布的一项研究，全球另类资产管理总规模截至 2012 年末已经达到 5.1 万亿美元，而全球百强另类投资管理公司 2012 年管理的资产规模总额竟高达 3.1 万亿美元，主要涵盖七个资产类别，不动产管理公司管理的资产规模居榜首（占比为 34%，突破 1 万亿美元），其后依次为直接私募股权基金管理公司（占比为 23%，达 7170 亿美元）、直接对冲基金（占比为 20%，达 6120 亿美元）、私募股权母基金（PEFoF）（占比为 10%，达 3150 亿美元）、对冲基金母基金（FoHF）（占比为 6%，达 1760 亿美元）、基础设施投资（占比为 4%，达 1280 亿美元）及大宗商品（占比为 4%，达 1180 亿美元）（注：“占比”数据四舍五入取整数，可能造成数据加总不等于 100%）。

七个资产类别中都有佼佼者，麦格理集团（Macquarie Group）是最大的基础设施投资管理公司，管理资产金额高达 950 亿美元左右；世邦魏理仕全球投资集团（CBRE Global Investors）是最大的不动产管理公司，管理资产金额高达 800 亿美元；高盛公司（Goldman Sachs & Co.）是最大的私募股权管理公司，管理资产金额高达 680 亿美元；阿尔法投资（AlpInvest Partners）是最大的私募股权母基金，管理资产金额高达 440 多亿美元；黑石另类资产管理（Blackstone Alternative Asset Management）是最大的对冲基金母基金管理公司，管理资产金额高达 450 亿美元左右；桥水投资公司（Bridgewater Associates）是最大的对冲基金管理公司，管理资产金额高达 840 多亿美元；贝莱德（BlackRock）是最大的大宗商品管理公司，管理资产金额高达 740 亿美元（见表 2）。

表 2

全球前 20 大另类投资管理公司

单位：百万美元

序号	管理公司	注册地	总规模	投资类别
1	麦格理集团	澳大利亚	94845.70	基础设施基金
2	桥水投资公司	美国	84042.00	对冲基金
3	世邦魏理仕全球投资集团	美国	80000.00	不动产基金
4	贝莱德	英国	74000.00	大宗商品
5	高盛公司	美国	68000.00	私募股权基金
6	安盛不动产	法国	65453.46	不动产基金
7	布鲁克菲尔德资产管理	加拿大	65163.00	不动产基金
8	瑞银环球资产管理	英国	65036.61	不动产基金
9	黑石资本	美国	57090.00	私募股权基金



续表

序号	管理公司	注册地	总规模	投资类别
10	德州太平洋投资	美国	54526.00	私募股权基金
11	凯雷集团	美国	53338.00	私募股权基金
12	黑石不动产	美国	50427.10	不动产基金
13	德银资产管理	美国	48727.00	不动产基金
14	领盛投资管理	美国	47700.00	不动产基金
15	KKR	美国	45200.00	私募股权基金
16	黑石另类资产管理	美国	44812.07	对冲基金母基金
17	阿尔法投资	荷兰	44029.50	私募股权母基金
18	瑞士信贷资产管理	美国	41907.80	不动产基金
19	摩根士丹利	美国	41271.00	不动产基金
20	橡树资产管理	美国	41208.50	私募股权基金

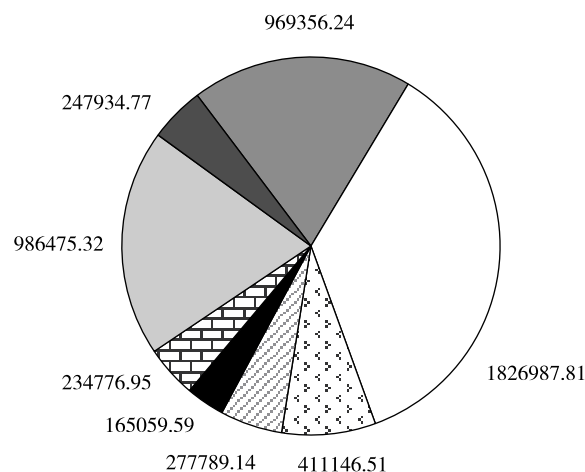
数据来源：Global Alternatives Survey 2013。

（二）资金来源

另类投资的投资期限比较长，因此其资金来源主要是长期投资者。美国在另类投资市场占据绝对的主导地位，其具有完善的养老金制度以及巨额的养老基金，这使得养老基金成为另类投资基金的重要资金来源。此外，资金来源还有银行、保险公司、捐赠基金、家族企业和富裕的个人等。

近年来，发达国家受次贷危机和欧债危机等的持续影响，经济发展存在不确定性，传统投资市场也持续低迷，致使投资者不再将股票、债券等作为主要的成长型资产，而开始转向更多地参与另类资产投资，无论是机构投资者还是个人投资者，投入另类资产的资金配比几乎每年都在增长，尤其是机构投资者。随着另类投资吸引力的大大增强，诸如养老基金、保险公司、主权财富基金等机构投资者纷纷加入，其投资范围也不再仅限于不动产和私募股权之类，更是增加了直接对冲基金、基础设施投资及大宗商品。

在全球百强另类投资管理公司所管理的资金中，养老基金占到了三分之一强（36%），其后依次为财富管理公司（19%）、其他（19%）、保险公司（8%）、主权财富基金（5%）、银行（5%）、母基金（5%）及捐赠基金与基金会（3%）。养老基金一直并将继续是全球百强另类投资管理公司的一大资金来源，未来保险公司、捐赠基金与基金会、主权财富基金等作为资金来源必将增加（见表3）。



资料来源：Global Alternatives Survey 2013。

图 1 2012 年全球另类投资基金资金来源统计分析

表 3 2012 年全球另类投资基金资金来源统计分析 单位：百万美元，%

资金来源	规模	占比
养老基金	1826987. 81	36
财富管理公司	986475. 32	19
其他	969356. 24	19
保险公司	411146. 51	8
主权财富基金	277789. 14	5
银行	247934. 77	5
母基金	234776. 95	5
捐赠基金与基金会	165059. 59	3

数据来源：Global Alternatives Survey 2013。

（三）营销渠道

另类投资为人诟病的是极高的门槛，进入另类投资基金，最少需要 100 万美元，部分基金甚至要求 500 万美元。不仅中小投资者被拒之门外，也不是所有有钱人都愿意投资如此多的资金于一处，但另类投资管理公司的资产管理规模仍旧能够飞速增长的原因，就在于另类投资管理公司都有一套能为其找来持续稳定资金的营销体系。

1. 设立专业资金募集服务机构

作为另类投资市场上的佼佼者，黑石集团通过设立一家专业提供资金募集服务的机构 Park Hill Group（以下简称 PHG）来构建其基金营销体系，PHG 的良好运营使得黑石集团在私募股权基金、房地产基金、对冲基金等各类另类投资领域的资产管理规



模均名列前茅。

PHG 是一家专业为私募股权基金、房地产基金、对冲基金等另类投资基金提供资金募集服务的全球服务机构。黑石集团只拥有 PHG 的少数股权，PHG 更偏向于市场化运作，其主要为与其不相关的第三方另类投资基金提供服务，同时，也帮助黑石集团的另类投资基金募集资金。自 2005 年成立以来，PHG 已经为超过 161 只另类投资基金募集了大约 2340 亿美元的资金。PHG 在纽约、芝加哥、伦敦、旧金山、香港、东京、悉尼、新加坡和迪拜 9 个办事处拥有超过 75 名专业人士，通过各自与资金实力雄厚的有限合伙人的深厚关系，拓展 PHG 顶级的全球基金产品分销实力。

2. 与专业资金募集服务机构合作

尽管另类投资基金持续受到诸如养老基金、主权财富基金、保险公司等机构投资者的欢迎，但是随着另类投资基金资产管理规模不断刷新历史纪录，其聚拢资金的能力开始露出疲态。受制于能够进行另类投资的机构投资者规模逐渐接近临界点，许多另类投资基金纷纷多元化其募资渠道，加大与专业资金募集服务机构合作。

为了扩大投资者数量和资金池规模，国际私募股权投资基金巨头凯雷投资集团与中央花园集团公司合作，由后者帮助其寻找新客户、新资金。凯雷投资集团旗下另类投资基金的资金来源比较分散，养老基金、保险公司、企业年金、主权财富基金、捐助基金、母基金、高净值投资者等占比高达 95% 以上，个人投资者并不多见。中央花园集团公司是美国一家专注于另类投资活动的独立资金募集服务机构，据此，凯雷投资集团新纳投资者的最低投资门槛将降低至 5 万美元^①。

3. 通过共同基金打开分销渠道

除了与专业资金募集服务机构合作，许多另类投资基金还通过设立子基金，或者并购其他共同基金的方式，来达到拓宽资金来源的目的。共同基金的投资门槛较低，这也给普通投资者带来认购另类投资基金的机会。

美国顶级对冲基金 Pine River 主营抵押贷款交易，其资金来源主要为投资数十亿美元的养老基金和主权财富基金，但这家对冲基金正在以流动型共同基金的形式向普通投资者开放认购服务，投资门槛已降为 1000 美元^②。

相对于降低投资门槛惠及普通投资者来说，更重要的是，另类投资基金通过设立

^① 柳灯：《国际 PE 投资门槛剧降 国内借鉴尚需确立投资者标准》，载《21 世纪经济报道》，2013-03-19。

^② 维尔京：《只要 1000 美元 你也可以投资顶级对冲基金》，载《华尔街见闻》，<http://wallstreetcn.com/node/92181>，2014-05-28。



共同基金子基金，或者并购其他共同基金，打开了广阔的基金分销渠道。根据美国投资公司协会的统计，普通投资者直接购买共同基金的比例从 1999 年的 23% 下降至 2003 年的 13%，而通过第三方基金销售机构向普通投资者和机构投资者销售共同基金的比例从 1999 年的 77% 上升至 2003 年的 87%^①。此后，共同基金的分销渠道进一步丰富，形成了由商业银行、投资银行、基金超市、保险公司、经纪人、投资咨询师等组成的多元化分销渠道。

三、国内其他金融机构营销体系建设情况

自 2012 年下半年起，随着中国银监会、中国证监会、中国保监会一系列政策法规的出台，国内投资市场开始正式进入泛资产管理的时代，商业银行、信托公司、证券公司、基金公司和保险公司作为主要参与者，纷纷凭借着金融牌照和银行理财、信托计划、券商资产管理、基金资产管理和保险资产管理等金融产品，争抢泛资产管理行业的市场份额。截至 2013 年末，银行理财管理规模达 10.21 万亿元，信托产品管理规模达 10.91 万亿元，券商资产管理规模达 5.2 万亿元，公募基金管理规模达 4.2 万亿元，保险公司管理规模达 8.2 万亿元。商业银行、证券公司和保险公司作为老牌金融机构，在各自领域都具有明显的先发优势，各方资源禀赋不同，因此在营销体系建设方面的进展也不尽相同，通过对其他金融机构的分析研究，有助于得出务实而有效的研究结论。

数量庞大的营业网点是商业银行营销渠道的核心。商业银行拥有金融行业最多的营业网点和营销人员，同时其强大的经营实力给自身树立了良好的品牌形象，银行理财经过 10 年的发展，赢得了投资者的信赖。目前，商业银行通过将非标准化产品向标准化产品转变，借助互联网覆盖面广、经济便捷的特点，进一步提升银行理财的规模经济，降低银行理财的经营成本。

全国布局的证券营业部同样也是券商营销渠道的核心。在经纪业务利润持续下滑的背景下，券商抓住创新政策带来的发展机遇，依托自身强大的产品设计能力和可成为“金融超市”的发展潜力，充分利用证券营业部的营销辐射能力，大力推进券商资产管理计划和符合监管要求的金融产品的销售，提升经纪业务利润和证券营业部的综合回报。

^① 李敏：《美国个人理财业务的发展与经验》，载《中国信息报》，2009-11-04。



全国几百万保险营销人员是保险公司再次腾飞的基础。随着监管机构持续推进保险营销体系改革，已基本形成了以保险直销渠道为基础，以专业中介机构为有效补充，并以网销、电销为创新业务发展方向的一套能解决历史问题和支持行业进一步发展的营销体系。

（一）商业银行代客理财营销体系

1. 历史沿革

商业银行代客理财业务归属于零售业务板块，零售业务指的是商业银行以自然人或家庭及小企业为服务对象，提供存款、融资、委托理财等金融服务的业务，零售业务是商业银行向客户提供产品和服务的主要途径，也是其重要的营业收入增长来源。

商业银行代客理财业务（以下简称银行理财），从2004年9月诞生首只人民币理财产品开始，历经首只人民币票据类理财产品、首只人民币打新股理财产品、首只人民币非标准化债权类理财产品等一系列产品创新和演变，经过整整10年的发展，资产管理规模飞速增长，同时，其营销体系、营销模式也从最早完全依靠数量庞大的银行网点和从业人员，发展到网上银行销量占比超70%（上市股份制商业银行的数据），在业务发展过程中不断优化调整，提高竞争实力，降低营销成本。

2. 政策法规

银行业作为中国金融系统中最重要的一部分，中国银监会一直以来鼓励着银行业的发展，同时也规范着从业机构的发展。

2005年9月，中国银监会颁布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和《商业银行个人理财业务风险管理指引》，从此，商业银行代客理财业务有了基本法规，也正式确立了商业银行理财投资者适当性管理原则。

此后，2011年8月，中国银监会针对银行理财产品在销售环节中暴露出的问题，颁布《商业银行理财产品销售管理办法》，进一步对销售文本的宣传、理财产品的风险评级、客户风险承受能力的评估以及销售管理的规范进行约束和指引。第一次以正式文件的形式确认了银行理财的多种营销模式，即网点柜台销售、网上银行销售、电话银行销售，以及相应营销模式的规范性操作要求。

3. 营销渠道

银行理财经过10年的发展，已经形成了由营业网点、网上银行、网上直销银行等多种渠道组成的营销体系。商业银行立足于物理网点的广泛布局，同时迎合正在崛



起中的年轻投资人群的理财习惯，不断优化调整对各营销渠道的投入，以提高其理财产品的竞争实力，降低营销成本。

(1) 营业网点。营业网点是商业银行最基本的经营单位，是落实商业银行经营战略的前沿。在组织结构扁平化的趋势背景下，原来的分理处和储蓄所被升格为支行，这些网点原来只承担结算、储蓄等单一经营职能，而现在被赋予了更多综合经营的职能，涉及存款、贷款、理财、票据和银行卡等多种业务。

根据中国银行业协会公布的《2012 年度中国银行业服务改进情况报告》，截至 2012 年末，全国银行业金融机构网点总数达到 20.51 万家，全年新增网点超过 4200 家。全国银行业中，网点数量超过 1 万家的银行，总共有五家，分别是邮政储蓄银行、工行、农行、中行、建行。其中邮政储蓄银行的网点数量最多，位居第一梯队，拥有网点 3.9 万家，占全国银行业网点总数的 19%。五大国有商业银行位居第二梯队，拥有网点 6.72 万家，占全国银行业网点总数的 32.8%。股份制商业银行位居第三梯队，所有股份制商业银行拥有的网点数量均未超过 1000 家。股份制商业银行中，招行网点数量位居行业第一，中信银行和浦发银行位列第二、第三位。

商业银行依托网点建设，不仅有利于塑造商业银行良好的品牌形象，有利于维护满意的客户关系，同时也有利于为业务发展提供坚实的平台。自 2004 年银行理财产品诞生到 2008 年以前，网点都是银行理财产品销售的唯一渠道，网点的绝对数量，决定着银行理财产品的销量。

(2) 网上银行。网上银行是指银行利用 Internet 技术，通过 Internet 向客户提供开户、销户、查询、对账、行内转账、跨行转账、信贷、网上证券、投资理财等传统服务项目，使客户可以足不出户就能够安全便捷地管理活期和定期存款、支票、信用卡及个人投资等。一般来说，网上银行的业务品种主要包括基本业务、网上投资、网上购物、个人理财、企业银行及其他金融服务。

近年来，我国网上银行业务已经有了较快的发展，已经初步形成了比较完备的体系。2012 年中国网上银行交易规模达 995.8 万亿元，同比增长 26.7%。其中，工行、建行、农行分别以 38.2%、14.9%、13.3% 的市场交易规模份额，暂居市场前三位^①。2013 年中国网上银行市场整体交易规模达到 1231.6 万亿元，工行、建行、中行凭借着强大的用户基础位居市场前三位。网上银行业务发展将迎来稳定的增长时

^① 《行业数据：2012 年第四季度中国网上银行市场交易规模达 995.8 万亿元人民币 增速放缓》，易观智库，2013-03-28。



期，成为商业银行的主要业务渠道的趋势不可逆转，而成为银行理财销售的主要渠道的趋势却来得更快。

（二）券商营销体系

1. 历史沿革

券商日常经营的业务类型主要分为经纪业务、投行业务、资产管理业务和自营业务。投行业务主要指的是企业 IPO/增发承销业务、债券承销业务、资产证券化业务、并购重组业务等。资产管理业务主要指券商作为资产管理人，发行定向资产管理计划或集合资产管理计划，“受人之托，代人理财”的业务。自营业务主要指券商运用自有资金进行股票、基金、权证、债券等买卖的业务。经纪业务主要指券商通过证券营业部，接受客户委托，代理买卖证券的业务。其中，经纪业务是券商最重要的业务类型，以证券营业部为经营主体，拥有最广泛的客户基础。

券商经纪业务随 2007 年 11 月开始的 6 年熊市一起进入了下降通道，业务规模和业务收入逐年萎缩。根据中国上市公司市值管理研究中心（CCMVM）发布的《2012 年中国 A 股市值年度报告》，A 股市值规模与估值水平在 2012 年 11 月双双触底，市值规模跌破 20 万亿元大关，为 19.81 万亿元，估值水平创下 20 年新低，平均市盈率为 11.61 倍。2007 年股市全年累计成交量为 46 万亿元，是 2006 年总成交量的 5 倍，而到了 2012 年，股市全年累计成交量为 31.5 万亿元，这还是在股指不断扩容，股票数量不断增多的情况下。面对连年衰退的经纪业务，作为券商基层组织机构和营销渠道的营业部压力巨大，各家券商一面缩减营业部面积，撤并、整合营业部，一面裁减一线营销人员，以此降低经营成本。节流的同时还要开源，券商营业部被迫开始转型，依托积累的个人客户资源和企业客户资源，充当起了其他金融产品的销售平台和企业融资服务商的角色。

2012 年年中的券商创新业务大会为券商带来了业务发展的转折和新的收入来源，券商创新大会以及后来中国证监会颁布的一系列业务管理办理办法和实施细则，为券商已经在开展的金融产品销售和企业融资服务提供了政策支持。在中国证监会提出的新的业务发展规划中，券商营业部能有效融入资产管理业务和财富管理业务的销售环节，充分发挥券商营业部的销售职能。

数量庞大的证券营业部一直以来都是券商基层组织机构和营销渠道，在为广大客户提供交易服务的同时，也为券商构筑起了一个集约经营和整合资源的营销平台。2012 年券商集合资产管理计划的管理规模增加 549.53 亿元，同比增长 36.57%，得



益于券商营业部销售的支持。在券商代销金融产品资格逐步放开后，营业部所销售的金融产品可以从单一的股票型产品向银行理财产品、资产管理计划、信托产品、保险产品等泛资产管理产品覆盖，券商成为真正意义上的金融超市。

2. 政策法规

2012年5月初券商创新大会在北京召开，会上中国证监会提出了11条推进行业创新的举措，要扩大券商代销金融产品的范围，推动券商营业部组织创新，这一系列创新举措在后续的发文中都得到了落实。

2012年10月中国证监会颁布《证券公司客户资产管理业务管理办法》及《证券公司集合资产管理业务实施细则》，鼓励证券公司从事资产管理业务，作为资产管理人发行集合资产管理计划，券商可以自行推广集合资产管理计划，也可以委托其他券商募集投资者资金，此后又于2013年6月对两部法规进行了修订。

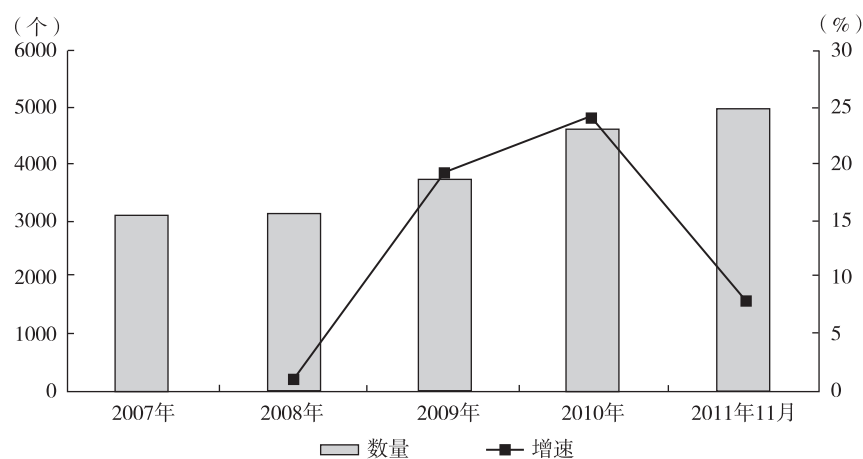
2012年11月，中国证监会颁布《证券公司代销金融产品管理规定》，进一步强化券商作为金融超市的预期，凸显证券营业部作为营销渠道的价值。

3. 营销渠道

券商的营销渠道主要是分部在全国各地的证券营业部及相应的销售人员。互联网技术及其应用颠覆了无数行业的旧有业务模式，对券商经纪业务也带来了非常明显的改变，券商经纪业务的服务方式，从以营业部柜台提供服务为主，逐步演变为以电脑客户端、手机客户端提供服务为主，但是这始终没有改变券商营业部作为券商基层组织机构和唯一营销渠道的地位和作用。投资者证券账户的开立、变更和注销，代销各类金融产品，以及销售人员的培训、管理和考核，都需要依托券商营业部操作完成。尤其是券商代销各类金融产品时，都离不开营业部对金融产品的介绍、对委托人风险承受能力的评价、对销售适当性的管理等合规性管理的要求。

2007年末全国证券营业部数量为3060个，由于受经纪业务衰退影响，2008年末全国证券营业部数量仅为3086个，增长缓慢。但在2008年5月中国证监会放宽了券商新设营业部的资格条件后，各家券商均加大了营业网点的开设力度，券商营业部数量增长迅速。

根据图2可知，虽然自2007年起股市急转直下，券商经纪业务被迫衰退，但是作为券商基层组织机构和唯一营销渠道的营业部的数量仍然逐年增加，凸显其作为战略性资源的作用。截至2011年末，全部证券营业部数量为5033个，表4列举了全国排名前20位券商的营业部数量。



数据来源：《2011—2015 年中国证券经营机构深度调研与投资战略规划分析报告》。

图 2 2007—2011 年 11 月证券经营机构营业部数量增长情况

表 4 证券公司的营业部数量及辖区分布情况（截至 2011 年末）

序号	证券公司	辖区	证券营业部数量
1	银河证券	北京	224
2	华泰证券	江苏	213
3	广发证券	广东	199
4	国泰君安	上海	193
5	海通证券	上海	193
6	齐鲁证券	山东	155
7	申银万国	上海	150
8	中信建投	北京	130
9	光大证券	上海	117
10	安信证券	深圳	117
11	中投证券	深圳	110
12	长江证券	湖北	104
13	财达证券	河北	102
14	方正证券	湖南	95
15	招商证券	深圳	91
16	宏源证券	新疆	84
17	华安证券	安徽	77
18	国元证券	安徽	76
19	国信证券	深圳	72
20	东北证券	吉林	70

资料来源：中国证券业协会。

创新思维的觉醒，使得券商从被动的渠道提供者演变成产品创造者、产品销售



商、财富管理者等多重角色，从一个标准化产品提供者变成一个综合金融服务提供者，并依托其数量庞大的营业网点，实现业务规模和收入水平的迅速提升。未来几年，全国券商金融产品销售规模有望突破百万亿元，为券商经纪业务带来 150 亿 ~ 200 亿元的增量收入。

（三）保险营销体系

1. 历史沿革

整个保险业的发展史可看作是保险营销的发展史，这其中又以寿险营销体系的发展贡献最为突出。1992 年以前，中国保险业处于产寿险混业经营时代，寿险产品的销售方式一直以“人保模式”为主，即多渠道、广代理，通过大力发展行业兼业代理和农村代办来拓展保险业务^①。寿险个人代理营销模式的引入，革新了保险经营的传统落后观念，改变了保险公司固守的传统展业模式，推动寿险业实现跨越式增长，进而改变了保险市场格局。全国主要的保险公司在 1996 年后普遍采用寿险个人代理营销模式，人寿保险业务进入高速发展期。1992 年，全国保费总收入和人身险保费收入分别为 367.9 亿元和 141.9 亿元，当时财产险保费收入大大高于寿险保费收入，但到 1997 年时，寿险保费收入已经超过了财产险保费收入，当年实现寿险保费收入 600.24 亿元、财产险保费收入 480.73 亿元。此后，这种保费收入格局一直延续至今。

1995 年，全国共有保险销售人员 30 余万人，1997 年，全国共有保险销售人员 35 万人，2001 年至 2004 年，全国保险销售人员的数量分别为 108 万人、118 万人、128 万人、149 万人。除了寿险公司外，财产险公司也大力发展个人代理的营销模式，在 2005 年的时候，全国共有保险销售人员 143 万人，其中寿险销售人员 130 万人，财产险销售人员 13 万人。到 2010 年，全国保险销售人员的数量更是达到了 390 万人，此后随着保险兼业代理及银保模式的兴起，全国保险销售人员的增速逐步放缓。

自 2010 年起，寿险业进入保险兼业代理及银保模式的时代，大有代替个人代理销售模式的趋势。根据中国保监会公布的《2010 年保险中介市场报告》，全国个人代理保险销售收入为 3587.52 亿元，占比 33.7%，兼业代理及银保渠道销售收入为 4399.78 亿元，占比 45.45%。当时很多中小寿险公司的银保渠道销售收入对保险公司的业绩贡献率已经超过 90%。

2011 年，受银保新政、银行理财产品挤压、银行揽储压力等因素影响，银保渠

^① 李金辉、胡长国：《寿险营销制度的历史回顾与展望》，载《金融与保险》，2005（10）。



道遭遇重创，保费急剧萎缩，低迷态势短期难以改变。在此背景下，个人代理保险销售模式重新被各家保险公司所重视，但由于个人代理保险销售模式在历史发展中积累了一系列问题没有得到解决，因此之后无论是从销售人员数量上看，还是从保险销售收入上看，都没能得到明显的改善。面对保险业增长的瓶颈，中国保监会牵头进行保险销售体制改革，鼓励探索保险营销新模式、新渠道，即鼓励保险公司设立保险中介公司，逐步实现保险销售专业化、职业化，鼓励保险公司拓展网销、电销、交叉销售等销售渠道，走多元化营销道路。截至2011年末，中国保险行业共有36家保险公司开展了网上保险电子商务，占保险公司总数的23%，全国性保险专业代理机构有32家，区域性保险专业代理机构有1791家，保险经纪机构有416家。随着各家保险公司对保险电子商务和保险专业代理机构这类营销新模式、新渠道的重视，上述两块业务的保费收入逐年增长。

2. 政策法规

2012年9月，中国保监会发布《中国保监会关于坚定不移推进保险营销员管理体制改革的意见》，拉开了保险营销体系改革的序幕。原有的个人代理保险销售的管理体制已不适应保险行业转变发展方式的需要，中国保监会要求保险公司推进以下几方面的改革：一是鼓励探索保险营销新模式、新渠道，二是强化保险公司对营销员的管控责任，三是提升保险营销队伍素质，四是改善保险营销员的待遇和保障，五是建立规范的保险营销激励制度，六是持续深入开展总结和研究工作。

随着改革的推进，中国保监会先后发布《保险经纪机构监管规定》（2013年修订）、《保险专业代理机构监管规定》（2013年修订）、《保险销售从业人员监管办法》、《人身保险电话销售业务管理办法》等部门规章，朝着六个方向进一步细化保险营销体系改革的具体措施。

3. 营销渠道

（1）传统营销体系。1992年，美国友邦把保险销售个人代理的营销模式引入中国，即依托保险营销员开展保险销售业务，如今，个人代理模式已成为寿险行业最主要的营销模式。

我国保险行业的传统营销模式主要有三种：一是直销，即通过保险公司在编外勤人员开展业务，主要销售团体保险和大项目保险，销售人员在享有底薪和福利之外根据销售业绩提取手续费。这种模式有利于树立保险公司的良好品牌，便于保险公司及时掌握市场信息，节约销售成本，降低保险产品价格，提高企业竞争力。二是兼业代



理,即受保险公司委托,兼业代理人在从事自身业务的同时,代办保险业务,如商业银行、邮政、外贸公司、货运公司、旅游公司、民航售票机构等,主要销售个人分红型保险产品,根据业务量提取手续费,这种模式有利于保险公司延伸业务触角。三是个人代理,个人代理是由众多分散的个体在市场上广泛地开展业务,具有很强的针对性和灵活性,适合销售大众化产品和新产品。

(2) 专业中介机构。保险营销方面的专业中介机构主要分为保险专业代理机构和保险经纪机构两类。保险专业代理机构可以接受多家保险公司的委托销售保险产品,帮助客户在多家保险公司的产品中进行选择。保险经纪机构则可以受投保人的委托,选择合适的保险公司和保险产品,并且代表投保人与保险公司订立保险合同。2013年2月,中国保监会发布了《中国保监会关于进一步发挥保险经纪公司促进保险创新作用的意见》,鼓励保险经纪公司充分发挥自身优势,在丰富保险产品、增强市场活力、促进市场发展、保护被保险人利益等方面做出更大贡献。

我国保险经纪业务经过10多年的发展已粗具规模,全国共有保险经纪机构434家,保险经纪机构在市场中的地位和重要性逐步提高。截至2012年末,保险经纪机构共实现保费收入421.06亿元,占保险行业总保费收入的2.72%。

(3) 网销和电销。电话销售是通过电话直接向消费者销售保险产品。2007年,平安产险的电话保险推出后,以其特有的低价位优势,在市场上产生了很大的反响。网络销售又被称为保险电子商务,是通过数字网络把保险公司、保险客户、保险辅助商、保险监管机构等参与保险活动的各方连接在一起,进行包括保险电子交易在内的全部商业活动。

保险营销体制改革序幕拉起后,保险公司正在积极地自建网销平台,截至2012年,已有27家寿险公司在其官方网站上设有网上商城,可以实现官网直接购买,有8家财产险公司可以实现车险官网直接投保。此外,保险公司也在与大型互联网公司合作尝试新的网络销售模式,例如中国平安联合阿里巴巴、腾讯设立众安在线财险公司。截至2012年末,保险行业包括电销、网销在内的新销售模式、销售渠道实现保费收入800多亿元。^①在发达国家,有30%的保费收入是通过网销实现的,网络渠道正在成为保险公司业务快速增长的新渠道。

^① 孔瑞敏:《保险业的“另一扇窗”:2012保险电商销售近800亿》,载《证券日报》,2013-01-17。



四、信托营销体系建设的理念和战略

(一) 确定“受人之托，代人理财”的理念

1. 信托理念的源起

从法律的角度讲，信托源于《罗马法》中的“信托遗赠”制度。《罗马法》中规定：在按遗嘱划分财产时，可以把遗嘱直接授予继承人，若继承人无力或无权承受时，可以按信托遗赠制度，把财产委托或转让给第三者处理。古罗马的信托遗赠已形成了一个比较完整的信托概念，并且首次以法律的形式加以确定。

从操作的层面上说，现代信托起源于英国的“尤斯制”。封建时代的英国法官，为帮助教会摆脱国王颁布的不利政策，通过“衡平法院”，参照《罗马法》的信托遗赠制度，创造了尤斯制度。尤斯制度的具体内容是：凡要以土地贡献给教会者，不作直接的让渡，而是先赠送给第三者，并表明其赠送目的是为了维护教会的利益，第三者必须将从土地上所取得的收益转交给教会。随着资本主义市场经济的确立，契约关系的成熟，商业信用和货币信用的发展，以及分工的日益精细繁复，尤斯制度逐渐演变为现代信托。

从信托的源起看，信托本身就是一种信任委托的财产管理制度，委托人对受托人充分信任，从而将自己的财产交给受托人管理，是为“受人之托”；受托人管理信托财产，目的并不是为自己牟利，而是为委托人获取利益，是为“代人理财”。

2. 信托理念在现代中国的发展

由于中国监管部门“分业经营”的监管理念，信托行业在中国属于独立的金融子行业。20世纪80年代以来，信托行业共经历6次大的行业整顿。^①

第一次清理整顿：1982年，国务院针对各地基建规模过大，影响信贷收支平衡，决定清理信托行业，开始严格限定信托公司的成立权限，并将计划外的信托业务统一纳入国家信贷计划和固定资产投资计划，进行综合平衡。

第二次清理整顿：1985年，国务院针对1984年全国信贷失控、货币发行量过多的情况，要求停止办理信托贷款和信托投资业务，已办理业务要加以清理收缩，次年又对信托行业的资金来源加以限定。

第三次清理整顿：1988年，中共中央、国务院发出清理整顿信托投资公司的文

^① 吴清桦：《信托：六次整顿 脱胎换骨重整河山》，载《证券时报》，2008-11-14。



件，同年10月，中国人民银行开始整顿信托投资公司。第二年，国务院针对各种信托投资公司发展过快（高峰时共有1000多家）、管理较乱的情况，对信托投资公司进行了进一步的清理整顿。

第四次清理整顿：1993年，国务院为治理金融系统存在的秩序混乱问题，开始全面清理中国人民银行及其分支机构越权批设的信托投资公司；1995年，中国人民银行对全国非银行业金融机构进行了重新审核登记，并要求国有商业银行与所办的信托投资公司脱钩。

第五次清理整顿：1999年，为防范和化解金融风险，中国人民银行决定对现有的239家信托投资公司进行全面的整顿撤并，按照“信托为本，分业管理，规模经营，严格监督”的原则，重新规范信托投资业务范围，把银行业和证券业从信托业中分离出去，同时制定出严格的信托投资公司设立条件。

第六次清理整顿：从2007年起，实施“信托新政”，压缩信托公司的固有业务，突出信托主业，规定信托公司不得开展除同业拆入以外的其他负债业务，固有财产原则上不得进行实业投资。

整体来说，历次清理整顿宗旨均是督促信托公司剥离其他非信托业务，专注于“受人之托，代人理财”的信托本业。

3. 确立“受人之托，代人理财”的理念

“受人之托，代人理财”在信托上有完美的体现，信托营销体系的建立，应当以此为理念。这不仅有利于信托行业建立相对其他金融行业的比较优势，发掘信托行业真正的制度红利，而且有利于督促信托公司真正以客户服务为核心发展代客理财业务，建立自身良好的品牌形象。

第一，信托具有风险隔离功能，体现“受人之托”。信托的风险隔离功能源于信托财产的性质。一方面，信托财产所有权“名实分离”，受托人承受信托财产的名义所有权，使得伴随所生的管理责任与风险皆归属于受托人，而伴随所有权所生的利益则由受益人享有。另一方面，信托财产具有独立性，使得信托财产免于委托人或受托人的债权人所追索，从而赋予受益人对信托财产享有优先于委托人或受委托人的债权人的权利。因此，当委托人或受托人遭受破产风险时，信托财产由于其独立性可以有效地隔离风险，信托公司受托的客户资产有很强安全保障。

第二，信托具有专业资产管理和长期规划能力，体现“代人理财”。信托公司横跨多个行业，运营经验丰富，具有很强的资产管理能力，而这正是理财需求的所在。



同时，信托因有受托人的中介设计以及管理连续性的设计，因而更适合于长期规划的财产转移与财产管理。信托公司可以根据与受托人签订的信托契约开展长期的财产管理以至遗产规划等业务，引导投资者树立长期理财观念。

（二）执行“销售+服务+管理”的统筹规划战略

财富管理业务是行业公认的信托业务发展方向。何为财富管理？它是指以为客户提供优质服务为核心，量身定制财务规划，向客户提供各类金融产品和投资组合的选择，统筹管理客户名下的资产、负债和流动性，以满足客户不同阶段的财务需求，帮助客户达到降低风险、增值财富的目的。

传统信托业务都是以项目融资需求为驱动，以产定销。“受人之托，代人理财”理念的确立，将影响信托营销从产品销售向财富管理服务转变，因此信托营销体系的建立，应当契合财富管理业务的发展需要，将销售、服务、管理三个环节有机结合起来，执行统筹规划战略。

统筹规划战略中的销售，是指通过信托公司设立财富管理中心，建立直接销售渠道，引导客户信赖提供财富管理服务的信托公司，认购信托计划，将资金交由信托公司管理的环节。统筹规划战略中的服务，是指在客户认购信托计划的前后，信托公司以客户服务为中心，为客户提供所需服务。统筹规划战略中的管理，可以分为两部分，一部分是对销售行为以及销售人员的管理，另一部分是对产品的管理，包括参与产品设计、决定产品上线档期、分配产品销售额度、指定产品推广策略等。

三个环节中，销售与服务环节直接面向客户，属于营销体系中的前端，管理环节不直接面向客户，属于营销体系中的后端，管理环节对销售与服务环节的支持作用必不可少。只有对三者进行统一的战略规划，使三者有序配合，才能保证财富管理业务的健康发展。从目前行业现状来看，在财富管理业务方面较为领先的几家信托公司，如平安信托、上海国际信托、外贸信托、新华信托等，均将销售、服务、管理三者纳入营销体系建设中进行统筹规划。

五、信托营销体系的发展模式

国外另类资产管理公司和国内商业银行、证券公司、保险公司等金融机构都拥有自己的营销体系，相较于这些机构所拥有的特殊资源禀赋，信托公司从自身实际情况出发，在近年来的业务发展中也摸索出了几种营销体系的发展模式，主要为设立财富管理子公司、控股第三方财富管理机构、依托金融机构三种。



（一）设立信托公司财富管理子公司

设立信托公司财富管理子公司模式，是指由信托公司出资，设立财富管理子公司和与之配套的营销体系，将信托公司财富管理业务剥离至财富管理子公司，形成一家经营财富管理业务的专营机构。该发展模式虽然尚未有哪家信托公司实行，但是却在行业内部引起了共鸣，是信托公司财富管理业务发展的主要方向，应当成为信托公司营销体系建设的重点，该模式已经在基金业得到很好的验证。

基金公司以资产管理业务作为立身之本，重投资能力，轻募资能力，财富管理业务一直是基金公司的短板。近年来，证监会监管思路逐步向牌照监管过渡，弱化行政审批，强化功能监管，这也为基金公司发展财富管理业务带来了契机。通过设立财富管理子公司，取得基金销售业务牌照，基金公司的财富管理业务取得了飞速发展。嘉实基金管理有限公司作为老牌基金管理公司在2012年证券业创新大会之后，敏锐地把握到了业务发展的机会，成立了嘉实财富管理有限公司，率先取得基金销售业务牌照，在财富管理业务领域走在了前面。目前嘉实财富已经在北上广深等全国主要城市设有财富管理服务机构，并且将在售产品类别从公募基金拓展到了资管计划、信托计划、阳光私募、基金专户、私募股权等。

信托公司设立财富管理子公司的发展模式主要有以下几点优势：

第一，在财务、人事等方面具有更多的独立性和灵活性。开展财富管理业务，分支机构和团队必不可少。处于培育期的分支机构往往是投入大而产出小，需要持续的现金流支持，这与信托公司一般采用的以收定支的财务制度差异较大。另外，财富管理业务需要专业的销售人员，其招聘标准和录用条件也与信托公司大相径庭。信托公司业务模式与投行业务相近，其在财务、人事等方面的制度规范与财富管理业务相差较大，剥离财富管理业务，成立财富管理子公司，建立独立的财务制度和人事制度，将更有利于财富管理业务的发展。

第二，可有效借助信托平台。财富管理子公司为信托公司全资子公司，可有效依托母公司平台开展业务，在前期品牌建设、客户认知、产品供应等方面，站在巨人肩膀上，投入小、效果好、难度低。

第三，可有效隔离销售风险。销售合规性风险是财富管理业务面对的最大潜在难题，通过设立财富管理子公司，信托公司在将相关业务全部剥离的同时，也将这一潜在风险隔离在外。财富管理子公司通过专业化分工，规范化管理，有助于践行“买者自负，卖者有责”的监管思路，逐步培育投资者成熟的投资理念和风险意识。



财富管理子公司模式主要的劣势在于，需要信托公司从零开始组建财富管理团队，在目前信托公司较少拥有自己财富管理团队的情况下，可能需要一个较长的时期进行筹备。

（二）依托信托公司或其股东控股的第三方财富管理机构

依托信托公司或其股东控股的第三方财富管理机构模式，是指由信托公司或信托公司股东出资，收购目前市场上运营较为规范，拥有一定的品牌知名度，且拥有一定量的高净值客户资源的第三方财富管理机构，委托其开展财富管理业务。

主要优势如下：

第一，销售团队成熟，客户资源丰富。成熟的销售团队与管理团队，以及丰富的高净值客户资源，是第三方财富管理机构的核心竞争力，信托公司通过控股第三方财富管理机构，可以较为有效地将其资源利用起来，弥补自身不足。

第二，可以借助信托公司品牌形成叠加效应。信托公司作为持牌金融机构，受到中国人民银行和中国银监会的双重领导，资信等级较高。信托公司控股第三方财富管理机构后，可授权其成为官方合作伙伴，支持其开展财富管理业务，相当于间接地为其做了信用背书，将对第三方财富管理机构的品牌起到增信作用。

主要劣势如下：

第一，销售违规风险。由于是接收成熟销售团队而非自己培养团队，信托公司对第三方财富管理机构的销售人员的控制力不强，人员业务素养参差不齐，容易在销售过程中产生违规风险。

第二，监管政策风险。中国银监会颁布“99号文”，明确要求信托公司不得委托非金融机构代理销售信托产品，信托公司通过控股第三方财富管理机构来销售信托计划能否得到监管认可，尚未可知。

（三）依托金融机构代理推介

依托金融机构代理推介模式，是指信托公司根据中国银监会颁布的“99号文”要求，委托金融机构进行代理推介业务。

该模式的优势在于，可以依托金融机构的客户资源优势、品牌优势与销售能力优势，迅速开展财富管理业务，并且由于金融机构管理较为严格，可以有效规避相关销售行为风险。

主要劣势在于，在目前监管政策下，各金融机构逐渐减少了与信托公司的销售合作，并且将销售委托金融机构进行对信托公司发展自身财富管理能力的帮助。目前



市场上的信托公司已经基本不在进行这种模式的拓展。

六、信托营销体系建立探析

本文得出的建立信托营销体系的结论，不仅重视销售体系的建立，而且也重视服务体系的建立；不仅包含信托公司对营销体系发展模式的选择，而且也包含信托公司财富管理品牌的建设、中后台支撑系统和管理平台的建设、销售团队的建设和管理、客户服务理念的提升以及客户体验反馈的改善等。

（一）设立财富管理子公司

1. 从监管政策引导的角度看

早在起草《中国银监会关于规范信托产品营销有关问题的通知》（征求意见稿）的时候，监管层就希望为信托营销体系的建立做出指引，要求信托公司构建以客户为核心、以专业化资产配置和财富管理为主要服务内容的信托营销模式。后来中国银监会又颁发了“99号文”及《关于对99号文相关事项的说明》等监管文件，明令禁止信托公司委托非金融机构推介信托计划，但是鼓励信托公司建立自己的直销渠道，大力发展财富管理业务。

资产管理行业竞争日益激烈，已渐成红海，而财富管理行业仍旧是一片蓝海。蓝海近在眼前，无奈信托公司相关业务发展却因“一法两规”受到了如异地展业限制，人才招聘困境等一系列问题，逐渐失去业务布局的先机。而同样意识到财富管理业务发展机遇的商业银行、证券公司和保险公司，依托其异地分行、异地营业部、异地保险代理人员的固有优势，在财富管理市场上大展拳脚。

因此，信托公司急需在现有规章制度在短期内无法改变的情况下，以创新思维和大胆尝试来突破僵局，迎头赶上。设立财富管理子公司，一方面，能够很好地规避信托公司异地营销的政策障碍，另一方面，也顺应了监管层鼓励信托公司建立自己的直销渠道的政策引导，是现阶段的最好方案。

2. 从信托公司健康发展的角度看

信托公司三种营销体系发展模式可谓各有优劣。然而通过“营销模式评价矩阵分析模型”能够清晰地得出最符合信托公司需要的营销体系发展模式。

对信托公司而言，优选的营销体系发展模式一定是具有控制力强和专业能力强这两个特点。较强的控制力能够确保信托公司统筹安排各项营销事宜，较强的专业能力

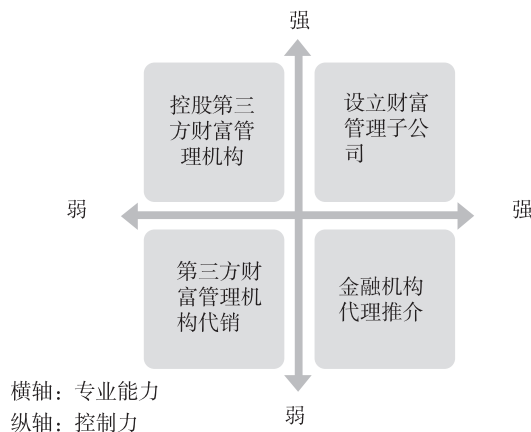


图3 营销模式评价矩阵分析模型

能够确保信托产品在要求的时间范围内实现销售，投资者能够得到最周到的服务。

因此，信托公司设立财富管理子公司或控股第三方财富管理机构无疑能使信托公司对营销渠道拥有较强的控制能力。但通过委托金融机构代理推介或委托第三方财富管理机构代销信托产品，由于没有股权控制关系和上下级隶属关系，信托公司的控制力较弱。

此外，信托公司设立财富管理子公司或由金融机构代理推介无疑能使信托公司获得更专业的营销渠道。但通过控股第三方财富管理机构或委托第三方财富管理机构代销，由于存在人员素质参差不齐、专业能力较弱等问题，都无法给予信托公司稳定的支持。

“营销模式评价矩阵分析模型”为信托公司选择以设立财富管理子公司作为营销体系建设的基础提供了理论依据和分析模型。

3. 从资产管理子行业发展的角度看

纵观国内和国外资产管理机构的业务发展，他们都建立了一套满足自身需要的独特的营销体系作为立身之本，对营销渠道加强控制并以此为基础取得了长足的发展。

商业银行分布全国各地的分行是其营销渠道的根本。各分行均为独立法人主体，通过与其有隶属关系的二级分行、支行、储蓄所等，实现产品营销和客户服务。证券公司分布全国各地的营业网点是其营销渠道的根本。各地分公司、营业部虽非独立法人主体，但与总公司均为隶属关系，通过人事任免和考核激励等多项措施，各地分公司和营业网点唯总公司马首是瞻，完成其产品销售和为客户服务的职能。保险公司分布在全国各地的数量庞大的保险代理人是其营销渠道的根本。各地分公司、保险代理



人员虽非法人主体，但是与总公司均有直接或间接的隶属关系，通过各地分公司实现对全国各地保险代理人的行政管理和绩效考核，使其做好产品营销和客户服务工作。同为另类投资领域的国外另类投资管理公司，同样重视对营销渠道的建设和控制。尤其是在新增资金来源逐渐饱和的情况下，拥有能够控制的营销渠道可以更好地保障投资策略和投资计划不受影响。美国黑石集团作为世界范围内大规模的另类投资管理公司之一，通过股票上市，已经获得了大量资金来源，但其仍旧重视与资金募集机构 Park Hill Group 的合作，通过持有其股权来加强控制。

参照国内资产管理机构和国外另类投资管理公司的发展经验，通过设立财富管理子公司来加强对销售渠道的控制无疑是符合信托公司业务发展的需要。

（二）人员管理及团队建设

未来泛资产管理行业的激烈竞争，也是对拥有优秀的从业人才的竞争，尤其是作为营销体系建设中的基石的财富管理业务人员，信托公司应当重视人员管理及团队建设，创造良好从业环境和氛围。

1. 统一设定任职资格和人员编制

设定从业门槛、规范从业人员素质、统一设定从业人员任职资格是正规金融行业应有之义。目前，商业银行、证券基金、保险公司等金融子行业都有自己的从业资格认定与相关考试制度，信托行业资产管理规模已超越证券基金和保险公司，从业人员数量也越来越多，建立一套与之相匹配的从业资格认定与考试制度很有必要。

参考同业经验，目前银行业从业资格考试分为五个门类，即公共基础、风险管理、个人理财、公司信贷与个人贷款，其中公共基础为基础科目，其他为专业科目。证券业从业资格考试分为五个门类，即证券市场基础知识、证券交易、证券发行与承销、证券投资分析、证券投资基金，通过基础科目及任意一门专业科目考试的，即取得证券业从业资格。通过基础科目及任何两门专业科目考试的，取得证券业从业一级资格证书（蓝色）。通过基础科目及其他四门专业科目考试的，取得证券业从业二级资格证书（紫色）。保险业从业资格分为保险经纪从业人员资格、保险公估从业人员资格、保险代理从业人员资格三类。

信托行业横跨承揽、承做、承销、承管四个阶段，每个阶段的工作性质与要求皆不相同，设定资格认证考试时，可以参考同业做法，一门为公共基础，然后按信托经理、销售人员、资产管理三个门类设定考核标准，通过公共基础考核与一门专业考核者，方可具备相应的从业资格。



另外，信托行业可探讨建立统一的从业人员征信系统，对外由中国信托业协会颁发唯一的从业资格证，对内由各家信托公司对销售人员统一编号，每本签约合同上必须有相应销售人员的编号，以方便对销售行为进行事后追踪。

2. 不断加强业务培训

信托营销的业务培训可以分为信托业务培训和销售技能培训两个方面。

在信托业务培训方面，可与信托承揽、承做、承管体系产生互动，帮助销售人员了解信托全套业务流程和相关基础知识，以提升其业务素养。

在销售技能培训方面，可参考商业银行、证券投资基金、保险公司等金融同业机构的业务产出，借鉴其业务拓展和客户维护方面的经验和方法。

3. 善于运用考核激励

考核激励是对人员管理和团队建设最直接、最有效的管理方法。

可将考核内容分为三个部分：业绩考核、管理考核与行为考核。

业绩考核主要是对销售人员的销售业绩进行考核，可以根据业务发展的不同阶段设定不同的考核标准，总体来说，业绩考核要兼顾业务发展的现状和公司发展的目标。管理考核主要是针对销售管理人员的考核。考核标准可以根据管理团队的大小与业绩进行调整。行为考核是指对销售人员销售行为进行考核，要求销售人员合法合规地进行销售，在所有考核中最难以量化，但又是最重要的一项考核。

与考核相对应，激励也应分为业绩激励、管理激励与行为激励。

业绩激励是指根据销售人员销售业绩发放的激励。管理激励是指根据销售管理人员管理团队业绩发放的激励。行为激励是指根据销售行为发放的激励。行为激励可以分为两个方面：一方面是对无错误行为的人员进行激励，即销售人员在一个时间段（如一年或一个季度）未违反相关销售行为准则，则给予一定激励；另一方面是对有突出优秀行为的人员进行激励，可以根据客户回访反馈的评价，对客户反馈评价高的销售人员进行激励。

从长远来看，业绩激励是短期的政策，短期内可大幅提升业绩，但是从长期来看，需要切实抓好管理激励与行为激励，才能真正有效提升财富管理能力。

4. 严格规范职业操守

规范信托从业人员的职业操守，是信托公司人员管理和团队建设的重要内容。作为中国银监会监管的非银行业金融机构，信托公司应当自觉比照监管机构对商业银行的监管要求，不仅从营销体系建设的角度，也从维护公司形象和行业发展的角度，加



强对销售人员遵守职业操守方面的培训和教育，通过公司规章制度约束其行为。

目前，各家信托公司已从防范信托行业道德风险、保护广大金融消费者的权益、维护信托行业的社会声誉、促进行业高效稳健运行的高度，纷纷制定和完善了从业人员行为准则、品质管理办法等具体公司制度。

（三）财富管理品牌建设

中国经济持续多年高速增长，社会财富总量和富裕人群数量也在连续不断增长，这些都为信托行业的发展提供了持久动力，推动着金融市场不断完善，以及金融工具持续创新。市场的完善和工具的创新都离不开信托制度，信托制度作为一种财产管理的制度安排，拥有财富管理最有利的制度基因。

财富管理品牌建设的核心就是让信托公司的良好形象深深刻在客户心里，提升信托公司信托产品的知名度。尽快建立属于信托公司自己的财富管理品牌，有利于完善信托营销体系。目前，在信托财富管理品牌的建设上主要分为两类：一类以外贸信托的“五行财富”以及平安信托的“平安财富”为代表，将自己的财富管理业务作为一个整体品牌作为宣传；另一类以新华信托的“普天”系列以及中信信托的“信惠”系列为代表，是将自己的旗舰产品作为财富管理品牌进行宣传。

前者仿照商业银行私人银行业务的经营模式，着力为客户提供各种全产品系列，并附加额外增值服务，以提升客户满意度和黏性。但这种模式也具有前期投入大、受销售业绩影响大的缺点，一旦财富管理业务发展缓慢，业务收入下滑，其推崇的增值服务往往没有经费支持。后者先以某一系列旗舰产品为核心，建立旗舰产品品牌，同时稳步推进产品管理、客户服务等方面的配套制度。这种模式具有先期投入小、品牌建设灵活性大、可推出多种不同品牌等优点，但也具有未能形成公司整体品牌、仍需着力建设公司整体品牌的缺点。

整体来看，部分信托公司在财富管理品牌建设上已进行了许多有益的尝试，但在行业范围内，财富管理品牌建设仍然任重而道远，信托公司应着力从以下两个方面着手，加快财富管理品牌建设。

1. 加大广告资源投放

信托行业带有私募投资的性质，信托公司历来不注重广告资源的投放。根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》的相关规定，信托公司推介信托计划时，不得进行公开营销宣传。但实际上，《信托公司集合资金信托计划管理办法》仅禁止对信托计划进行公开广告宣传，并未禁止信托公司对自身公司形象以及信托公司财富管理品



牌进行公开宣传。信托公司应该在不触碰监管红线的前提下，加大广告资源投放，提升公司形象和财富管理品牌知名度。

业内部分信托公司已进行了非常好的尝试。平安信托与中信信托依托集团优势，已经大力在机场、商务楼等场所投放整体品牌广告，兴业信托在上海黄浦江上的游轮广告更加引人注目。

从长远来看，信托公司对广告资源的投放，应着重提升财富管理品牌的内涵，打造专业、高端的财富管理品牌形象。

2. 加大研究投入，提升市场影响力

在多年的发展历程中，务实的操作风格使得信托公司更倾向于结果导向，相较于商业银行、证券投资基金等金融机构，信托公司对研究的投入相对较少，研究的职能在公司文化、管理体制以及业务流程上，位置尴尬。但是要想建立专业、高端的财富管理品牌形象，离不开专业研究队伍的支持。

在金融行业，证券公司对研究的投入最多，发展最早，实力最强，卓越的证券研究品牌，不仅为证券公司经纪、投行等业务提供强有力的支持，提升服务附加值，而且因强大的研究实力而衍生出的市场话语权，对证券公司品牌建设也起到了有效的宣传推广效果。申银万国、中信证券、中金证券、华宝证券等证券公司的研究所，通过其专业的研究能力，有效支撑了公司展业，提升了公司整体品牌形象。

2013 年信托行业资产管理规模再次创出新高，但规模增速下降明显，信托公司逐渐意识到业务转型的迫切需要，多家信托公司开始主动调整公司内在结构，加大对研究的投入。新华信托走在了行业前列，早在 2011 年，新华信托已经认识到强大的研究实力、丰硕的研究成果能对财富管理品牌建设起到积极作用，公司要求“全员研究”，设立研究部，坚持“投研一体”的展业思路，并于 2013 年在行业内首发《迎接财富管理时代》，在泛资产管理行业发出自己强有力的声音，不仅提升了公司在市场上的影响力，也让新华信托梳理了专业、高端的品牌形象。

（四）营销体系管理平台建设

设想中的营销体系管理平台，应当是一个承上启下的业务平台，既拥有营销流程审批的职能，又拥有营销实务管理的职能，还拥有客户服务的职能。相应的营销体系管理平台建设应当涵盖与营销相关的公司制度建设、为营销提供支持服务的组织架构设置，以及能同时连接与营销相关的前中后台部门的软件系统。



1. 营销相关制度建设

信托营销相关制度的建设应当遵循“一法三规”，并结合中国银监会“99号文”的要求来制定。营销相关制度一般涉及以下几个方面：

营销审批制度，主要针对信托产品在公司内部审批过程中以及上市发行前，对产品预期收益率、销售推介费、发行规模、发行节奏、发行渠道等出具审批意见并统筹安排。在制度建设中，应当预留与销售部门的沟通协调机制，以便审批部门了解市场情况，并将公司审批意见传达到销售部门，使得前中后台之间信息畅通，配合默契。

销售管理制度，主要针对销售部门与销售人员的管理制度。在制度建设中，应当明确销售部门的考核与激励政策，并根据市场变动情况作相应调整，同时严厉禁止任何与监管政策相违背的违规行为，明确设定处罚措施，以便于在调动销售人员业务积极性的同时，杜绝不利于公司形象 and 品牌建设的事件发生。

客户服务制度，主要针对客户服务与紧急情况处理的管理制度。在制度建设中，应当处处体现以客户为中心的服务理念，同时对客户服务人员设置相应权限，预先设定紧急情况处理流程，以便于客户服务人员应对突发事件。

2. 营销相关支持部门设置

由于营销体系管理平台起承上启下的作用，因此与营销相关的支持部门应当定位为中台部门，具有信托产品的营销审批、额度分配、沟通协调等职能。

从各家信托公司官方网站公布的公司组织架构图来看，目前大部分信托公司都设立了与营销相关的支持部门，并配备了相应的人员。但是由于各家公司业务发展情况不同，支持部门的作用有大有小，管理层级也相应不同。有的作为二级部门从属于销售部门，有的因被赋予了更多的职能而独立成为一级部门。

根据实践经验，与营销相关的支持部门的职能多为审批、协调和管理，作为一级部门更有利于其发挥部门职能，在业绩导向和管理制度之间找到平衡。

3. 客户关系管理系统建设

有了合理的制度设计和有效的组织架构，还需要将两者完美地以电子化的方式呈现出来，并发挥预先设想的效果，将营销体系中的前中后台都有序地融合进来，这就需要信托公司有一套落地的客户关系管理系统。

客户关系管理（CRM）是指利用信息科学技术，实现市场营销、销售、服务等活动的自动化，秉承以客户为中心的管理理念，使企业能更高效地为客户提供满意、周到的服务，以提高客户满意度、忠诚度为目的的一种管理经营方式。而 CRM 系统



就是为实现这一经营管理方式而创设的系统，并且已经在商业银行、证券投资基金等金融机构证明了其效果，作为以服务高净值客户为己任的信托公司，建立一套符合自身需求的 CRM 系统，是信托公司构建营销体系和提升竞争力的关键。信托公司建立的 CRM 系统，应当能够轻松实现不同层级的操作人员对产品信息、资金信息、客户信息、服务人员、绩效考核、统计报表等功能的使用，从而理顺整个营销体系。

（五）客户服务能力的提升

客户服务是优秀企业尤其是金融服务行业的重要组成部分，完善的客户服务能力应当包含有明确的客户服务理念、相对固定的客户服务人员和规范的客户服务内容和流程。客户服务能力的提升，应当以客户为中心，以提升企业品牌知名度和客户忠诚度为最终目的。

随着互联网、移动互联网应用的深入发展，客户服务的手段和效果正在发生根本性的变化，传统的客户服务、售后服务越来越体验化，越来越走向基于产品的服务。近年来，“互联网思维”催生了大量创新和优质服务，信托公司应当立足于传统客户服务能力，有效把握“互联网思维”中的大数据分析、社交平台、自由开放、用户体验等特点来提升客户服务能力，通过将实体世界数字化、网络化，从而为客户提供越来越新型的金融产品和投资体验。

1. 搭建大数据分析能力

大数据（Big Data），是指所涉及的资料量规模巨大到无法通过目前主流软件工具，在合理时间内达到撷取、管理、处理并整理成为帮助企业经营决策更积极目的的资讯，一般具有 4V 特点，即 Volume（大量）、Velocity（高速）、Variety（多样）、Value（价值），而大数据分析能力就是指对规模巨大的数据进行分析的能力。最初大数据分析主要应用于 IT 行业，后来扩展到电子商务领域，目前以商业银行为代表的金融行业也开始运用大数据分析来提升客户服务能力。

在互联网时代，除了客户数量，基于客户消费行为的大数据已经被认为是企业的核心资源。每年有很多企业关注《淘宝用户行为报告》，以图挖掘出一些数据来提升自己的销量，由此可见一斑。信托公司客服服务部门与直接销售部门作为与客户直接接触的窗口，每天都可以从客户身上获取大量的信息，这些数据经过分析后将产生巨大的价值。对客户信息挖掘的应用，可以发现客户偏好，了解客户诉求，有助于信托公司进行精准营销和贴心服务。

一直以来，由于信托公司在 IT 系统和人员的投入上略显不足，因此信托公司的



数据积累与数据分析能力较为薄弱。但是，信托公司的客户受众为高净值客户，其客户数据价值远远高于其他金融行业。理解“互联网思维”，用好大数据分析，积累客户信息数据，提升大数据分析能力，将有助于信托公司提升客户服务能力。

2. 与互联网金融、社交媒体结合

互联网金融是“互联网思维”的又一有效应用，其方便、快捷、影响广泛等特点，吸引了商业银行、证券基金、保险公司等金融机构纷纷加入，学习和摸索利用大数据分析开发创新产品，构建新型服务模式和商业模式。信托行业由于其特有的交易金额大及私募性质，在利用互联网金融方面进展缓慢，因此，目前国内信托互联网平台基本都以线上服务、线下签约为主，将线上与线下相结合。另外，互联网金融强调交易的方便、快捷，部分信托公司已在探索网上交易服务，即开通网上交易平台，在运行初期，网上交易平台仅向客户开放认购标准化程度较高的现金管理类产品。

除了尝试与互联网金融结合，信托公司也开始尝试与社交媒体合作，诸如开通官方微信公众平台和微博平台等。微信平台 and 微博平台是展示信托产品和提供客户服务的渠道，信托公司可以通过微信、微博等工具，向特定的目标客户展示信托公司的产品信息，同时对客户反馈的咨询和建议做出及时回应。一方面，有利于依托大数据分析落实精准营销；另一方面，有利于增强客户黏性，提升客户投资体验。与社交媒体合作还有利于推广信托公司的财富管理品牌，并基于线上互动沉淀目标客户数据，为信托公司优化产品设计和客户服务提供新的数据获取渠道，分析设计出针对特定人群的差异化产品和个性化拳头产品。

七、结语

监管层通过《中国银监会关于规范信托产品营销有关问题的通知》（征求意见稿）和《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》为信托营销体系的建立做了清晰的指引，要求信托公司构建与以客户为核心、以专业化资产配置和财富管理为主要服务内容相匹配的信托营销模式，这是研究信托营销体系建设的基本出发点。

目前，信托行业正朝着“受人之托，代人理财”的业务本源回归，大力发展财富管理业务，本文在此背景下，通过研究国外成熟市场上的另类投资管理公司、国内商业银行、证券公司和保险公司的营销体系，结合国内信托行业一般采用的营销模式，探讨如何建立与之相适应的信托营销体系，并提出建设性的思路。



但本文研究和探讨的信托营销体系，除了包括信托营销模式之外，还包含信托公司财富管理品牌的建设、中后台支撑系统和管理平台的建设、销售团队的建设和管理、客户服务理念的提升，以及客户体验反馈的改善等更广泛的内容。基于上述观点，我们认为信托营销体系的建立，应当确立“受人之托，代人理财”的理念，遵循“销售+服务+管理”的统筹规划战略，以建立财富管理中心，培育直接销售业务能力，关注人员管理及团队建设、财富管理品牌建设、营销管理平台建设以及客户服务能力的提升，并据此思路提出具体的操作办法。

八、致谢

衷心感谢中国信托业协会的组织和安排，感谢本次课题的调研单位平安信托有限责任公司财富管理事业部、上海国际信托有限公司财富管理总部和中国对外经济贸易信托有限公司财富管理中心的接待和交流，感谢本次课题的参与单位华能贵诚信托有限公司、中泰信托有限责任公司的参与和交流。

感谢上述单位在本次课题的调研和撰写过程中，给予课题组的有益启发和帮助，使得本次课题能够顺利完成。



家族信托研究

课题牵头单位：北京国际信托有限公司

课题组成员：
刘向东
罗 凯
杨凯育



摘 要

随着中国经济的迅速发展,富裕人群的急剧增长及财富观念、文化的变迁,越来越多的个人或家庭开始重视对家族财富的长期规划,通过设立家族信托的方式实现家族财富和事业的百年长青。本研究报告在阐明境内对家族信托的需求、家族信托的经济价值与社会价值以及开展家族信托的作用与意义的基础上,较为系统地梳理和阐释了家族信托的概念、分类、构成要素和设立流程等基本知识和原理,给出了家族信托三种基本的产品设计方案并分析了潜在的各种风险;报告通过介绍海外家族信托的发展,分析美国生前信托与 A/B/C 家族信托、澳大利亚家族信托等典型模式的特点,简单剖析我国港台和大陆富豪在海外设立家族信托的成功案例,为在境内开展家族信托实践提供有效借鉴,报告还对境内金融机构正在开展的家族信托的最新尝试做了模式归纳和对比分析,重点对北京信托、平安信托和外贸信托的家族信托业务进行了深入的案例研究。最后,在以上理论层面和实务操作层面的体系化研究的支撑下,报告指出了目前境内家族信托业务开展过程中存在的障碍,从宏观、中观以及微观多个角度提出切实可行的建议,以期为信托业未来在家族信托业务领域的实践创新提供参考借鉴。

关键词: 家族信托 财富传承 财富管理 离岸信托 信托财产登记 税收



目 录

一、前言	256
二、境内对家族信托的需求及其价值和意义	257
(一) 境内对家族信托的需求日渐旺盛和急迫	257
1. 私人财富迅速增长为开展家族信托奠定了坚实基础	257
2. 高净值客户群体传承迫近对家族信托需求浓厚	258
3. 监管层审时度势对家族信托业务积极引导	259
4. 家族信托业务成为信托公司转型发展方向	260
(二) 家族信托的价值	260
1. 家族信托的经济价值	260
2. 家族信托的社会价值	261
(三) 开展家族信托的作用与意义	262
1. 家族财富多元化传承	262
2. 财产安全隔离与保全	262
3. 财富及家族隐私保密	263
4. 家族信托税务规划	263
5. 家族治理与自由意志	264
三、家族信托的含义、构成与设立	266
(一) 家族信托的含义	266
1. 家族信托的概念	266
2. 家族信托的分类	267
3. 其他常见家族财富管理与传承工具及比较	267
(二) 家族信托的构成	269
1. 家族信托委托人	269
2. 家族信托受托人	269
3. 家族信托受益人	269



4. 家族信托监察人或保护人	269
5. 家族信托投资顾问	269
6. 家族信托信托财产	269
7. 家族信托设立地点	269
8. 家族信托存续期限	270
9. 家族信托利润分配	270
(三) 家族信托的设立	270
四、家族信托一般原理：基本的产品设计与风险分析	271
(一) 家族信托产品方案设计	271
1. 方案1	271
2. 方案2	274
3. 方案3	275
(二) 家族信托的风险分析	277
1. 信用风险	277
2. 市场风险	277
3. 操作风险	277
4. 合规风险	278
5. 流动性风险	278
五、境外家族信托的发展与典型运作模式借鉴研究	278
(一) 境外家族信托的发展状况	278
1. 境外家族信托的发展形势	278
2. 境外家族信托的发展前景	279
(二) 美国家族信托的两种典型运作模式特点介绍	279
1. 生前信托	279
2. A/B/C 家族信托	281
(三) 澳大利亚家族信托典型运作模式特点介绍	285
1. 完全自由裁量的优势	285
2. 受托人及对信托的控制权	285
3. 受托人和委派人在家族信托管理上的权限安排	285
(四) 境外家族信托典型模式要素分析	286



1. 受托人	286
2. 信托财产	286
3. 信托契约	286
4. 设立地点	286
六、华人境外设立家族信托（基金）成功案例剖析	287
（一）情况简介	287
1. 选择在开曼群岛，设立期限可达 150 年	287
2. 选择在泽西岛（英国皇家属地），设立期限达 100 年	287
3. 选择在英属维尔京群岛，设立期限达 100 年	287
（二）案例剖析	288
1. 案例一：潘石屹、张欣家族信托	288
2. 案例二：吴亚军、蔡奎家族信托	289
3. 案例三：李嘉诚家族信托	291
七、境内家族信托主要运作模式与业务实践总结分析	292
（一）北京信托与北京银行“家业恒昌”系列家族信托运作模式介绍及 分析	293
1. 单一系列家族信托，帮助客户实现多重目标	293
2. 信托资金运用结构化，实现信托小账户管理功能	294
3. 信托收益分配设计灵活，产品具备较高的经济效益	295
4. 风险控制措施得当，退出机制设计合理	295
（二）招商银行与外贸信托“财富传承”系列家族信托基金运作模式与业务 实践总结分析	295
1. 招商银行与外贸信托“财富传承”系列家族信托基金运作模式介绍	295
2. 外贸信托家族信托业务实践分析	297
（三）平安信托“鸿承世家”系列单一万全资金信托运作模式与业务实践 总结分析	299
1. 平安信托家族信托产品的功能	299
2. 平安信托家族信托业务的操作流程	300
3. 平安信托“鸿承世家”系列单一万全资金信托运作模式介绍	304
4. 平安信托家族信托业务运营与管理的特点	306



5. 离岸家族信托对平安信托家族信托业务的影响评估	308
(四) 境内家族信托三种主要运作模式的分析与对比	309
(五) 类家族信托情形	310
1. 境内首创保险金信托，实现保险服务和信托服务的创新融合	311
2. 降低专享财富管理门槛	311
3. 提供私人保单管家，委托人享受多重增值服务	311
八、境内开展家族信托业务的障碍与建议	312
(一) 境内发展家族信托业务面临的障碍	312
1. 体制层面与制度层面	312
2. 当前政策层面	316
(二) 境内发展家族信托的建议	317
1. 宏观和中观方面	317
2. 微观方面	318
参考文献	322



一、前言

过去 30 多年来的改革开放，中国经济保持了年均 10% 的增长速度，国民经济增长的财富效应不断显现，同时也促使中国富裕阶层迅速形成，中国私人财富市场蕴涵着巨大的增长潜力和 market 价值。

在完成财富的原始积累后，如何对已取得的财富做出长远规划、如何有效进行家族财富的传承延续，逐渐成为第一代富裕阶层面临的问题。在 2012 年的中国富豪榜上，一半的上榜者年龄在 50 岁以上，他们的长子、长女平均年龄超过 35 岁。依此推算，从 2012 年开始的 10 年，是中国家族企业第一代向第二代交班最为关键的 10 年，对家族企业堪称“关键世代”，因为企业家在未来 10 年中的决定与作为，将深深地影响家庭与事业未来 100 年的发展。中国家族企业将迎来历史上规模最大的一次家族传承。然而家族财富的管理与传承，并不是一帆风顺的，一直是一个世界性的难题，如果在该问题上处理不当，极易引发家族成员内斗，甚至对簿公堂，巨大的财富也因此会大幅缩水，并可能导致家族企业一蹶不振；而财富传承处理得好，则可以成功打破“富不过三代”的魔咒，成就家族财富和事业的百年长青。

家族信托是一种有效的财富传承方式，是高净值人士首选的一种管理家族资产的载体。通过信托安排家产这种做法正被中国的富人们认知，家族信托开始成为中国富人的财富传承“锦囊”。现实中家族信托需求极其旺盛。在 2009 年至 2013 年的 4 年间，中国亿万富豪的数量与可支配的财富总量增长了 4 倍多，超过 50% 的超高净值人士开始考虑采用财富传承工具使家族保持兴旺，超过 15% 的受访超高净值人士已经开始尝试接触家族信托。企业家和金融业者可以从欧美的家族财富传承中获得启示。相关经验显示，建立家族信托是家族财富传承的一种有效方法。西方一些富豪家族便是通过家族信托，成功实现了家族财富和事业的传承。其中，耳熟能详的家族包括洛克菲勒家族、杜邦家族、沃顿家族等。反观境内富裕阶层或家庭，基本处在创一代（白手起家的创业者）向富二代过渡的第一波交接班的历史阶段，没有完整经历过至少一轮代际传承的生命周期积淀，使得无论是富裕阶层自身，还是提供相关服务的金融机构或者研究机构，都必须直面和破解家族财富管理传承这一历史使命课题。

本研究报告正是基于对这一历史使命课题的思考，将这一命题与家族信托之间的关系作为切入点，全面、系统、务实地归纳分析了家族信托的价值、意义、原理、功



能及国外成功经验，对照评估境内家族信托业务实践的进展情况和存在问题与障碍，从现行法律和配套制度的客观实际出发，提出具有行业普遍性和紧迫性的重要建议。报告分为七大部分，内容主要涵盖境内对家族信托的需求及其价值和意义、家族信托的构成与设立、家族信托的产品设计与风险分析、海外家族信托的发展与典型运作模式借鉴研究、华人海外设立家族信托（基金）成功案例剖析、境内家族信托主要运作模式介绍与典型案例研究和实践评议，以及境内开展家族信托业务的障碍与建议等。

该课题的研究创新之处在于从信托公司的业务实际出发，研究较为全面、深入、系统，对境内外有代表性的典型家族信托案例进行了归纳总结，对家族信托业务的展业路径进行了系统探究，为信托业未来在家族信托业务领域的实践创新提供了参考借鉴；通过理论和实践的系统分析，指出了目前境内家族信托业务开展过程中存在的障碍，从宏观、中观以及微观多个角度，针对现行法律和配套制度的客观实际，提出具有行业普遍性和紧迫性的切实可行的建议，对家族信托的制度和监管创新具有推进作用。这是课题组承担这一实证研究课题的价值和意义所在。

家族信托是信托业转型的重要发展方向，信托公司开展家族信托进行家族财富管理是一个系统工程，需要抓住当前有利机遇，以客户需求的培育满足为核心，借助制度优势、功能优势，积极开展家族信托业务，满足客户的多样化需求，通过业务转型，成就中国式家族信托财富管理之路。

二、境内对家族信托的需求及其价值和意义

（一）境内对家族信托的需求日渐旺盛和急迫

1. 私人财富迅速增长为开展家族信托奠定了坚实基础

波士顿咨询公司（BCG）的统计数据显示，在经历了 30 多年的财富积累期后，我国个人可投资资产总额在 2013 年达到 92 万亿元人民币，约占全球私人金融财富的 9%，年均复合增速约为 19%，我国成为全球私人财富增速较快地区之一。截至 2012 年末，我国高净值家庭（可投资资产大于 600 万元人民币的家庭）数量已达到 174 万户，所拥有的可投资资产总额为 33 万亿元人民币，约占全国个人可投资资产总额的 46%（见图 1）。

随着个人财富的快速积累，迅速富起来的超高净值人士开始越来越多地接触到家族信托。随着他们对财富长期保值、增值和财富分配与传承的关注度的进一步提升，

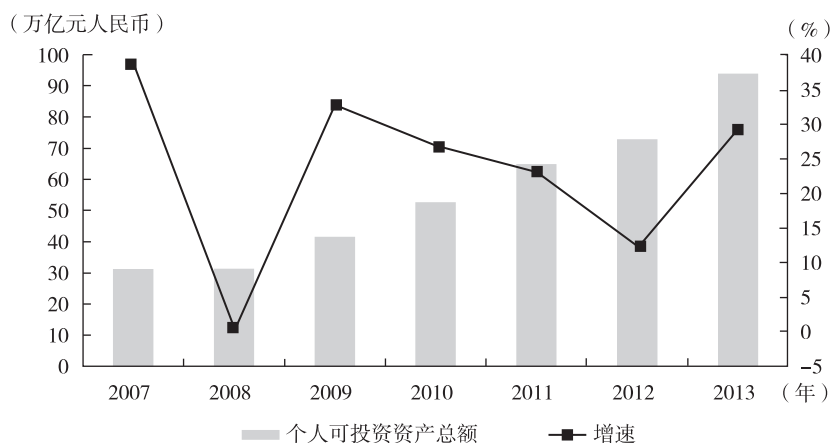


图1 我国个人可投资资产总额及增速

这些超高净值人士对家族信托的潜在需求持续得到彰显。私人财富迅速增长为开展家族信托奠定了坚实基础。

2. 高净值客户群体传承迫近对家族信托需求浓厚

2013年福布斯全球富豪榜单上，身价在10亿美元以上的1400名富豪之中，有120余名来自中国大陆。这百余名超级富豪几乎都是企业家，且年龄大都在50~65岁。福布斯统计显示，这个群体正面临接班问题。截至2013年7月31日，中国711家已经上市的民营企业之中，二代接班的比例还不足10%。数据进一步显示，这个比例还会不断攀升。无论是改革开放之初的企业“教父”，还是1992年那一批集体“下海”的大佬，又抑或是互联网新贵，他们都面临着家族企业的传承问题。正在进行二代接班的企业面临着严重的“代沟”问题。

招商银行与贝恩公司联合发布的《2013年中国私人财富报告》显示，2012年，可投资资产^①1000万元人民币以上的中国高净值人士^②数量超过70万人，人均持有可投资资产约3100万元人民币，共持有可投资资产22万亿元人民币。随着中国境内第一代企业家步入花甲，代际传承成为家族企业即将面临的重大考验。因此，高净值人

^① 可投资资产是个人投资性财富（具备较好二级市场，有一定流动性的资产）总量的衡量指标。可投资资产包括个人的金融资产和投资性房产。其中金融资产包括现金、存款、股票（指上市公司流通股和非流通股，下同）、债券、基金、保险、银行理财产品、境外投资和其他境内投资（包括信托、私募股权、阳光私募、黄金和期货等）等，不包括自住房产、非通过私募投资持有的非上市公司股权及耐用消费品等资产。

^② 本报告将可投资资产超过1000万元人民币的个人定义为高净值人士。



士对家族信托的需求也日益显现。合理地安排财富使其在保值的基础上实现稳健增值尤为重要。除现金储蓄、债券等传统的稳健类投资外，高净值人群对家族信托、跨境资产配置等财富保障和风险分散的金融安排兴趣较高，具体见图2。

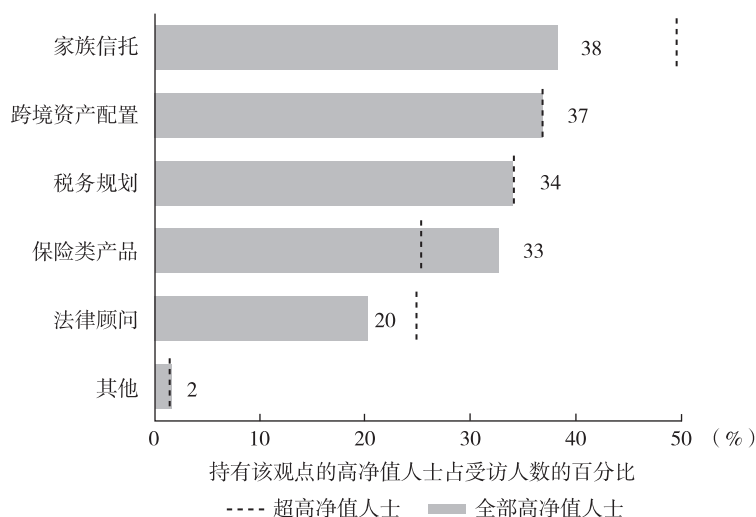


图2 中国高净值人士对财富保障和风险分散的金融安排（除传统投资）

家族信托。家族信托作为对家族财富进行长期规划和风险隔离的重要金融工具，已受到较多高净值人士的关注。从产品需求角度来看，家族信托位于首位，提及率接近40%。在超高净值人士中，家族信托的需求更加旺盛，提及率超过50%，并且有超过15%的受访超高净值人士已经开始尝试接触家族信托。

跨境资产配置。跨境资产配置的关注度和实际执行比例都较高。调研结果表明，37%的高净值人士表示希望通过跨境资产配置进行财富保障和风险分散，约30%的高净值人士已经实际进行了跨境资产配置。

保险。有将近50%的受访高净值人士表示已经购买各种保险产品，以期规避风险，给家人提供保障。

暂无安排。有26%的受访高净值人士除现金储蓄、债券等传统的稳健类投资外，尚未针对财富保障做出进一步安排，对财富保障相关的各种产品及服务仍处于探索 and 了解阶段。

3. 监管层审时度势对家族信托业务积极引导

监管部门鼓励发展家族信托业务。2014年4月初，中国银监会出台《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（以下简称99号文），在转型方向中明确提出“探索家族财富管理，为客户量身定制资产管理方案”。从现阶段来看，不仅



监管部门在政策上对家族信托给予支持，而且市场呼声也很热烈，上海、深圳等地欲筹建全国性的信托登记平台。上海市区两级政府正酝酿在上海设立全国性信托登记公司，上海市金融办将推动上海信托登记中心改制为公司制的全国性信托登记服务机构，逐步开展信托受益权集中登记、信托合同登记、信托受益权转让及质押融资等业务。深圳也发文提出“探索建立信托受益权转让市场”，激活信托产品二级市场。随着相关配套制度、法规的完善，未来中国家族信托将迎来发展黄金期。

4. 家族信托业务成为信托公司转型发展方向

近年来，信托公司的发展令人瞩目。在高速增长的信托业务规模下，如何加快转型实现信托发展方式的转变，是信托业未来可持续健康发展的关键。作为回归本源的业务之一，家族信托无疑是未来信托业的重要发展方向。目前境内信托公司积极布局家族信托业务，许多信托公司非常重视家族信托业务，积极探索业务创新模式，在家族信托领域做出了有益探索。围绕财富管理，提升主动管理能力，家族信托已成为财富传承关注热点。深度挖掘信托的制度优势，满足家族财富管理需求，有着巨大的市场前景。

信托公司开展家族信托进行家族财富管理是一个系统工程，在信托制度下，信托财产的所有权、受益权得以有效分离，信托财产的独立性等特征，使得信托公司可以发展面向高净值客户的财富保值增值、财富代际转移、财富隔代转移、投资理财、公益捐赠、税务规划等业务。信托公司需要抓住当前有利机遇，以客户需求的培育满足为核心，紧密维护客户关系以及保持延续性，探索新的服务模式。借助制度优势、功能优势，提升投资理财功能、资产配置功能和财富规划功能，积极开展家族信托业务，一方面满足个人客户在财富积累、财产保护、财产传承以及继承人教育、子女抚养等方面的需求，另一方面可发挥信托在完善家族治理、公益慈善事业等方面的独特优势，帮助高净值人士较好地完成转移、支付、隔离、管理、增值、分配等多重目的，实现资产保全、家族治理、自由意志、税务规划、保密等功能，满足客户的多样化需求。通过业务转型，成就中国式家族信托财富管理之路。

（二）家族信托的价值

1. 家族信托的经济价值

（1）财富管理。家族信托的经济价值之一就是通过家族信托执行一系列的财务规划程序，对个人及家族财富进行科学化管理。家族信托可以实现对个人及家庭的高端定制财富管理，主要包括三个方面的服务：第一是家族财富保值，首先要保证客户



财富的不贬值；第二是家族财富增值，即进行投资理财规划，追求家族财富价值的理性、稳定增长；第三是家族财富合理配置，就是家族财富拥有者按照自己指定的对象和时机通过家族信托的方式来分配和传承财富。这三个方面的服务不仅可以有效地管理家族财产，而且可以极大地提升家族信托财富管理的效率，保证高净值客户的家族财富保值、增值及顺利传承。

(2) 资产配置。家族信托专注“以高净值客户为中心”，满足高净值客户的多样化需求，以资产配置实现对委托人需求的量身定制。家族信托的核心在于资产配置和组合运用，关键一环就是改善产品供给能力、坚持从客户需求出发进行产品的开发设计，以产品的稳定性与配置方面的灵活性锁定客户，共同面对高净值客户个性化的需求，提供一站式金融解决方案，实现跨行业、跨领域、跨国界的资产配置。信托公司围绕家族财富，着力发展面向高净值客户的财富管理、代际转移、隔代转移、投资、理财、捐赠、税务规划、企业咨询等一系列业务。通过树立以客户为中心的服务理念，建立起一套围绕高净值客户资产配置需求而形成的产品供给及服务体系，为高净值客户提供全方位的金融产品和理财服务，从而实现家族财富的保值、稳健增值和长久传承。通过家族信托将高净值客户的家族财富进行全方位的资产配置，为客户提供最佳的金融服务体验，根据客户的需求为客户量身定制出个性化、差异化的产品和服务，从而实现家族信托在资产配置方面的经济价值。

2. 家族信托的社会价值

(1) 财富传承。家庭财富的有效传承不仅有利于经济的发展，而且有利于社会的稳定。中国社会科学院的一项调查数据显示，2010年，中国第一代企业家的年龄平均为55岁到75岁，在未来5到10年内，全国有300多万民营企业将面临企业传承问题。设立家族信托传承财富，是目前很多民营企业家的需求。基于中国的传统和现实状况，近99%的企业家都愿意把家族企业及其财富交给自己的后代和家族里其他亲属，但是大多数家族企业的传承处于进行中或停滞状态，令家族企业家们常常感到困扰的问题仍有很多。一些家族企业难以为继的重要原因是继承者欠缺经营管理能力，或者是不感兴趣。还有一个问题就是多子女家庭家族繁衍扩大衍生出诸多问题，如果均分财产容易导致把企业资本分薄，一个大企业往往被分成了几个小企业各自发展，这可能不利于企业的发展和抵抗风险。这样的问题在西方国家家族企业发展进程中也出现过，解决方法就是通过家族信托来实现家族企业控制权的有序传承，从而实现财富的有序稳定传承，实现家族财富的稳定，进而实现社会的稳定。



(2) 回馈社会。家族信托社会价值的另一个方面体现在实现家族的慈善目标。高净值客户通过有效的家族信托管理,将自己财富中的相当一部分回馈社会,其家族财富的受益人在继承有形财富的同时,把慈善、公益的价值观和服务社会的精神世代传承下去。国外家族信托的设计更关注于家族品格的塑造、家族精神的传递和家族理念的传承,这一点对于境内家族信托有着很强的借鉴意义。欧美大型企业的大股东往往都是一些慈善基金会的发起人或重要成员,他们不仅通过慈善来回馈社会,也通过税收优惠获得社会回馈。这些都可以借鉴到中国的社会财富管理中,建立完善民间基金会的制度规则,让企业有机会通过这种形式获取对社会的参与感,从而自觉担当起企业的社会责任。而随着社会责任意识的提升,很多企业家在享受社会改革红利的同时,通过家族信托将一部分的家族信托收益投入慈善、公益事业中,以此来回馈社会。

(三) 开展家族信托的作用与意义

1. 家族财富多元化传承

财富传承是家族信托的基本元素。如何让家族基业世代长青,是创富者们最关心的问题。现阶段,中国的富一代退休的脚步渐进,而富二代们似乎更强调“我的时代我做主”,当理想主义碰到现实主义时,富二代们是否愿意接班,或是否有能力延续家业成为创富者们需要面对的问题。事实上,高净值人士非常在意家庭财富能否真正由自己的后代(血亲或收养的)继承。当离婚或者去世后未亡配偶再婚时,财产可能由他人的后代受益。而设立家族信托则可保证无论委托人或其配偶再婚多少次,家族财产受益人都只能是其子女或其他指定的受益人,从而保证在创富者们的外界环境发生改变时,其家族财富可以稳定传承。家族信托可以方便设置财富传承的条件,调节财富在未来的分配方式,稳定股权结构,实现财富恒久的传承。另外专业的信托公司可以根据客户需求,整合资源优势,为客户提供专业服务,实现家族资产的保值增值。

2. 财产安全隔离与保全

家族信托可以按照设立时的契约实现信托财产的运用,实现高净值客户的财产隔离保护。高净值客户多是企业实际控制人,现实操作中企业和个人的财产无法清晰界定。当企业面临财务危机时,个人资产往往也成为债务追偿的对象。而信托资产是独立存在的,其名义所有权属于受托人,与委托人、受托人、受益人的其他财产隔离。因此委托人的任何变故都不影响信托资产的存在,受益人是通过享有信托受益权(而



不是遗产本身) 获得利益及信托文件指定的管理权限。这样债权人无权对信托财产进行追索(除非信托财产为非法所得), 降低了企业经营风险对家族财富可能产生的重大不利影响; 另外也避免了委托人的家人将财富在短期内挥霍一空。最为重要的是通过家族信托, 受益人以外的其他人无法通过法庭判决来争夺遗产, 从而避免了相关法律纠纷。由于信托的委托人和受益人往往不是同一人, 如果委托人死亡、离异或破产, 信托财产不会受其牵连, 债权人或配偶都无权拿回。家族信托可以充当“防火墙”的角色, 可用于保障家族财富, 使其独立于委托人、受托人、受益人的其他财产, 限制挥霍的受益人随意取用, 为受益人中可能出现的残弱者提供保障, 规避相关法律纠纷。家族信托独具的财产安全隔离与保全机制成为吸引高净值客户的重要原因。

3. 财富及家族隐私保密

当家族信托设立后, 信托资产的管理和运用均以受托人的名义进行, 除特殊情况外, 委托人没有权利和义务对外界披露信托资产的运营情况。使用家族信托时, 在委托人去世前, 财产就已完成转移, 避免了遗产认证的过程。另外, 国外的家族信托对于高净值客户的资产内容、投资方向、风险等级、资产配置、收益比例等信息都是严格保密的。家族信托必须要保证委托人的隐私不被泄露出去。因为在设立信托的过程中, 作为高净值客户的委托人需要把很多隐私甚至其最亲密的家人也不知道的事情和盘托出, 所以境内设计的家族信托一直强调加强对客户隐私的制度管理。无论整个过程中参与的各方角色有多复杂, 或是人数有多少, 真正掌握客户核心信息资源的人数都要严格加以控制, 在家族成员分配权益时提供保密性和灵活性, 从而实现对委托人财富及家族隐私的保护。

4. 家族信托税务规划

在国外, 通过信托避税、节税是家族信托的一项重要功能。在美国设立家族信托的重要目的是节税, 由此产生了不同的信托形式, 包括 QTIPs (Qualified Terminable Interest Property, 允许配偶继承时免税, 委托人也可以改变受益人)、QDOTs (Qualified Domestic Trusts, 允许非美国籍的配偶继承时免税)、QPRTs (Qualified Personal Residence Trusts, 允许委托人赠与对所赠与资产折价, 以便享受税收优惠)、GST 信托(可免除跨代传递税, 即 Generation Skipping Tax) 等不同种类信托。当然, 也可以根据需要设立一个信托, 综合利用各种税收减免政策。



表 1

美国财产规划与财产传承的目的

税目	释义
转移税 (Transfer Tax)	将财产所有权从一个人转移至另一个人或机构时征收的税；在美国，财产税和赠与税都可认为是转移税的一种
遗产税 (Inheritance Tax)	对遗产的继承人征收的税，每个继承人需分别计算并缴纳；当遗产继承人为死者的配偶或子女时，税率通常会有优惠
财产税 (Estate Tax)	对死者的财产总体征收的税，美国 2011 年该税率是 35%
赠与税 (Gift Tax)	一个人生前将金钱或其他资产赠与他人时缴纳的税负
跨代传递税 (Generation Skipping Tax)	一个人将财产直接赠与他人或将财产转移至信托，同时受益人为该人的孙子辈或其他无血缘关系的人（年龄比该人小 37.5 岁）时征收的税，即财产转移时跨过了一辈人时征收的税；直到 1986 年，美国才开征这种税收，弥补了之前的法律漏洞

中国台湾地区的许多家族企业也利用家族信托避税。例如，台湾首富蔡万霖去世后留下了 46 亿美元遗产，一般情况需拿出一半缴纳遗产税，但由于蔡万霖购买了数十亿新台币的巨额寿险保单并将其放置在家族信托中，最终该家族实际只交了 5 亿新台币。

虽然中国境内目前尚没有遗产税，但是随着社会的发展，国民生活水平的提高，遗产税的出台不可避免。所以，未来中国境内通过合法使用信托避税、节税创税收效益将成为设立家族信托的重要原因之一。

5. 家族治理与自由意志

家族信托是一种“私人定制”信托，是委托人自由意志的体现，灵活性强，可以有效实现家族治理，保证家族股权结构的稳定，可以实现对外资产永不外流，对内资产永不分割。家族财富是对子孙的一种庇荫，但财富有时也意味着陷阱，有可能导致家族信托受益人成为纨绔子弟，另外，家族信托被用来进行股权安排时，需注意防范在多个受益人之间埋下股权纷争隐患。家族信托可以有效地帮助高净值客户根据其意愿进行家族治理，不仅可以对受益人的权利进行限制，而且可以实现高效、平稳的家族股权转让和管理，并尽量避免无谓的股权结构变动，防止股权传承导致不合格股东进入企业。家族信托内可以设立受托人委员会，该委员会除了包括家族各方代表外，还应包括家族以外的专业人士（如税务会计、资产管理和法律专才）与立场中性的社会贤达，以充分发挥平衡利益、调解纷争、监察决策与监管资产的作用。

在美国，很多家族企业都由家族信托经营管理或由其持有股权，这样可以保证家族成员对公司的控制权，实现股权结构的稳定，排除不合格股东；同时，可以引入对企业发展有巨大帮助的外部经理人管理企业事务，实现家族的基业长青。事实上，受

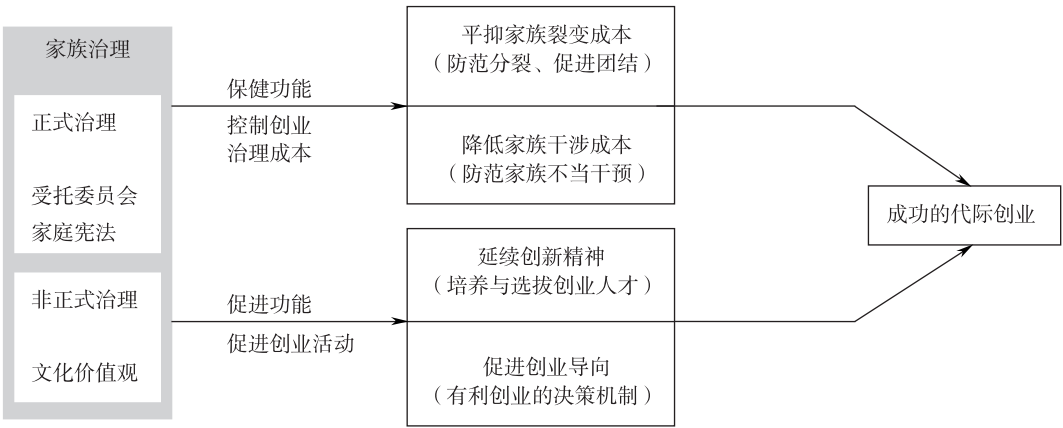


图3 完善家族治理的作用

益于家族信托，全球财富 500 强排行榜上至少有一半企业的最初创始人的后代仍拥有较大话语权，如表 2 所示。

表 2 部分 500 强企业创始人家族持有的股份

公司名称	创立时间	创始人家族所持股份（%）
沃尔玛（Wal-Mart）	1962 年	38
福特汽车（Ford Motor）	1903 年	40
三星电子（Samsung）	1938 年	22
LG 集团（LG Group）	1947 年	59
家乐福集团（Carrefour Group）	1959 年	29
菲亚特集团（Fiat Group）	1899 年	30
标致雪铁龙（PSA Peugeot Citroën）	1896 年	42
美国嘉吉公司（Cargill）	1865 年	85
德国宝马汽车公司（BMW）	1916 年	47

我国香港地区不少企业家以家族信托控股企业，香港 216 家上市家族企业中，有 1/3 的企业以家族信托形式控股。

表 3 部分家族信托控股的香港上市企业

企业	家族
长江实业（00001. HK）	李嘉诚
恒基地产（00012. HK）	李兆基
华人置业（00127. HK）	刘銮雄
英皇国际（00163. HK）	杨受成、陆小曼
东方海外（00316. HK）	董建成
康师傅（00322. HK）	魏应州、魏应交
波司登（03998. HK）	高德康、梅冬
玖龙纸业（02689. HK）	张茵、刘名中、刘晋嵩
SOHO 中国（00410. HK）	潘石屹、张欣
龙湖地产（00960. HK）	吴亚军、蔡奎
味千拉面（00538. HK）	潘慰



三、家族信托的含义、构成与设立

(一) 家族信托的含义

1. 家族信托的概念

家族信托最早可追溯到古罗马帝国时期（公元前 510 年—公元前 476 年）。当时《罗马法》的相关规定将外来人、解放自由人排斥于遗产继承权之外，为了规避此规定，罗马人将自己的财产委托移交给其信任的第三人，要求第三人为其妻子或子女利益而代为管理和处分其遗产，从而实现遗产继承权。后来，随着富人群体的增加以及对家族信托作用的认同，家族信托在 19 世纪末 20 世纪初的美国得到长足的发展。从海外实践来看，家族信托是对家族财富进行长期规划和风险隔离的重要金融工具，其设立主要用于解决财产跨代传承，尤其是为拥有家族企业的富裕人士实现有效、平稳的家族股权转让和管理。很多富人也借家族信托解决诸多潜在的财产损失风险问题，如经营风险、子女过度消费和婚姻接替等问题。

根据我国《信托法》的规定，信托是指委托人基于对受托人的信任，与受托人签订信托合同，将其财产权委托给受托人，由受托人按照委托人的意愿以自己的名义管理信托财产，并在指定情况下由受益人获得收益。延伸至家族信托，即是指个人（有时为家庭）作为委托人，以家族财富的传承、保护、风险隔离、节税等为目的，依托家族财富设定一定规模的信托资产，并委托给信托公司，由信托公司按委托人的意愿以自己的名义，根据商事活动的一般规则进行管理与处分，并将所得信托收益分配给家族成员的一种制度安排。受益人一般为本家庭成员，家族信托的结构如图 4 所示。

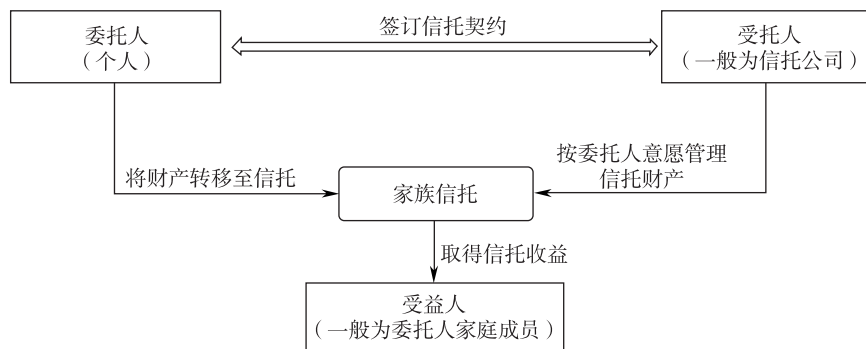


图 4 家族信托结构



简言之，家族信托是以家庭财富的管理、传承和保护为目的的信托，在内容上包括以资产管理、投资组合等理财服务实现对家族资产负债的全面管理，更重要的是提供财富转移、遗产规划、税务策划、子女教育、家族治理、慈善事业等多方面的服务。

2. 家族信托的分类

通常根据信托契约中对定制十分灵活的家族信托的不同规定，家族信托可以分为可撤销信托、不可撤销信托、固定信托、全权信托、浪费信托、永久信托等。

可撤销信托：委托者可以解除信托，课税时委托者被认为是信托财产的实际拥有人。

不可撤销信托：委托者放弃对信托的控制权，课税时委托人被认为是信托财产的拥有者，该种信托可避免对委托者的债务追偿，同样也可避免遗产税等。

固定信托：对受益人的分配方案由委托人事先在委托书中约定，受益人不能任意改变。

全权信托：由受托人决定对受益人的分配、投资等事宜。

浪费信托：向年幼的或者无管理财产能力的家族成员传承财富。

永久信托：信托无期限限制，这对高净值客户很有益，因为他们可能永远免于缴纳转让税（Transfer Tax）。美国直到 1980 年左右才逐渐允许设立永久信托，截至 2011 年，有 18 个州及哥伦比亚地区允许该类信托存在。

3. 其他常见家族财富管理与传承工具及比较

根据海外私人财富管理的实践经验，财富的保护、传承基于不同的情况，除了最常见的家族信托外，还可以分别采用其他家族财富管理工具或工具组合，比较常见的几种工具包括私人银行、离岸公司、家族基金或家族办公室。^①

（1）私人银行。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的、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的资本金要求等特点。私人银行是银行服务的一种，专门面向富有阶层，为富豪们提供个人财产投资与管理，一般来说，需要拥有至少 100 万美元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

^① 纯粹的、狭义的财富传承工具主要包括遗嘱、赠与、慈善基金及人寿保险等。遗嘱是遗嘱人生前在法律允许的范围内，按照法律规定的方式对其遗产或其他事务所作的个人处分，并于遗嘱人死亡时发生效力的法律行为。赠与是无偿将财产给予受赠人，实现财产所有权的转移。慈善基金是利用捐赠的财产，以从事公益事业为目的成立的组织。人寿保险是寿险合约的一种，在投保人过世时向受益方提供财务补偿。与这几种传统的财富传承工具相比，家族信托有着期限长（可以是永续信托）、流动性好、独立性强（信托财产的所有权与受益权分离）、委托人的控制力强（可以根据委托人的意愿分配财富，以及决定资金的投资方向）、较小的税务支出以及财产的多样性（可以把有形和无形的资产都装进信托进行打理）等其他工具无法比拟的优势。



管理、投资规划，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。目前境内诸多商业银行已经建立起完善的私人银行服务体系。信托与其差异之处在于信托是专营的，有自己的法律框架，主要以产品为主，对客户进行资产隔离。

(2) 离岸公司。离岸公司是指在公司注册地以外经营，不能在注册地经营的公司。世界上离岸金融中心如英属维尔京群岛、开曼群岛、巴哈马群岛、百慕大群岛、塞舌尔群岛、萨摩亚群岛、马恩岛等纷纷以法律手段培育出一些特别宽松的经济区域，允许国际人士在其领土上成立一种国际业务公司，这些区域一般被称为离岸管辖区或离岸司法管辖区。而所谓离岸公司就是泛指在离岸法域内依据离岸公司法规注册成立，只能在公司注册地以外法域从事经营的公司。^① 目前，通过在离岸法域设立离岸控股公司，众多的国有企业、民营企业及风险投资与私募并购基金实现了 IPO 上市、跨国并购重组、离岸股权控制等巨大成功和跨越。离岸公司对于帮助其控制人实现家族财富特别是其境外资产和财富的管理传承具有独特的作用。

(3) 家族基金。家族基金 (Family Foundation)，是指资金主要来源于同一家族的多个成员的基金，不管以信托形式、离岸公司形式，还是以单一户头或银行账户形式存在，都可以统称为家族基金。家族基金的概念在欧美国家比较流行，在中国才刚刚起步。

(4) 家族办公室。现代意义上的家族办公室出现于 19 世纪中叶，1882 年，约翰·D. 洛克菲勒建立了世界上第一个家族办公室。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，其中包括律师、注册会计师、投资管理、股票经纪人、保险代理、银行、独立信托实体来为其提供。家族办公室属于私密组织，因其服务对象的特殊而更多地被译为家族办公室，它是为富裕家族提供管理财富的私人机构。家族办公室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，像管家一样，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、风险管理、教育发展等状况，以协助家族获得成功以及顺利发展为目标，同时家族办公室有着公正的意见和客观性，它与家族的其他顾问提供的服务相整合与协调，为同一个家族的几代人提供高度个性化的服务。目前上海信托已经成立“家族管理办公室”——一个专门的家族财富信托部门，在信托业内尚属第一家。

与以上工具相比，家族信托在税务筹划、信息保密、资产保障、风险隔离、代际

^① 张诗伟：《离岸公司法》，北京，法律出版社，2004。



传承等多个方面具有独特优势，见第一部分“（三）开展家族信托的作用和意义”，在此不再赘述。

（二）家族信托的构成

家族信托的设立并不是随意的，需要权衡其利弊，从财富规划目标出发，明确家族信托受托人、受益人、信托期限、家族信托的财产、家族信托交易结构等事项。

1. 家族信托委托人

委托人是信托的创立者，可以是自然人，也可以是法人。委托人提供财产，指定和监督受托人管理与运用财产。家族信托的委托人一般都是自然人。

2. 家族信托受托人

受托人承担管理、处理信托财产的责任。受托人根据信托合同为受益人的利益持有管理“信托资产”，具体包括信托资产的管理及分配。受托人必须对信托相关资料保密，履行尽责义务，遵照相关法律，为受益人的最大利益办事或服务。一般受托人都由独立的信托公司担当，在境外也可以是家族成员自己成立的私人信托公司。

3. 家族信托受益人

由委托人指定，根据委托人意愿获得相关资金或收益的分配。委托人在某些条件下，也可成为受益人。在家族信托中，受益人一般都是委托人的家族成员。

4. 家族信托监察人或保护人

为了使家族信托更好地按照委托人的意愿执行，家族信托的委托人可以指定信得过的人作为家族信托的监察人或保护人。监察人或保护人被委托人赋予各种权利，如更改或监管受益人等。监察人或保护人可以是律师、会计师、第三方机构等。

5. 家族信托投资顾问

根据信托财产的类别，家族信托可以聘请不同的投资顾问打理信托财产，使信托财产保值增值。投资顾问可以是银行、资产管理公司等。

6. 家族信托信托财产

家族信托中可持有的财产没有限制，只要该信托财产的所有权能够被转移即可，可持有的资产可以是房产、保单、股票、家族企业的股权、基金、版权和专利等。

7. 家族信托设立地点

家族信托设立的地点非常重要，可以设立在境内也可以设立在境外，目前境内家族信托由于信托财产登记制度的原因能接受的信托财产类别非常少，所以实际操作过



程中，一般都将家族信托设立在境外，比如全球著名的避税圣地开曼群岛、中国香港、英属维尔京群岛等。委托人必须先清楚设立地点的相关法律法规后，再选择最符合自己利益的地点。

8. 家族信托存续期限

一般而言，主要发达国家法律对于信托持续期都是有一定限制的，一般不超过 150 年，诸如开曼群岛是 150 年，英属维尔京群岛是 100 年。总之，家族信托的期限通常要比一般信托期限长，这样才能够实现跨代的财富传承需求，但需要注意相关法律法规的约束。中国信托法律并没有对家族信托期限有明确的限制，一般以 50 年为宜。

9. 家族信托利润分配

家族信托的利润分配形式多种多样，主要包括一次性分配、定期定量分配（或按比例分配）、非定期分配、附带条件分配等形式。一次性分配是指家族信托到期返还本金；定期定量分配（或按比例分配）是指类似于年费的固定收益比例分配；非定期分配是指按照浮动累积额度来提取收益，每年的浮动收益可以规定不按年分配；附带条件分配是指受益人在提取大额的收益时须符合信托合同规定的条件，可以有效约束信托受益人，避免家族因继承、分割问题起纷争。

（三）家族信托的设立

上述 9 要素为家族信托的一般构成要素，要设立一项家族信托通常需要客户意向性交流、项目条款的设计、出具律师及会计师意见、客户反馈交流、配置金融资产、签约成立等几个阶段，目前家族信托客户的收集和过滤工作主要由作为信托渠道合作方的银行主导进行，如图 5 所示。

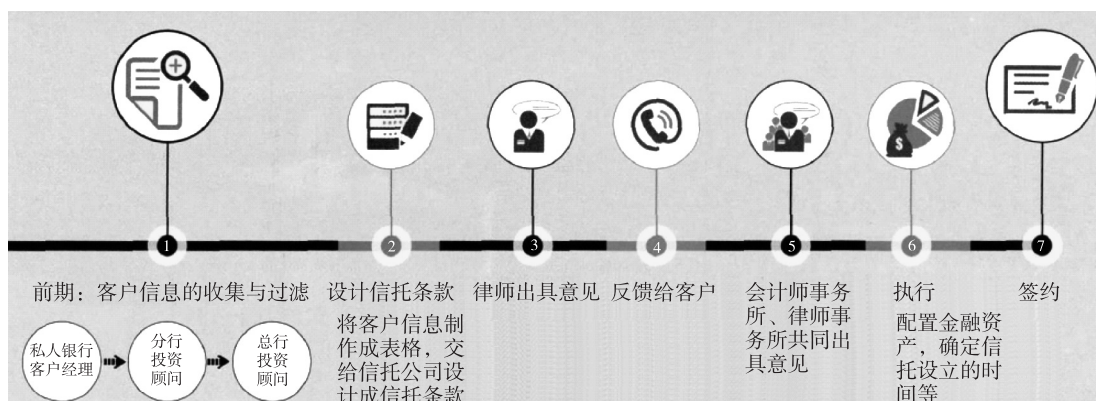


图 5 家族信托业务的一般流程



四、家族信托一般原理：基本的产品设计与风险分析

（一）家族信托产品方案设计

1. 方案1

主要流程与实施计划说明如下：

（1）成立不可撤销可变更家族信托。该家族信托是长期或永久的不可撤销可变更现金家族信托。该信托可进行修订，但是不可撤销，发起人（一般为委托人）、其他任何人或者团体都无权撤销该信托。可变更信托的条件包括但不限于：①受益人变更。当受益人对委托人有重大侵权行为、受益人对其他共同受益人有重大侵权行为、发生经受益人同意或信托文件规定的其他情形时，委托人有权变更受益人。②受托人变更。当证明信托公司违反信托目的处分信托财产、违背管理职责、处理信托事务有重大过失的，委托人或其指定的信托监察人有权依照信托文件的约定解聘该信托公司，或者申请人民法院解聘该信托公司。③变更信托监察人。家族信托的委托人指定信得过的组织或个人作为家族信托的监察人。监察人可以是律师事务所、会计师事务所、第三方机构、律师或会计师等。监察人被委托人赋予各种权利，如更改或监管受托人，甚至受益人等。当信托监察人没按合同规定行使其监察职责时，委托人有权变更监察人。

（2）委托人做第一受托人，指派监察人负责监督家族信托的运行。在委托人生前，委托人是第一受托人，委托人可以作为第一受托人代表该信托行使处分权。委托人在具备民事行为能力条件下，具有一票否决权，也就是具有最高处置权。委托人有权指派监察人对家族信托的合理运行进行监督。信托公司按照家族信托计划文件管理信托财产所产生的风险，由信托财产承担。信托公司因违背信托计划文件、处理信托事务不当而造成信托财产损失的，由信托公司以固有财产赔偿；不足以赔偿时，由委托人自担。如果信托监察人发现信托公司违反信托目的而造成家族信托财产损失的，委托人有权终止家族信托或者指派信托监察人解聘信托公司。

（3）法院最终裁决对委托人失去行为能力的认定。委托人失去民事行为能力、失踪或被羁押都被认定为其失去民事行为能力，该结果的认定通过法院最终裁决。法院负责认定委托人是否已失去民事行为能力。通过向任何被认为适合的个人咨询和征求意见、经医院鉴定、经公安局认定等证明委托人失去民事行为能力后，必须经过法院裁决才具有完全的法律效力。当法院判定委托人失去民事行为能力后，委托人的权利转移给受托人，受托人则拥有自由裁量权。



(4) 委托人被证明失去民事行为能力后，受托人具有唯一且绝对的自由裁量权。委托人在信托合同中以书面形式明确写明当其失去民事行为能力情况下受托人行使自由裁量权的准则。当委托人失去民事行为能力后，受托人具有唯一且绝对的自由裁量权，对信托受益人进行信托本金和收益的分配，分配数额须保证受益人医疗、教育及生活之需。但受托人仍然需要接受信托监察人的监督。委托人对信托收益的分配可设定若干框架性规定。

(5) 受托人对信托财产进行组合投资，受托人享有财产处置权。受托人根据委托人的风险偏好及需要进行投资，投资的范围包括但不限于货币市场类、固定收益类、权益投资类、TOT类、证券投资类及另类投资等。但是投资组合的基本原则是尽可能地保证本金安全。因为家族信托以家族传承为目的，所以一般投资风险倾向稳健型或者保守型，在确保达到一定的预期收益率以后，才会进一步加入中高风险的投资比例。当然委托人仍然有一票否决权，但是出于对专业理财的信任，在信托公司按照委托人的意思、信托合同规定进行投资管理后，委托人一般不会太多干预信托财产的运用管理。

(6) 受托报酬按年费加浮动费用收取，监察人报酬按次收取。作为受托人的信托公司，按一定比例收取固定年费，根据管理业绩收取浮动费用。年费按托管资产的一定比例收取，比例取决于信托的复杂程度，以及委托人是生前还是过世。委托人生前多少会参与信托管理，收费比例低一些；过世后，完全由信托公司管理，信托公司责任更大，收费会高一些。固定管理费年费费率建议为信托资金的1%。对于超额管理费则可按照行规，对超出委托人预期收益的部分，如预期收益率为4%，可以按20%~30%的比例提取。同时，信托公司在客户端可以收取投资顾问费。信托监察人的收费以服务次数为准，总体收费会低一些。如果中国未来几年出现遗产税等财务法律问题，会计师事务所、律师事务所的收费机制可以以税务筹划前后所节省出来的资金为基础，按一定比例提成。

(7) 利益分配多样化，产品运作信息向委托人公开。信托利益分配给受益人的方式有多种，主要包括一次性分配、定期定量（比例）分配、不定期不定量分配、附带条件分配等不同的形式。一次性分配是指家族信托到期返还本金。定期定量（比例）分配是指类似于年费的固定收益比例分配，如每年预期收益率为4%，投入本金为5000万元，分配给受益人的总定期额度为200万元。不定期不定量分配是指按照浮动累积额度来提取收益，应该注意的是每年的浮动收益可以规定不按年分配，只有当受益人遇到婚嫁、买房、买车、创业、医疗等大事时，受益人才可以按照自己享有

的权益从每年信托收益的浮动累积总额中提取。附带条件分配是指受益人在提取大额的收益时必须符合信托合同规定的条件，这样可以有效约束信托受益人，避免家族因继承、分割问题起纷争。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和受益人沟通。

(8) 受托人的免责条款。信托公司做重大决策前，需要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，信托公司根据相关协议条款或法律执行信托。在委托人有生之年，除去其失去民事行为能力的情况，其都保留有通过或否决每一起信托投资、收购以及出售行为的权利。受托人按照委托人指令完成信托资产处分行为造成损失的，无须承担受托管理责任。由于目前中国的遗产税等，以及与家族信托相关的税法还未完善，所以当新的与家族信托相关的税法出台后，根据目前法律环境所设立的家族信托中不合理的环节与受托人无关，且不构成解聘或者更换受托人的理由。

(9) 信托终止后，信托公司具有留置权或请求权，并应作出清算报告。信托终止后，受托人行使请求给付报酬、从信托财产中获得补偿的权利时，可以留置信托财产或者对信托财产的权利归属人提出请求。信托终止的，受托人应当作出处理信托事务的清算报告。受益人或者信托财产的权利归属人对清算报告无异议的，受托人就清算报告所列事项解除责任。但受托人有不正当行为的除外。

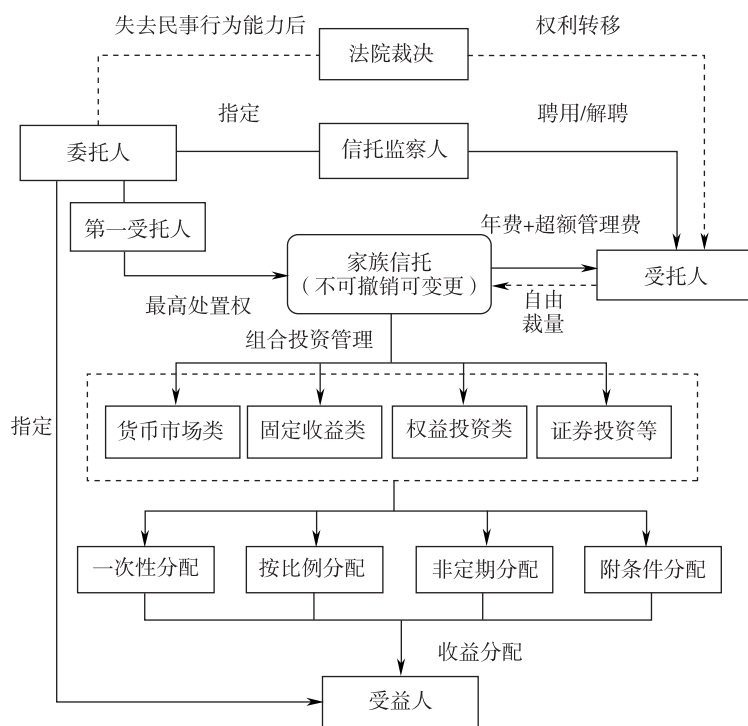


图6 家族信托流程设计方案1



2. 方案2

主要流程与实施计划说明如下：

(1) 成立不可撤销可变更家族信托。该家族信托是长期或永久的不可撤销可变更现金家族信托。该信托可进行修订，但是不可撤销，发起人（一般为委托人）、其他任何人或者团体都无权撤销该信托。可变更信托的条件包括但不限于：①受益人变更。当受益人对委托人有重大侵权行为、发生受益人对其他共同受益人有重大侵权行为、发生经受益人同意或信托文件规定的其他情形时，委托人有权变更受益人。②受托人变更。当证明信托公司违反信托目的处分信托财产、违背管理职责、处理信托事务有重大过失的，委托人或其指定的信托监察人有权依照信托文件的约定解聘该信托公司，或者申请人民法院解聘该信托公司。③信托报酬的变更。委托人可以根据信托公司对家族信托的运行情况调整或者改变信托报酬的分配，如固定年费的调整、浮动比例的调整，对信托报酬进行变更的条件的相关细节可以在信托合同中另行规定。

(2) 委托人将资产移交给受托人，换得信托凭证单位。委托人根据协议将约定资产移交给受托人，作为交换，委托人从受托人处获得 100 个单位的信托凭证单位，也就是信托资产平均划分为 100 个信托凭证单位，该信托凭证单位对于双方具有相同的价值，尽管该价值没有明确数额。受托人须根据受益人的利益对信托资产进行处置。

(3) 受益人按持有的信托凭证单位数额比例分配信托收益，且信托凭证单位不可转让。委托人将信托凭证单位按照一定比例指定分配给受益人，受益人持有的信托凭证单位的数额即为其所获的分配收益的百分比。在本信托成立之初，受托人根据委托人的意愿向受益人分配信托凭证单位。当受益人对委托人有重大侵权行为、发生受益人对其他共同受益人有重大侵权行为、发生经受益人同意或信托文件规定的其他情形时，委托人有权按照信托合同的约定变更受益人。最初以及之后每次分配信托凭证单位的记录作为受益人持有信托凭证单位份额的证据。信托凭证单位不得转让。

(4) 受托人享有信托管理等多种权利，受益人享有信托监督的权利。

①信托管理。当受托人认为适当的时候对信托资产进行的投资、再投资、抵押、质押、投保、出售。

②业务收益。根据受托人的自由裁量，出售、清算或继续经营本信托所属的企业、合伙制公司及其他业务。

③当法院裁决委托人失去民事行为能力后，受托人享有自由裁量权，可就任何可

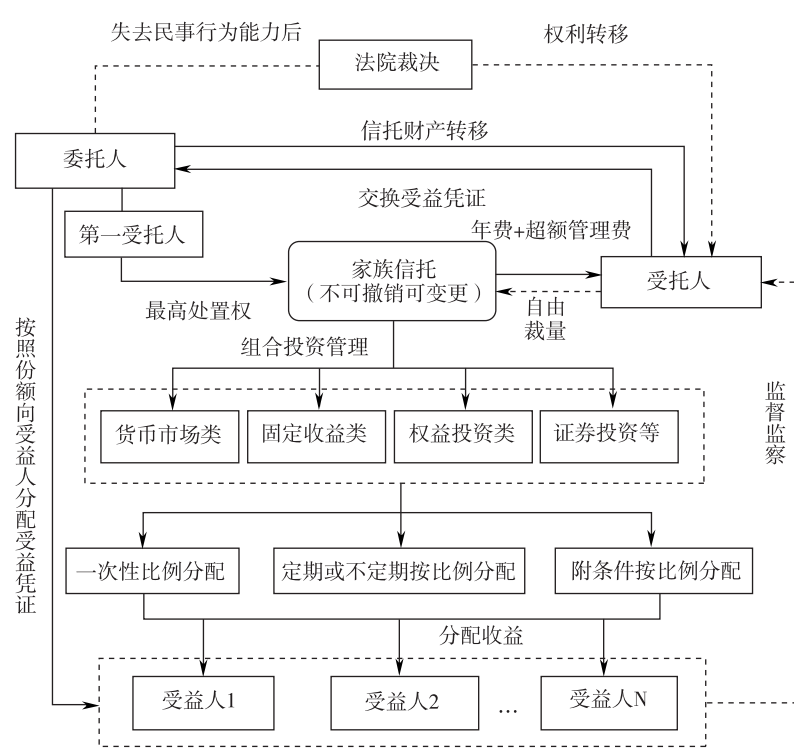


图7 家族信托流程设计方案2

能影响本信托的事项提起诉讼或应诉。

- ④受托人因其提供的服务收取合理的报酬。
- ⑤受益人有权监督信托管理，谁也不能从其他受益人手里谋取不正当利益。

方案1中的（3）、（4）、（5）、（7）、（8）、（9）也适用于方案2。

3. 方案3

主要流程与实施计划说明如下：

（1）成立不可撤销可变更保险金信托（类家族信托）。该保险金信托是长期或永久的不可撤销可变更类家族信托。该信托在委托人保险事故发生之前可以变更，但是不可撤销，发起人（一般为委托人）、其他任何人或者团体都无权撤销该信托。可变更信托的条件包括但不限于：①受益人变更；②受托人变更；③信托报酬的变更（同方案2）。

（2）发生理赔后由保险金信托转变为家族信托。此信托的委托人在购买保险产品之后，会签订信托协议，在发生理赔之前，项目是以财产权信托的方式托管在信托公司，一旦发生理赔，财产权信托会转换为资金信托，信托公司将根据当初签订的信



托协议，履行受托义务。根据客户的意愿，这笔信托资金的用途是为客户量身定制的，比如用于子女的教育、购房、购车等。

(3) 类家族信托产品，降低专享财富管理门槛。保险金信托接入保险，是以保单理赔金的形式成立信托计划。委托人通过定期缴纳一定数额的保费获得 800 万 ~ 1000 万元理赔金的保险金信托，从而大大降低专享财富管理的门槛，当发生理赔后信托公司按照信托合同以家族信托的形式进行操作，提供以财富保全、累积和传承为主的全面定制化的家族信托金融服务。作为家族信托基础上的延伸，此款保险金信托是高附加值的“事务管理 + 资产管理”的单一信托产品。

(4) 引入保险公司，提高服务水平及保障私密性。通过引入信誉等级高的保险公司，在高净值客户投保的过程中可以享受由保险公司安排的专人专享绿色通道、私密服务、私人保单管家、尊贵客户专席、医疗、旅游出行以及快捷救援等增值服务。鉴于目前委托人的财产装进家族信托除要办理信托登记手续外还要公示，所以客户的私密性得不到有效保护，但是通过保险金信托，保险公司有义务在委托人获得理赔前有效保护委托人的信息。

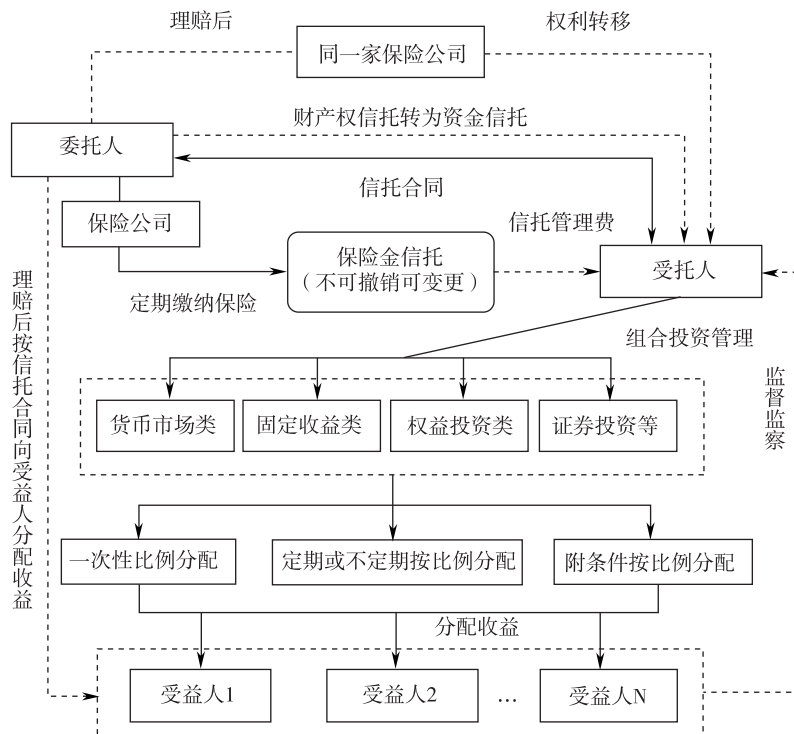


图 8 保险金信托（类家族信托）流程设计方案 3



（二）家族信托的风险分析

1. 信用风险

家族信托的信用风险是指家族信托资金委托人不能或不愿履行信托合同而给信托机构带来损失的可能性。信用风险主要取决于信托资金委托人的财务状况与风险状况。目前我国的家族信托通常是资金类家族信托，通过家族信托委托人一次性委托给信托公司一定数额的现金类资产，这种信用风险主要存在于家族信托变更及撤销的过程中。另外，如类家族信托中的保险金信托，其信用风险主要可能存在于委托人缴纳保险金的过程中，委托人可能会退保或者因为其他原因终止保险合同，那家族信托将无法按照信托合同顺利施行。如果未来家族信托的受托财产范围更加广泛，除了资金类的还可以广泛地应用于房产、股权、债券、另类投资等，那么信用风险还包含诸如连带责任保证、股权投资、证券投资以及金融衍生工具等表内和表外业务中所有与信用相关的风险。

2. 市场风险

家族信托的市场风险是指由于金融市场变量的变化或波动而引起的家族信托财产投资的信托资产组合未来收益的不确定性。家族信托受托以后，家族信托的受托人通常需要将家族信托财产在货币市场、资本市场及产业市场上进行组合投资，以获得超额收益。进行组合投资时就面临着资产价格风险，即市场风险。其中市场变量也被称为市场风险因子，主要包括利率、汇率、证券价格及衍生品价格等。近年来，我国市场化程度提高，市场风险不容忽视。家族信托的市场风险主要表现为：一是受市场风险中的货币、资本以及产品等不同驱动因素影响所形成的波动风险；二是家族信托市场环境恶化与客户资源减少的风险，不仅包括信托同业间的竞争风险，也包括与非信托金融机构间的竞争风险。

3. 操作风险

家族信托的操作风险主要表现为信托机构内部流程管理、信托机构内部人员在家族信托财产管理过程中因操作失误而出现的风险。对于操作风险的防范不只是风险管理部门的责任，整个信托机构内部所有人员包括管理家族信托的业务经理、程序负责人、会计主管、高级管理人员等都要担负操作风险管理责任。从信托业务流程来看，前台以及中后台都可能存在操作风险；从信托业务种类来看，操作风险不仅涉及模型、信息流动或者管理等技术问题，也涵盖了文件制作、实务传送等实际操作问



题；从信托风险的严重程度来看，操作风险既包括工作疏忽、计算失误等小问题，也包括计算机系统的整体崩溃等极端事件以及欺诈、盗用等犯罪事件。

4. 合规风险

家族信托的合规风险是指信托机构因未能遵循信托的法律法规、监管要求、规则、自律性组织制定的有关准则，以及适用于信托自身业务活动的行为准则，而可能遭受法律制裁或监管处罚、重大财务损失或声誉损失的风险。从内涵来看，家族信托的合规风险主要强调的是信托因为各种自身原因主导性地违反有关家族信托的法律法规和监管规则等而遭受的经济或声誉损失。如目前有关家族信托的登记、税收以及涉及家族信托财产运用方式等的法律尚未完善，所以信托公司在发展家族信托的同时必须兼顾当前的法律法规，采用积极变通的方法进行合规操作。

5. 流动性风险

家族信托的流动性风险是指家族信托产品因流动性不足导致投资者变现困难而使信托在未来产生损失的可能性。我国家族信托的流动性风险一方面是资产负债的期限不匹配，家族信托产品的期限多为5年以上的中长期甚至20年以上的长期，当家族信托委托人将信托财产委托给信托公司后，此类资金的流动性降低，无法做到随时转让或者赎回信托计划，这样可能带来委托人需要转让信托计划以获取大量资金时，信托无法满足其变现的要求。另一方面，外部投融资环境改变，如金融市场发育程度以及技术因素改变，也会影响家族信托的流动性，进而会改变家族信托流动性风险的程度。金融市场发育程度直接关系着信托资产变现和资产管理能力，从而影响流动性。一些技术性因素的改变也可能导致信托失去偿付能力，如时间及支付系统引起的偿付危机等。

五、境外家族信托的发展与典型运作模式借鉴研究

（一）境外家族信托的发展状况

1. 境外家族信托的发展形势

在美国，家族信托由来已久，最初出现于19世纪末20世纪初，即镀金年代（Gilded Age）来临之初由一些富裕家庭创造的。早期的家族信托受相同的法律法规监管，设立家族信托方式较为单一。设置初衷是一些大的家族式企业创始人为了避免死后出现家族纷争，导致企业分崩离析或家族破产，就在生前设立“家族信托基金”，



将部分财产转让给可信赖的信托机构或个人打理，转让完成后，委托者本人就丧失了对这部分资产的自由支配权，而受托人本人则只能根据与委托者所签订的契约来分配、处理财产。在经历了长达 25 年的经济繁荣时期后（被称为美国的第二个镀金年代），许多州的法律也变得更灵活，设立和运营家族信托也变得更加容易，富人因此更容易实现其财富规划和传承的目标。

日本是最早引进欧美信托制度的亚洲国家，发展之初商事信托占据主导，个人信托发展滞后，不过近年来随着人口老龄化、信托法律法规的完善，以家族信托为代表的个人信托在日本得到了长足发展。

近几年，新加坡作为财富管理中心声名鹊起。虽然没有关于家族信托基金的具体统计数字，但根据新加坡金管局公布的信息，截至 2012 年末新加坡的财富管理业务管理的资产共计约 1.33 万亿美元（1 美元约合 6.16 元人民币），同比增长 22%。

2. 境外家族信托的发展前景

现今，洛克菲勒家族、肯尼迪家族、班克罗夫特家族等全球资产大亨都通过家族信托的方式来管理家族财产，以此来保障子孙的收益及对资产的集中管理，从而实现家业长青。由于家族信托具有财富管理的灵活性以及资产配置的有效性，境外高净值尤其是超高净值客户通过家族信托满足委托人避税、财富传承、隐私保护、财产隔离、家族治理甚至慈善公益等各方面需求的局面将长期持续下去。

（二）美国家族信托的两种典型运作模式特点介绍

在美国，财产规划及传承涉及多项税目，如转移税、遗产税、财产税、赠与税和跨代传递税。如果富裕家族将财产直接传给子女，子女再传给下一代，那么两次传承都将缴纳转移税，假设以 35% 计算，即使最初有 100 万美元财产，在缴税两次后也只能剩下 42 万美元。但如果将财产转移至信托，只有最初的转移和最后信托终止时才需缴纳转移税。信托期限越长则节税效果越明显。而当家族信托被设立成为永久信托时，只有最初的转移才需缴税。委托人常常在信托契约或意愿书中设立家族财产不可分割和转让或信托不可撤销的条款，很多家族企业都由家族信托经营管理或由其持有股权。可见，家族信托也有紧锁企业股权的功能。

美国典型的家族信托包括生前信托以及 A/B/C 家族信托。

1. 生前信托

（1）发起人（一般为委托人）为第一受托人，受益人为全体家庭成员。发起人（委托人）成立可撤销生前信托，内容一般主要为委托人对于自己、配偶及其子女如



何作为受益人从该信托中受益的指示。发起人将自己对于信托财产的处置权交予信托受托人，同时自己作为第一受托人。委托人作为第一受托人代表该信托行使处分权，包括与第三方签署协议以及指派新的共同受托人时，不需经过其他受托人同意。

(2) 发起人（一般为委托人）拥有信托资产全权控制权，可撤销生前信托。委托人在有生之年拥有对信托资产的全权控制权，可以增加或者撤销信托资产，修订或者撤销该信托，所有上述处分行为必须以书面形式进行。所有财产及其财产收益要移交给受托人成为信托财产必须经受托人同意。当发起人（一般为委托人）撤销该信托时，受托人将所有信托财产重新移交给发起人及其配偶。发起人及其配偶有权随时以书面形式通知受托人将其在双方共有财产中的相应份额及其收益从信托财产中撤回。

(3) 受托人享有委托人的所有财产及其财产收益的处分权。委托人将其所有财产及其财产收益的处分权利移交给受托人，使其为受益人的利益持有和管理信托财产。当发起人（一般为委托人）的财产移交行为将引起缴税义务时，除非发起人（一般为委托人）书面明确说明，否则该财产将不移交信托人成为信托财产。委托人的养老金将不作为信托财产进行移交，因为此行为会立刻导致所得税缴纳义务的产生。

(4) 具备民事行为能力条件下，委托人具备一票否决权。所有属于委托人与其配偶共有并已成为信托财产的财产及其收益，在委托人及其配偶在世期间依然作为夫妻共有财产。在委托人有生之年，除去其失去民事行为能力的情况，他保留通过或否决每一起信托投资、收购以及出售行为的权利。受托人对按照其指令完成信托资产处分行为所造成的损失，无须承担责任。

(5) 发起人（一般为委托人）失去民事行为能力的认定有两种方式。发起人（一般为委托人）失去民事行为能力、失踪或被羁押都被认定为其失去民事行为能力，该结果的认定有以下两种方式：

①无民事行为能力判决小组（Disability Panel）。该小组负责认定发起人（一般为委托人）已失去民事行为能力。成员由委托人的主治医生和委托人配偶组成，如委托人配偶先于委托人过世，则由委托人具有民事行为能力的成年子女接任。该小组成员共同认定委托人失去民事行为能力的结果具有完全的法律效力，为进行决策，该小组成员有权向任何被认为适合的个人咨询和征求意见。

②法院判决。

(6) 发起人（一般为委托人）失去民事行为能力后，受托人具有唯一且绝对的自由裁量权。发起人（一般为委托人）在信托协议中以书面形式明确写明当委托人失去民事行为能力情况下受托人行使自由裁量权的准则。当委托人失去民事行为能力后，受托人具有唯一且绝对的自由裁量权，对信托受益人进行信托本金和收益的分配，分配数额须保证受益人医疗、教育及生活之需。委托人对信托收益的分配可设定若干框架性规定。

(7) 发起人（一般为委托人）过世后，生前可撤销信托变为不可撤销信托。发起人（一般为委托人）过世后，该信托成为不可撤销信托，受托人将依据约定条款管理该信托。如果委托人的配偶在其过世后仍然健在，则该信托受托人将按照协议条款将上述信托分割为两个独立信托，即婚姻信托和家族信托。委托人的配偶具有绝对权利，指示受托人在任何时候将婚姻信托中的非收益性资产转换成收益性资产。

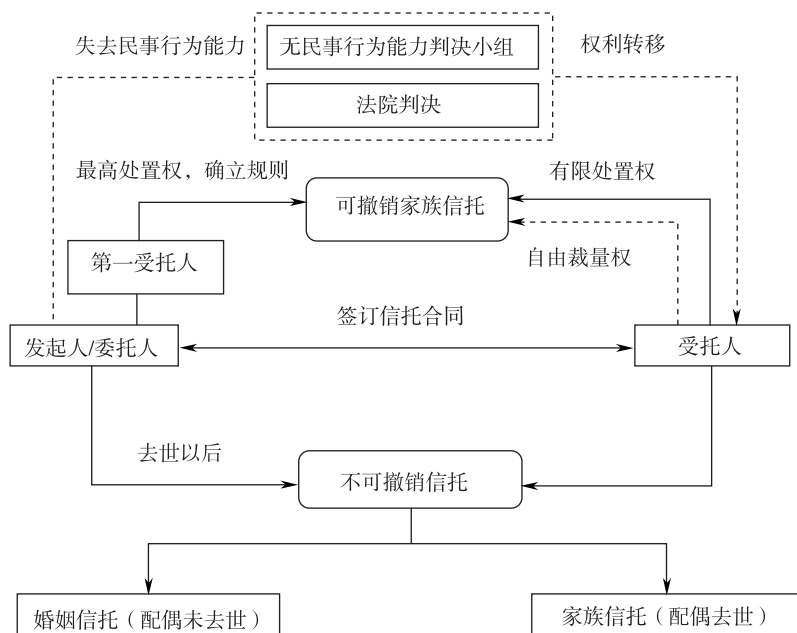


图9 美国生前信托运作模式

2. A/B/C 家族信托

在美国，如果委托人已婚，可通过对三种信托（A Trust、B Trust、C Trust）的组合，即 A/B、A/B/C 信托来达到财富规划的目的。通过上述单个信托的组合可以将财产税的缴纳数额最小化，同时还能实现其他很多非税利益。A、B 和 C 三类标准信托都不可撤销，因此其信托财产能够避免债权人的追索，并能对抗第三方诉讼。除此



之外，上述三类信托所拥有的信托财产在委托人去世后，配偶再婚又离婚的情况下还免于离婚财产分割。这里先介绍 A 信托。

A 信托通常也被称为“婚姻信托”，A 信托在委托人夫妻中一方过世后生效，此时之前约定的财产被转移成为信托财产，其产生的收益由在世配偶享有，在某些设计中，在世配偶也可获得信托资产本金。当其过世后，信托收益权转移给指定的继承人。A 信托委托人可以让其配偶在其有生之年享有全部的信托收益，还可授权其配偶指定其去世后的信托受益人。委托人通常需要用多于免征额的财产（2013 年美国财产税免征额为 525 万美元）作为信托财产成立信托。婚姻信托分为三类，即一般委任权、QTIP 信托和财产信托。婚姻信托确保了委托人夫妻双方的继承人免于遗嘱认定程序，同时通过充分利用税收的配偶扣除额实现财产税的减征。但是当夫妻双方都过世之后，余下的信托财产将被征收财产税。因此为了在委托人夫妻都过世后进一步规避财产税，A 信托通常会与 B 信托配合使用。A 信托应用的一个案例如下：一对夫妻各自拥有前次婚姻所育子女，他们想在一方过世后将所有财产转移到在世一方的名下，在在世一方过世之后将财产再转移到双方各自的子女名下。如果在世一方配偶再婚，过世方配偶的财产将转到他（她）子女名下而不转移给再婚的配偶。上述目的可通过设立 A 信托实现。

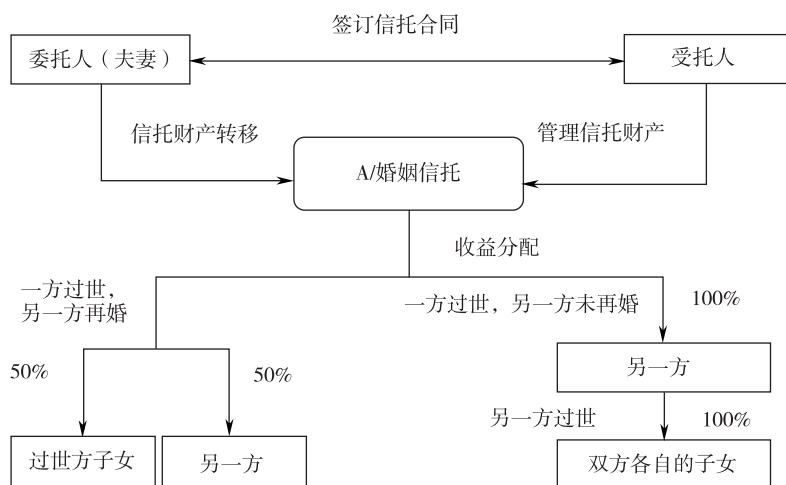


图 10 美国典型 A 信托运作模式

B 信托通常也被称为“规避信托 (Bypass Trust)”、“AB 信托”或者“信用庇护信托 (Credit Shelter Trust)”。这种信托可以确保已婚的委托人在完全规避财产税的情况下将财产转移给其继承人。这种信托的设计结构确保了该信托的委托人去世之后，



信托财产会依据信托协议的约定完全转移给受益人（通常为其子女）。B 信托最重要的一个优点是委托人尚在世的配偶在其在世期间享有对信托财产和信托收益的全部权利。在特定情况下，如其配偶需要支付医疗费用时，甚至可以动用信托财产。在配偶过世之后，信托财产会全部转移给其子女而免征任何财产税。该类信托的节税功能十分明显，尤其是在其配偶还享有对信托财产的完全支配权的情况下。

C 信托或者称为“Q 信托”。委托人授权在世配偶享有所有信托收益，同时委托人保留指定其配偶过世后谁作为继承人获取信托收益的权利。这种设计对于委托人在前次婚姻中育有子女，同时委托人有意愿让孩子在配偶过世之后受益的情况十分有用。委托人通常需要用超过税收免征额的财产设立该信托。

A/B/C 信托在功能上与 A 或 B 信托相似，只是 A/B/C 信托的委托人（已婚夫妻）的资产需要远远大于财产税免征额（525 万美元）。不同于 A 信托、B 信托，A/B/C 信托不仅将去世一方委托人的资产与在世配偶的资产区分，还进一步将去世配偶的资产分成免征额以下的资产和其增值部分，以及免征额以上的资产和其增值部分，后两部分资产在在世配偶去世以后会与其资产合计以计算财产税。与 A 信托、B 信托相似，在一方配偶去世之后，信托资产被拆分成两部分，在世方的份额（通常为信托资产的一半）被分配到在世者信托中（即 A 信托），去世方的份额被拆分成 B 信托和 C 信托。其中 B 信托接收的资产以财产税免征额为上限，去世方资产超过免征额的部分则被转移到 C 信托，该信托又被称为“配偶扣除信托（Marital Deduction Trust）”。当在世一方配偶去世之后，A 信托与 C 信托的资产总额如果超出免征额，则将被征收财产税，而 B 信托的资产则免于征税。在配偶中一方去世后，B 信托、C 信托需要分别进行所得税申报并就信托资产收益缴纳所得税。

由此可见，A/B/C 信托相对于标准的 A 信托、B 信托、C 信托更为复杂。下面详细说明 A/B/C 信托的特点：

（1）受托人为具有法人身份的受托人理事会集体。信托委托人发起成立不可撤销的 A/B/C 家族信托，委托人指定某家族成员（可以是自己）担任第一受托人。受托人不是作为自然人，而是具有法人身份的受托人理事会（Board）集体，通过共同参与决策，行使对该信托的管理处置权。

（2）发起人（一般为委托人）将资产移交给受托人，换得信托凭证单位。发起人（一般为委托人）根据协议将约定资产移交给受托人，作为交换，发起人（一般为委托人）从受托人处获得 100 个单位的信托凭证单位，该信托凭证单位对于双方具



有相同的价值，尽管该价值没有明确数额。受托人须根据受益人的利益对信托资产进行处置。

(3) 信托可修订，但不可撤销，且可延续。该信托可进行修订，但是不可撤销，发起人（一般为委托人）、其他任何人或者团体都无权撤销该信托。信托存续期为 99 年，在信托终止日之前可延续。

(4) 受益人持有的信托凭证单位数额为其所获的信托收益的百分比。信托凭证单位在任何情况下不得超过 100 个单位。受益人持有的信托凭证单位的数额即为其所获的分配收益的百分比。在本信托成立之初，受托人根据发起人（一般为委托人）的意愿向受益人分配信托凭证单位。发起人（一般为委托人）可定期增加或替换受益人。最初以及之后每次分配信托凭证单位的记录作为受益人持有信托凭证单位份额的证据。信托凭证单位不得转让，除非经过受托人理事会的同意。

(5) 受托人享有信托管理等多种权利。

①信托管理。当受托人认为适当的时候对信托资产中任意实体和个人资产进行的投资、再投资、租赁、出租、抵押、质押、投保、出售。

②业务收益。根据受托人的自由裁量，出售、清算或继续经营本信托所属的企业、合伙制公司及其他业务。

③根据受托人的自由裁量，就任何可能影响本信托的事项提起诉讼或应诉。

④就信托事项聘请律师、会计师、经纪人以及金融专业人士。

⑤受托人因其提供的服务收取合理的报酬。

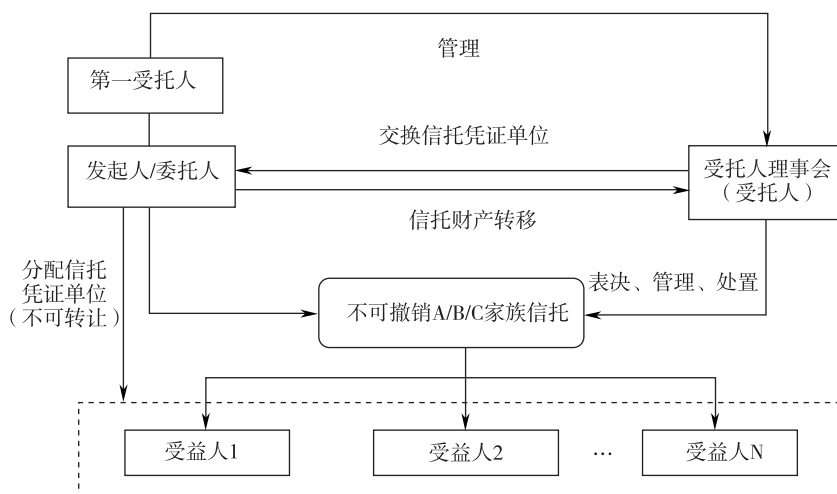


图 11 美国典型 A/B/C 家族信托运作模式

(三) 澳大利亚家族信托典型运作模式特点介绍

澳大利亚典型的家族信托产品的运作模式如图 12 所示，主要具备以下 3 个特点。

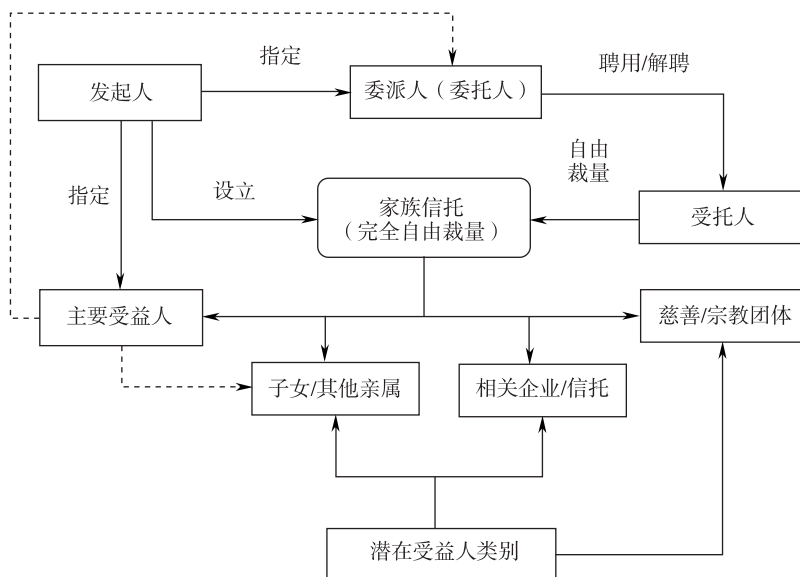


图 12 澳大利亚家族信托典型运作模式

1. 完全自由裁量的优势

(1) 债权人资产保护。

(2) 灵活性。受托人每年都可以有变更受益人的权利（在家族信托条款中规定需要对此进行表决选举的情况下，受托人此方面的权利会受到更多限制）。

(3) 信托收益的节税功能。相对于家族信托需要征收的 46.5% 的高额税率，如果信托收益被分配给机构受益人，则只需要按照 30% 的税率缴税。

(4) 保护信托资产不受对受益人有敌意的家族成员的侵蚀。

(5) 便于慈善和宗教用途。

2. 受托人及对信托的控制权

受托人由公司（出于其只承担有限责任及其具有专业管理能力的考虑）或个人（一个或多个个人，例如信托主要受益人）担任；委派人（Appointer）由一个到多个主要受益人担任，委派人有权任免受托人。当若干委派人之间发生争议时，依据信托事先规定的特殊条款处理。

3. 受托人和委派人在家族信托管理上的权限安排

(1) 受托人管理信托并有权利对信托收益的分配进行自由裁量。



(2) 委派人有权对受托人进行任免，当有多个委派人时，最好避免由两名或以上的兄弟姐妹出任。

(3) 委派人与受托人可由同一人担任。

(四) 境外家族信托典型模式要素分析

1. 受托人

在境外很多人或者机构都可以担任受托人，也可以选择几个人或者机构共同担任受托人。

个人。通常是家族成员。但家族成员不一定具备担任受托人的能力，而且当该家族成员同时也为受益人时会产生利益冲突；另外个人作为受托人时，将承担无限连带责任，并且个人不像法人，寿命有限，这也不利于家族信托的运营。

律师或其他顾问。在美国加州等地，当个人担任超过六个信托的受托人时，需注册成专业私营受托人。

私人信托公司。富裕家族有时会自己创立家族银行或私人信托公司，家族成员作为公司股东，管理家族信托的运营。

专业信托机构。通常是银行信托部、独立信托公司等，它们通常都有分支机构，能够为富裕家族设立永久信托；同时也能够满足谨慎投资人的情况下，最大限度地实现资产增值目标。

共同受托人。很多时候两个或更多机构共同担任受托人，才能更好地满足受益人的不同需求。

2. 信托财产

家族信托中可以持有的信托财产没有限制，只要该财产的所有权能够被转移即可，可持有资产包括房地产、股票组合、家族企业、合资企业、专利和版权等。

3. 信托契约

在信托契约中可以灵活定制有关的各种规定，由此产生不同种类的信托。美国家族信托种类包括可撤销信托（Revocable Trust）、不可撤销信托（Irrevocable Trust）、固定信托（Fixed Trust）、全权信托（Discretionary Trust）、浪费信托（Spendthrift Trust）、永久信托（Perpetual Trusts）等，在此不再赘述。

4. 设立地点

在境外，家族信托的设立地点是家族信托众多要素中的首要因素。例如美国的法



律在每个州都有不同，因此它们对信托的设立有重大影响，有些州可以设立永久信托，有些州的法律更加保护投资者、委托人，有些州设立公司会缴纳更低的税负。也有人会选择在众所周知的离岸避税地，如开曼群岛、英属泽西群岛、瑙鲁、英属维尔京群岛、巴拿马、百慕大、卢森堡等，设立家族信托。总之，在选择设立地点前需要确定每个地方的特点。

六、华人境外设立家族信托（基金）成功案例剖析

（一）情况简介

中国香港、台湾地区较早引入欧美信托制度，加之富裕人群注重财富规划和传承，家族信托发展非常繁荣。香港富豪包括李嘉诚、邵逸夫等都成立了家族信托基金。

中国境内富豪大多通过境外运作模式，设立家族信托，诸如 SOHO 中国董事长潘石屹及妻子张欣、龙湖地产董事长吴亚军、玖龙纸业董事长张茵等均是通过在境外设立信托来实现家族利益最大化。香港上市公司利用离岸公司设立家族信托的情况如下。

1. 选择在开曼群岛，设立期限可达 150 年

SOHO 中国——Capevale Limited、Boyce Limited（64%）——张欣、潘石屹。

长江实业——The Li Ka - Shing Unity Discretionary Trust（40.43%）——李嘉诚、李泽钊。

恒基兆业——Hopkins（Cayman）Limited 100%——李兆基、李家杰、李家诚及李宁等。

2. 选择在泽西岛（英国皇家属地），设立期限达 100 年

玖龙纸业——刘氏家族信托、张氏家族信托以及金巢信托（64.17%）——张茵的儿子等）。

3. 选择在英属维尔京群岛，设立期限达 100 年

龙湖地产——吴氏家族信托（45.47%）和蔡氏家族信托（30.25%）——吴亚军在内的其他若干家族成员。

永达汽车——丽晶万利（26%）——张德安及其若干其他家庭成员。

新鸿基——郭氏家族基金 Adolfa、Bertana、Cyric 等 6 个信托公司——邝肖卿、郭



炳江、郭炳联及其家人。

雅居乐——Top Coast Investment Limited (63.21%) ——陈氏家族。

(二) 案例剖析

1. 案例一：潘石屹、张欣家族信托

具体结构如图 13 所示。

2002 年，SOHO 中国为了在境外上市，搭建了红筹架构。潘、张二人通过私人公司控制了 SOHO 中国（开曼）股权；接下来，SOHO 中国（开曼）设立了 7 家英属维尔京群岛公司，控制其境内 7 家地产项目公司。其中，潘石屹透过 Boyce（英属维尔京群岛）控制 SOHO 中国（开曼）47.39% 的股权，张欣透过 Capevale（英属维尔京群岛）控制 SOHO 中国（开曼）47.39% 的股权，夫妻二人的股权共计 94.78%。此时，潘石屹和张欣分别拥有 SOHO 中国（开曼）的均等股权。2005 年 11 月 14 日，潘石屹将其在 Boyce（英属维尔京群岛）的全部股份以馈赠方式转让给张欣。

SOHO 中国的信托持股设计模式如下：张欣把 Boyce（英属维尔京群岛）及 Capevale（英属维尔京群岛）的全部股份转让给 Capevale（开曼）（特意为成立信托而注册的公司）；紧接其后，张欣把 Capevale（开曼）的全部股份授予汇丰国际信托。该笔信托属于私人信托，最大的好处就是紧锁股权。比如张欣在信托条款中设计了信托财产不可撤销条款。而张欣则是该笔信托的授予人、保护人及全权受益人。潘、张二人作为 Boyce（英属维尔京群岛）及 Capevale（英属维尔京群岛）的董事，通过对其控制，同时实现了将资产转移境外和对 SOHO 中国的控制。

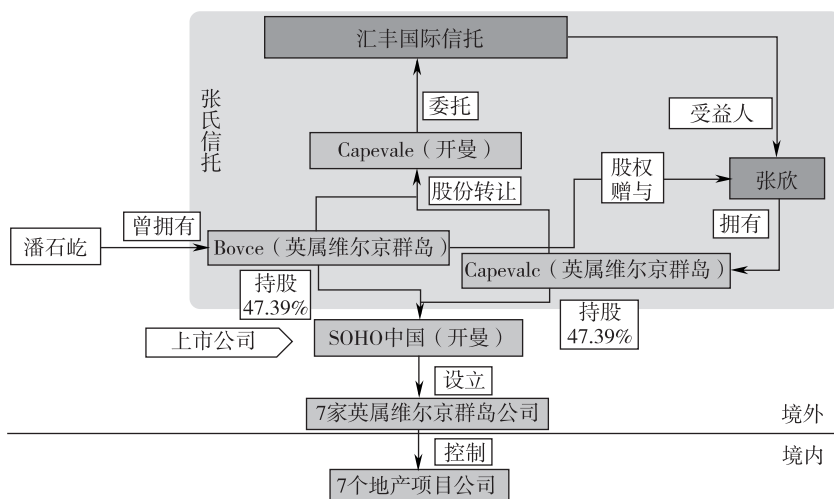


图 13 潘石屹、张欣家族信托结构



2. 案例二：吴亚军、蔡奎家族信托

具体结构如图 14 所示。

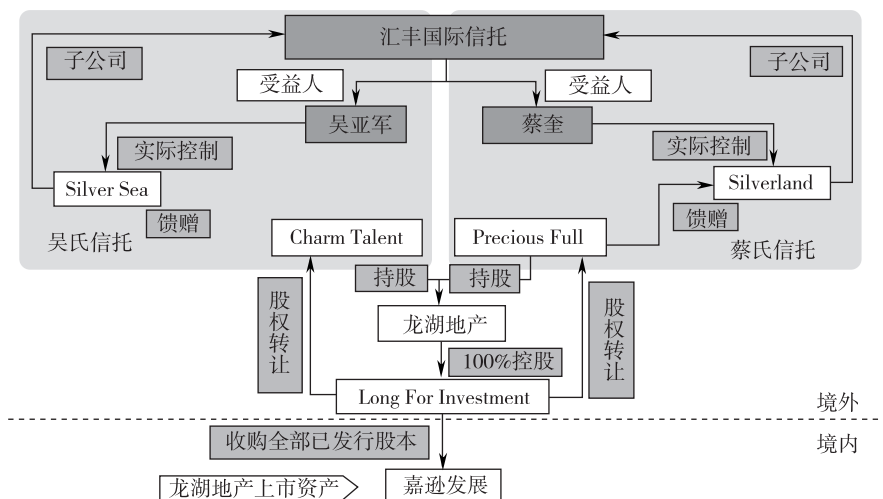


图 14 吴亚军、蔡奎家族信托结构

2012 年 11 月 20 日，上市公司龙湖地产董事会主席、中国女首富吴亚军离婚案，为中国家族企业利用信托处理同类事件树立了一个样本。764 亿港元的市值公司、577 亿港元的身家分割，龙湖地产的估价在这场离婚案中并未受到太大影响。

原来早在 2008 年 6 月龙湖地产上市之前，吴亚军与其丈夫蔡奎便已通过汇丰国际信托，各自设立了一个家族信托，将即将上市的公司股权分别转移其中。

吴亚军与蔡奎先在开曼群岛注册了龙湖地产的空壳公司，龙湖地产的股权由两家注册于英属维尔京群岛的公司持有，分别为 Charm Talent 以及 Precious Full。之后，吴亚军与蔡奎在英属维尔京群岛又注册了一个名为 Long For Investment 的公司，该公司股权由龙湖地产 100% 控股。Long For Investment 收购了嘉逊发展的全部已发行股本。这一部分正是吴亚军打算用来上市的资产。Long For Investment 收购了嘉逊发展之后，又将股权分别以 19.2 亿港元和 12.8 亿港元的价格转让给 Charm Talent 和 Precious Full。至此，信托架构已经到了收尾阶段。

吴亚军和蔡奎将汇丰国际信托列为受托人之后，开始着手将各自的股权转让给汇丰国际信托的全资子公司。汇丰国际信托的分支机构几乎遍布世界，尤其是在泽西岛、开曼群岛、英属维尔京群岛等离岸金融中心。吴亚军将 Charm Talent 所持有的所有嘉逊发展的股份全部转让给汇丰国际信托在英属维尔京群岛注册的全资子公司 Silver Sea。而蔡奎也将 Precious Full 所持有的全部嘉逊发展股份转让给汇丰国际信托在



英属维尔京群岛注册的全资子公司 Silverland。这两次转让以零代价的馈赠方式进行。信托成立之后，吴亚军和蔡奎都不再直接控制龙湖集团的股权。在这一架构下，无论吴、蔡两人的身份性质发生了何种变化，公司股权最终都需要通过家族信托基金汇于一体产生效力，这在一定意义上保障了两大股东行动的一致性。

在本信托中，汇丰国际信托作为受托人不参与主动管理，只是完全按照委托人吴亚军与蔡奎的意愿，以事先约定的条款运作信托资产（龙湖地产股权），但有权对有关信托的任何事宜根据其本身判断全权酌情作出决定。

在吴氏家族信托中，委托人是吴亚军，受托人是汇丰国际信托，受益人是吴氏家族成员、Fit All，保护人是吴亚军，信托资产是 Sliver Sea（持有上市公司 46% 的股权）。

在蔡氏家族信托中，委托人是蔡奎，受托人是汇丰国际信托，受益人是蔡氏家族成员、Fit All，保护人是蔡奎，信托资产是 Sliverland（持有上市公司 31% 的股权）。

龙湖地产家族信托将信托与龙湖地产的经营管理、股权行使以及员工的股权激励等联系在一起，有效地解决了吴亚军与蔡奎婚姻关系解除后的财产分割问题，而且缓解了由此给龙湖地产经营管理和股价带来的影响，有利于维持企业长远发展。信托财产独立于委托人未设立信托的其他财产，如果夫妻双方用信托方式来处理各自持有的公司股权，就可以避免离婚时财产分割的纠纷。在龙湖地产信托中，吴亚军与蔡奎将各自持有的龙湖地产的股权设置为信托，其持有的龙湖地产股权不但独立于各自持有的其他财产，而且独立于夫妻财产，因而在双方离婚后不涉及股权的分割问题，这样也就不会因为股权变动而对上市公司造成巨大的冲击。

吴氏家族信托与蔡氏家族信托的受益人分别是吴亚军家族成员及蔡奎家族成员，这不仅使得吴亚军及蔡奎的个人财产的继承问题得以解决，保障继承人即使不经营家族企业也可以生活无忧；同时，家族成员的股东身份与管理者身份分开，家族企业得以由职业经理人经营管理，这样有助于企业的长久发展。这是许多中国家族企业都未能实现的。

吴氏家族信托与蔡氏家族信托中还涉及一个以股权激励为目的的信托，即 Fit All Trust。龙湖地产半数以上员工通过信托形式持有龙湖地产 2.35% 的股权（数据来自龙湖地产招股说明书），这部分股票的市值在龙湖地产上市时已经达到 8 亿多港元。通过这个家族信托，龙湖地产还一并解决了公司董事及主力员工的股权激励问题，有利于促进公司及股份的价值。

3. 案例三：李嘉诚家族信托

具体结构如图 15 所示。

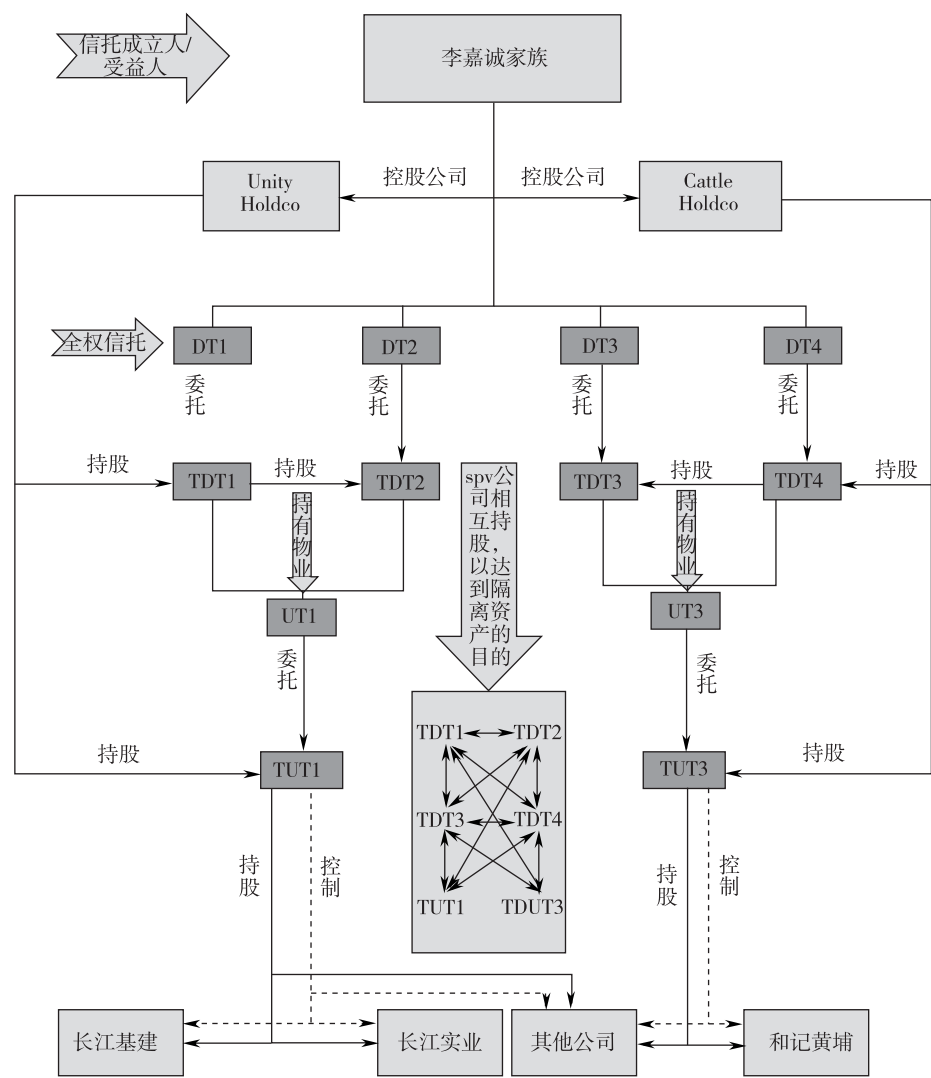


图 15 李嘉诚家族信托结构

李嘉诚设立了至少 4 个信托基金，分别持有旗下公司的股份，并对每个信托基金指定了受益人。

整个信托控股架构的基础是两个全权信托组合。第一个组合是全权信托 The Li Ka - Shing Unity Discretionary Trust（以下简称“DT1”）及另一全权信托（以下简称“DT2”），李嘉诚为两个全权信托的成立人。Li Ka - Shing Unity Trustee Corporation Limited（以下简称“TDT1”）及 Li Ka - Shing Unity Trustcorp Limited（以下简称“TDT2”），分别为 DT1 和 DT2 的受托人。TDT1 和 TDT2 各自持有房产信托 The Li Ka



- Shing Unity Trust（以下简称“UT1”）中的若干物业，但上述全权信托在 UT1 的任何信托资产物业中并无任何利益或股份。DT1 及 DT2 的可能受益人包括李泽钜及其妻子和子女，以及李泽楷。

再下一层，Li Ka - Shing Unity Trustee Company Limited（以下简称“TUT1”）为 UT1 的受托人，并以这一身份控制其他公司，TUT1 及其控制的其他公司共同持有长江实业 936462744 股。

在对信托的控制上，TUT1、TDT1 与 TDT2 的全部已发行股本由 Li Ka - Shing Unity Holdings Limited（Unity Holdco）拥有。李嘉诚、李泽钜及李泽楷各自拥有 Unity Holdco 全部已发行股本的 1/3。TUT1 所拥有的长江实业的股份权益，只为履行其作为受托人的责任和权利而从事一般正常业务，并可以受托人的身份，独立行使其持有的长江实业股份权益的权利，而无须向 Unity Holdco 或李嘉诚、李泽钜及李泽楷征询任何意见。

此外，TUT1 还以 UT1 的受托人身份持有长江基建 5428000 股。

在持有和记黄埔部分股权时，李嘉诚采用了类似的结构。11496000 股和记黄埔股份由 Li Ka - Shing Castle Trustee Company Limited（以下简称“TUT3”）持有，TUT3 是物业信托 The Li Ka - Shing Castle Trust（以下简称“UT3”）的受托人。

第二个组合包括的是 DT3 和 DT4 两个全权信托，其受托人分别为 Li Ka - Shing Castle Trustee Corporation Limited（以下简称“TDT3”）和 Li Ka - Shing Castle Trust Corporation Limited（以下简称“TDT4”）。TDT3 和 TDT4 分别持有 UT3 的若干物业，但全权信托 DT3 和 DT4 在 UT3 的任何信托资产物业中不具有任何利益或股份。DT3 及 DT4 的可能受益人与 DT1 及 DT2 类似。

TUT3、TDT3 与 TDT4 的全部已发行股本由 Li Ka - Shing Castle Holdings Limited（Castle Holdco）拥有。李嘉诚、李泽钜及李泽楷各自拥有 Castle Holdco 全部已发行股本的 1/3。TUT3 在和记黄埔中履行责任及权力，与 TUT1 之于长江实业类似。此外，TUT3 还以 UT3 受托人的身份持有和记电讯香港 53280 股普通股。

七、境内家族信托主要运作模式与业务实践总结分析

改革开放以来，中国财富阶层逐步积累，家族财富的保值、增值与传承已经成为家族企业即将面临的重大考验。境内金融机构也从中看到了巨大的商机，诸如银行、券商、信托和第三方理财机构等纷纷开始涉足家族财富管理业务。平安信托报告指



出，20%以上的高净值人士将财富传承作为重要的财富目标，并且46%以上的高净值人士开始考虑采用财富传承工具。

自2012年下半年平安信托成立首单家族信托起，北京信托、外贸信托、中信信托、上海信托等信托公司也均开展家族信托探索和实践。平安信托、北京信托推出了自己的特色化家族信托产品，上海信托及中融信托先后推出了家族工作室和家族管理办公室，外贸信托也积极布局此类业务。目前平安信托、北京信托和外贸信托等都已设立了十多单相关产品，规模也都已经达到了数十亿元。

各信托公司的家族信托业务在客户来源、组织架构、产品方案设计等方面存在特色差异，目前几种模式已渐渐显现。平安“鸿承世家”系列家族信托为信托公司主导模式，其家族信托业务以直销客户为主，同时借助平安集团的综合金融优势，部分客户来源于平安集团旗下公司，信托公司承担家族信托客户发掘维护、需求沟通识别、产品方案设计、合同框架制定与信托财产管理运用等全部职责。外贸信托的家族信托业务客户主要来自银行的私人银行部，信托公司除按照银行转达的客户个性化需求指令设计定制化的产品外，还需承担信托财产保值、增值的责任。北京信托的家族信托业务则采用与私人银行合作模式，客户来自私人银行和直销客户两方面，信托公司的作用及其责任也介于平安信托和外贸信托之间。

以下将分别就这三种主要的家族信托运作模式做简要介绍和解析，并在模式解析过程中就本课题调研对象——平安信托、外贸信托的家族信托业务实践情况做进一步深入具体的归纳分析。

（一）北京信托与北京银行“家业恒昌”系列家族信托运作模式介绍及分析

北京信托和北京银行合作推出的家族信托产品的运作模式如图16所示，主要具备以下4个特点。

1. 单一系列家族信托，帮助客户实现多重目标

“家业恒昌”系列为北京信托与北京银行共同推出的家族信托系列产品，每期产品均为受托人根据委托人的需求量身打造的单一资金信托。该产品以实现委托人财富传承，以及委托财产保值、增值为目的，北京银行为此家族信托的财务顾问。引入北京银行作为信托的财务顾问，增大了潜在客户群体。同时，北京银行还利用其自身私人银行的一系列服务优势及资源为受益人安排参加高尔夫、马术等培训活动，帮助受益人掌握特长、培养高端生活方式及形成良好性格等。此款家族信托在客户提供的家

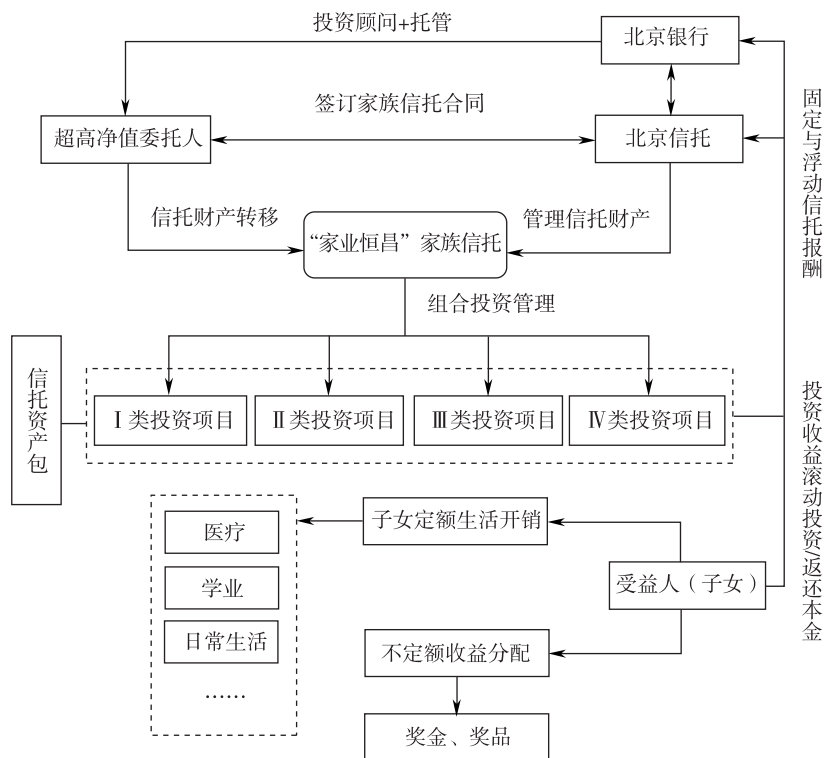


图 16 北京信托与北京银行“家业恒昌”系列家族信托产品运作模式

庭财务信息基础上，根据合理的财务假设，综合客户的资产负债情况、风险偏好及家庭财务目标、受益人安排、受益条件等为客户量身定制信托方案，帮助客户实现各项中长期财富规划、合理节税，达到财务自由、决策自主与生活自在的人生目标。

2. 信托资金运用结构化，实现信托小账户管理功能

委托人缴付信托资金并指定受益人，受托人按照委托人的投资指令运用信托资金，信托资金可投资于以下四类项目：I类投资项目，包括银行同业存款、银行理财产品（理财计划）、债券投资基金、货币市场基金、现金管理型券商资产管理计划/信托计划等期限短、风险低的产品；II类投资项目，包括证券投资基金管理公司发行的特定资产管理业务、专户资产管理业务、分级基金以及证券公司集合资产管理计划、证券公司定向资产管理计划、证券公司专项资产管理计划、集合资金信托计划等金融监管部门批准或备案发行的金融产品及中国证监会认可的其他投资品种；III类投资项目，包括有充足抵/质押物担保的债权融资、项目（股权）优先收益权投资及介于股权、债权之间的可转换债权投/融资类项目等；IV类投资项目，包括知名管理机构发起设立的侧重固定收益的股权投资基金。此家族信托为高净值客户创设了新的信



托投资模式，实现信托小账户管理功能，在满足客户财富传承需求的同时，凭借受托人的专业管理能力最大限度地实现客户资产的保值、增值。

3. 信托收益分配设计灵活，产品具备较高的经济效益

信托收益分配可根据委托人的要求灵活设计，可分为定额收益分配（满足受益人学业、医疗及日常生活开销之用）和不定额收益分配（在达到约定条件如受益人考入世界排名前 200 的学校、获得某些专业技能证书等时，可获得不定额收益分配以达到对受益人的激励目的），帮助高净值客户客观公允地向子女进行奖金、奖品支付，引导其成才。各类投资项目以收回投资收益及本金方式获得投资收益。“家业恒昌”系列信托期限较长，一般为 5 ~ 40 年（其中“家业恒昌”一期信托期限为 20 年），根据信托合同的约定实行定额及不定额收益分配。信托报酬分为固定信托报酬及浮动信托报酬，固定信托报酬率为 1%/年，浮动信托报酬根据每期产品不同，分成比例为超额信托收益的 20% ~ 50%。“家业恒昌”一期固定信托报酬率为 1%/年，浮动信托报酬为每年超额收益的 30%。

4. 风险控制措施得当，退出机制设计合理

信托资金运用于Ⅱ、Ⅲ、Ⅳ类投资项目的，受托人按照委托人发出的投资指令运用信托资金。对于第Ⅲ类投资项目，重点投资于基础设施产业、能源产业等，被投资企业或经受托人认可的第三方能够提供超额抵/质押担保。原则上，每期信托资金投资第Ⅳ类投资项目的比例不超过 50%；根据不同委托人对信托财产安全性、综合收益率的个性化要求以及收益分配原则，设定具体投资方案及流动性资产配置比例。根据信托合同的约定实行定额及不定额收益分配并支付完相关税费后，剩余信托利益滚动投资，于信托结束日向委托人/受益人分配全部信托利益（信托财产可原状分配）。

（二）招商银行与外贸信托“财富传承”系列家族信托基金运作模式与业务实践总结分析

1. 招商银行与外贸信托“财富传承”系列家族信托基金运作模式介绍

招商银行私人银行部利用其优质超高净值客户资源和多年对这部分客户持续维护的丰富经验以及信用信息数据资源优势，在其主导下与外贸信托合作推出了“财富传承”系列家族信托基金产品。其运作模式如图 17 所示。主要具备以下 6 个特点。

（1）委托人为超高净值客户，不可撤销跨代信托。招商银行私人银行部与外贸信托合作成立的家族信托基金主要针对家庭总资产 5 亿元以上的客户设计，其资产门槛为 5000 万元，期限为 30 ~ 50 年（跨代），为不可撤销的信托。招商银行私人银行

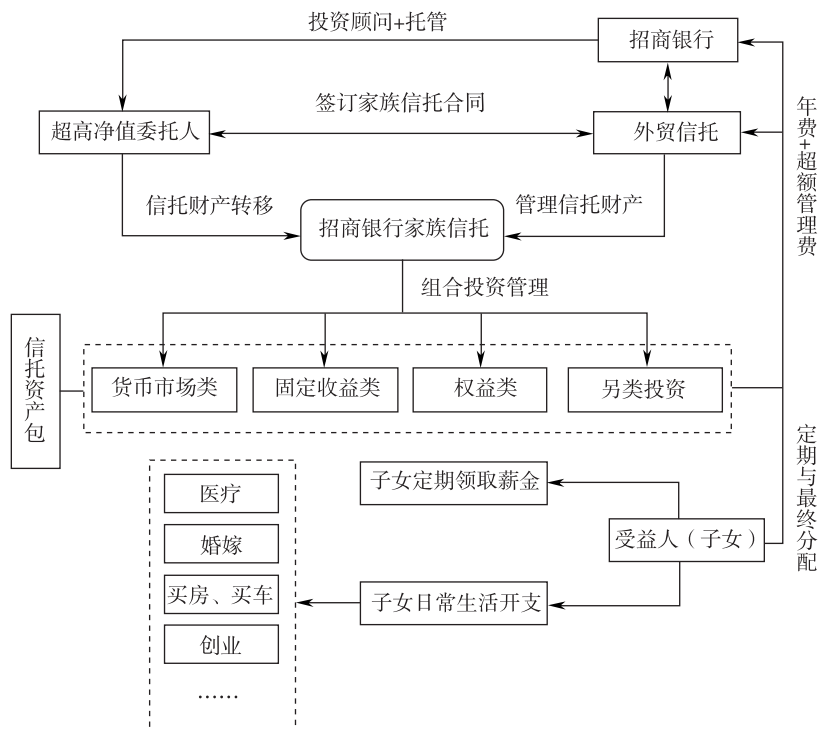


图 17 招商银行与外贸信托家族信托基金运作模式

部于2013年5月正式签约首单“财富传承”家族信托。第一个设立家族信托的客户杨先生年近60岁，在境内拥有多处自住和商用物业、股权及金融资产，两个儿子已成年，女儿年仅8岁。

(2) 受益人为子女，信托收益分配有两种形式。受益人为三个子女，此家族信托基金的所得收益分为一定比例的定期分配与最终分配两种形式，设立的信托主要为现金资产，借此信托基金形式可妥善安排财富的传承。杨先生的子女可定期领取薪金，信托期限设为50年。遇到婚嫁、买房、买车、创业、医疗等大事，也都可以从信托基金中拿钱埋单。

(3) 银行主导，信托公司参与且发挥主动作用。整个家族信托基金由招商银行私人银行部主导，招商银行在其中承担财务顾问与托管角色。但与一般的银信合作相比，在设计成立家族信托基金的过程中，特别是在中后端的产品方案设计（含清单全维排查制作和客户风险偏好与资产类属匹配等）和法律责任框架的制作中，信托公司的作用更大也更具优势，而且除银行外，信托公司也要与委托人签订协议，承担一些责任。

(4) 银行与信托公司共同受益，收取年费及超额管理费。年费按托管资产的一



定比例收取，比例取决于信托的复杂程度，以及委托人是生前还是过世。委托人生前多少会参与信托管理，收费比例会低一些；委托人过世后，则由银行与信托公司共同代为管理，责任更大，收费会更高一些。超额管理费则按照行规收取，超出委托人预期收益部分，招商银行按 20% 的比例提取。此外，作为受托人的信托公司，也会按一定比例收取费用。招商银行将行内资产装入信托资产包，在客户端可以收取投资顾问费，在信托端可以收取项目咨询费，在代销费以外新增了收入来源。

(5) 提供税务策划、法律咨询等专业服务，收费相对较低。在目前的法律框架下，境内资产是无法控制境外资产的。同样地，设立信托也无法解决境外资产的分配与隔离问题。目前处理的方式就是境外资产设立境外信托，境内资产则单独设立境内信托。由于家族信托的这些客户属于超高净值客户，此类客户的资产大多全球布局，因而设立家族信托需要非常专业的税务筹划、法律咨询，其中税务筹划包括运用信托、离岸公司等工具进行的家族跨境投资税务规划、大股东企业上市税务规划、移民和财富传承的税务规划，法律咨询包括家庭关系中的婚姻资产保全、家族基金设立、境外资产保全等。家族信托中，律师事务所等第三方合作机构的收费以服务次数为准，总体收费很低。招商银行与会计师事务所的收费机制是，以税务筹划前后节省出来的资金为基础，按一定比例提成。法律咨询的收费则相对较低。

(6) 客户需求骤增，家族信托潜力巨大。2012 年 6 月，招商银行与外贸信托合作在境内率先启动家族信托（基金）设计并通过客户互动和市场测试完成几乎全类别客户家族信托（基金）的设计方案。自 2013 年 5 月正式签约首单财富传承家族信托以来，现已完成签约客户近 20 个，累计客户需求案例超过 80 个。根据招商银行公布的资料，自 2007 年 8 月率先推出私人银行业务以来，其私人银行中心遍布全国 25 个核心城市，已建和在建私人银行中心达到 30 家，基本覆盖了全国主要经济区域；截至 2012 年 12 月末，其私人银行客户接近 2 万户，管理客户总资产超过 4400 亿元。相比之下，成立家族信托的客户量仍仅是金字塔的一个顶尖。

2. 外贸信托家族信托业务实践分析

外贸信托将家族信托界定为民事信托，将其主要目的定位为财富传承和风险隔离，而非投资理财，投资是附属于上述主要目的的辅助功能，不以盈利为目的，主要是为了保值、对抗通货膨胀。有了这样明确的定位和认识，外贸信托在家族信托方案



设计上，一方面做到定制化，充分尊重和满足委托人的个性化需求^①；另一方面严格遵循三项原则，即：采取“法律合同文书专业制作收费”和“定期提取投资管理费”相结合的收费模式，委托人不能再参与投资，必须接受全权委托以确保信托财产的独立性和风险的有效隔离，必须明确“不可撤销”，为未来规避遗产税预留出空间。

此外，尽管家族信托在境外资产配置和不动产及股权登记转为信托财产的征税问题上还受到现行法律制约而被认为名不符实，但作为此项创新业务的早期研发者和引领者之一，外贸信托力求对此有所突破。目前，经过多单产品摸索积累经验，业务人员反馈上市股权登记转为信托财产已经不是问题。不动产登记转为信托财产的征税问题需在中国银监会会同住建部和国家税务总局协商一致的基础上调整，非上市股权登记转为信托财产的征税问题则需在中国银监会会同工商总局和国家税务总局协商一致的基础上调整，环节多、程序复杂、协调难度大、周期长，外贸信托一方面多轮次向上级监管部门提交相关法律法规条文修改建议报告，另一方面利用上海自贸区有向全国人大法工委直报修法意见建议的权力优势，与信托同行积极推动国务院和监管层自上而下设立信托财产权属登记和流转中心，以法律效力确立不动产及股权非交易性过户转移登记工作的权威和统一性，以此为突破点，最终克服家族信托中不动产及股权的非交易性过户征税过高的问题。

对于境外资产配置问题，或者更为准确的表述是，统筹境外的财富和资产与境内的财富和资产的一揽子资产配置方案，目前因我国外汇资本项目可兑换问题和 QDII 限额等问题，无法真正实现。但相比境外金融机构，境内信托公司等金融机构在信息对称、风险控制和隔离等方面更为境内客户所熟悉和易于沟通与掌握，所以，离岸信托或者境外股权等资产在境外设立家族信托加以管理目前并不能甚至基本不可能替代境内信托机构对客户境内资产的投资管理，但在可预见的将来，境内信托机构有望为客户按照其个性化需求和意愿实现其资产的全球配置。目前，外贸信托正在探索尝试通过在上海自贸区的境外投资人民币登记结算中心设立一个外汇账户，直接投资境外产品（初期以金融产品为主），在实践的过程中不断总结经验、不断拓展投资范围，并在行业内实现复制和推广。

尽管面临重重困难的阻碍，外贸信托仍努力实现突破并取得了不小的成绩。自 2013 年 5 月推出私人银行首单家族信托业务以来，外贸信托在一年多时间内，签约

^① 受目前法律和配套制度的制约，在境外资产配置和不动产及股权登记转为信托财产的征税问题上还存在障碍，这影响了信托公司提供高度吻合客户个性化需求的家族信托定制方案，降低了客户体验。



家族信托数量已超过 50 单，规模达 10 多亿元，拥有意向客户 80 多人。

与其他同行的家族信托业务相似，初始阶段外贸信托的家族信托财产范围虽然仅为客户合法持有的现金、其他金融资产等财产或财产性权利等，但随着相关配套法规的完善，家族信托的基础资产范围会随之扩大，而随着理念的逐步转换和不断成熟，高净值人士会将家族信托作为财富传承规划的主要工具。最终外贸信托将会实现其规划目标，即形成以传承为主要目的、以资产保值增值为辅助功能，交易结构清晰，风险可识别、可防范、可处置，可复制且又能围绕市场真实需求创新的家族信托产品体系。

（三）平安信托“鸿承世家”系列单一万全资金信托运作模式与业务实践总结分析

1. 平安信托家族信托产品的功能

随着经济的高速发展和高净值人士的快速增加，客户对财富管理和分配的需求浮出水面并日趋强烈。平安信托顺应这种形势，在成功推出首单家族信托产品的基础上，持续不断拓展家族信托业务，设立了一系列的产品。归纳其共性，有如下四种主要功能。

（1）帮助客户实现与其收益风险偏好相匹配的资产配置。这种功能是平安信托家族信托系列产品最基础、最重要的功能。其他功能由该功能衍生而来。该功能是平安信托家族信托盈利之基。平安信托推出的家族信托产品主要不靠发行该产品本身取得盈利，也不靠连带提供接送小孩上下学等增值或附加服务来盈利，而是靠替客户管理委托来的财富而获取佣金或管理费收入。

（2）帮助客户对其委托平安信託管理的财富的收益进行个性化的分配。平安信托推出的家族信托产品更像是一份“超级遗嘱”，帮助客户把委托过来的财产的收益在几个小孩之间进行分配，或者当客户或者其某个孩子出事了帮助客户处理财产传承等，目前律师事务所暂时还做不到的平安信托已经可以做到，极大地为高净值成功人士解除身后之忧。

（3）帮助客户初步实现资产隔离。对于这一点，目前境内各家信托公司尚在摸索。平安信托的产品已经可以初步实现隔代隔离和夫妻隔离，但个人与企业之间或其内部的隔离是否有效，目前还在验证之中。

（4）帮助客户完成其公益意愿。有 20% 的家族信托产品应客户的要求含有捐赠条款。现在的家族信托的前身就是 2004 年前后的公益信托。平安信托受托管理这些



信托财产所得的收益首先满足客户家族成员的分配，通常主要是其子女或其父母。收益超出对家族成员预先设定分配金额的部分，往往被客户用于资助办学等慈善目的。

2. 平安信托家族信托业务的操作流程

平安信托自 2013 年末推出首单家族信托产品以来，不断探索，对于每一单新业务，通过“干中学”发现问题、总结经验，经过几番调整和再造后，其家族信托业务流程已初步成型，如图 18 所示。

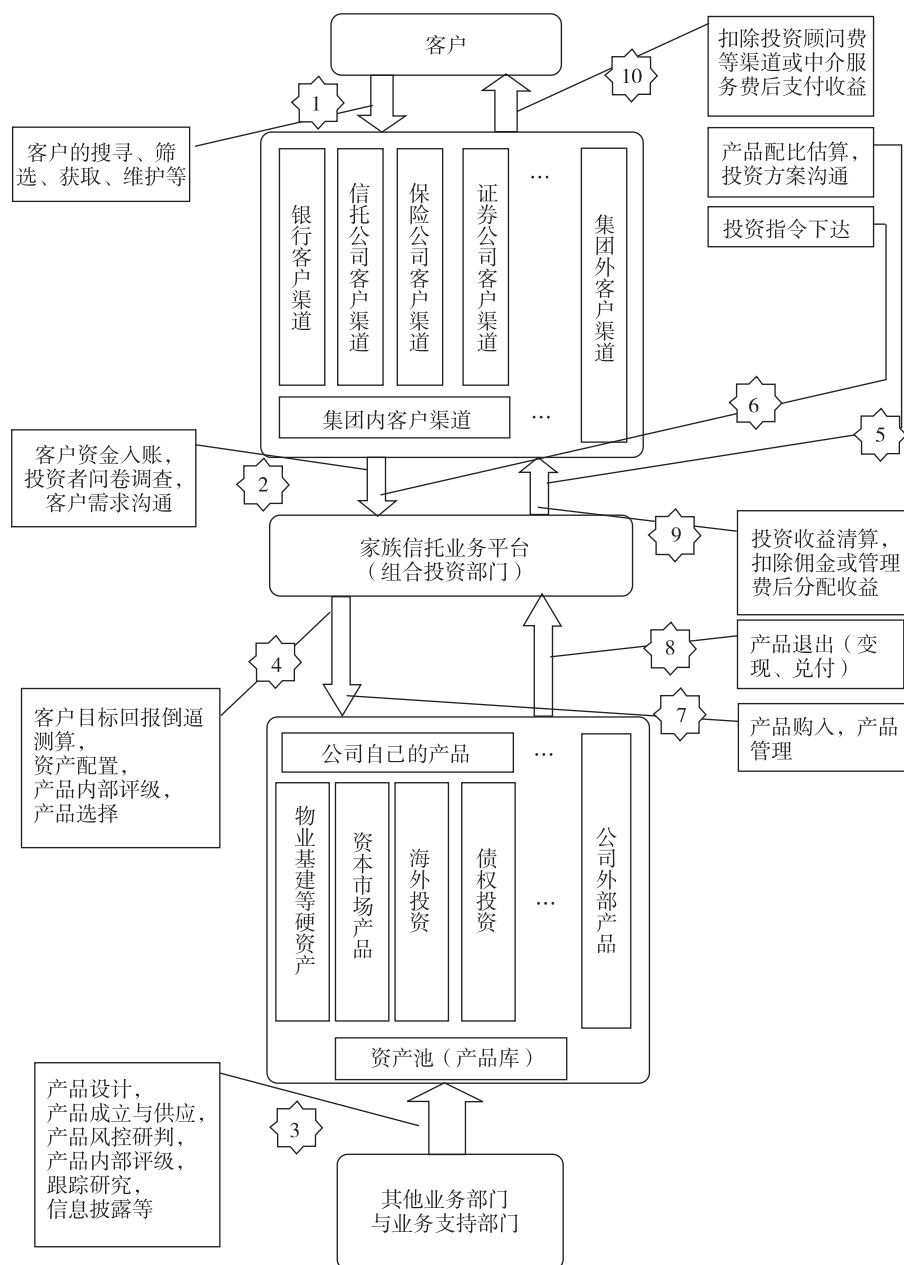


图 18 平安信托家族信托业务操作流程



流程涉及客户、平安信托资本市场部家族信托团队、平安信托其他业务部门和业务支持部门，以及集团内外有业务合作的银行、保险、证券、基金等主体。通常有10个步骤环节。

第1步，客户渠道外包。它指的是平安信托家族信托团队不负责客户的搜寻、筛选、获取、维护等工作，这部分工作完全交由平安信托营销中心（财富中心）负责。平安信托营销中心（财富中心）会在集团内部的银行、保险、证券、基金及信托自有客户（直销客户等），以及集团外部各渠道广泛开展客户储备工作，其中客户的维护工作是重头戏。

对于从以上各种渠道吸纳来的客户中的高净值人士，平安信托营销中心（财富中心）会在首次接待中，安排或指定专人客服为客户提供“一对一”的全方位服务，包括理财相关服务和接送子女等私人事务服务。由于专人客服长期持续提供“免费”贴身服务，并深度介入客户的个人与家庭生活，清楚了解其财产状况、家庭结构、亲属关系、生活隐私等各种具体信息，从而在帮助客户与家族信托团队等各种提供财富管理的机构或部门沟通及委托其打理资产或财富时能更加充分、准确和高效，因此也得到客户及其家庭成员的充分信任。平安信托形象地称这种专人客服为客户的“阿姆”（即保姆或管家）。

高净值客户，特别是有家族信托需求的客户对于家庭关系、个人隐私和财富状况等的私密性要求很高，往往不会随意与陌生人谈论其财产或家庭私人事务，“阿姆”作为他们可信赖的相对超脱的准家人，能够在尽可能隐去除客户身份信息以外其他一切信息的情况下，将其本意忠实地传递给理财专家团队，并持续为双方提供沟通管道服务，协助每一方及时、准确、全面地掌握对方的意图、思路、方案、疑虑等信息，极大地促成和方便了此类合作的达成与业务的开展，因此，平安信托家族信托团队不会包揽一切琐事，而是将客户收储、筛选和维护工作完全外包给了平安信托营销中心（财富中心），自己则专注做好三方面的工作：一是对客户需求的分析、测算、反馈和修正；二是依据修正后的客户需求和经客户确认同意的投资方案，按照方案中的资产配置比例范围，购入、持有经公司中后台甄别获准入池（资产池）的集团内外各类投资产品，并做好中后期管理和产品的变现、赎回、售卖等工作；三是按协议约定分配投资收益。

平安信托营销中心（财富中心）会依据公司或其家族信托团队对合格客户的限定条件从其客户源中挑选出符合标准的客户。目前限定条件一般为金融资产等财富不



低于 5000 万元的投资者，夫妻双方均同意设立此信托等。被选中的合格客户通常由其“阿姆”负责或协助来跟家族信托团队接触和沟通。

第 2 步，家族信托团队与合格客户初次接触，评估其特质，了解其需求。在第 1 步的基础上，符合家族信托团队标准的合格客户开始源源不断由处在业务链条前端的平安信托营销中心（财富中心）传送过来。通常在“阿姆”的陪同和协助下，合格客户将向家族信托团队告知其设立家族信托的资金、财富或资产的规模，主要将那些愿望寄托在这部分财富或资产的增值收益上，子女抚养和老人赡养费用的年需分别为多少，希望小学等慈善捐助的年需为多少，等等。

为更好地实现配置资产的组合风险与客户风险偏好之间的匹配，客户还需要配合家族信托团队完成投资者问卷调查，以便详细了解其财富或资产实力、不同风险属性金融产品投资经历、投资偏好等，当然该问卷也会应合规监管要求对是否涉嫌洗钱等展开问询。

第 3 步，产品创设外包。即家族信托团队自身不从事金融标准化产品、非标准化产品或融资工具的开发、设计、成立，而只负责产品的采购和配置。

如果将客户比作到百货公司购物的“顾客”，那么家族信托团队就如同百货公司的“导购”，自己不负责设计、生产任何一种商品，甚至也不负责任何一种特定商品的推销（不同于大型商场各品牌店的营销员），主要负责向顾客介绍货架上每一种可能适合他/她的商品，以及根据顾客告知的预算及其大致偏好，为其选搭商品以完成顾客预算下的最大需求或满足。除此之外，导购还有很重要的一份职责，就是根据顾客对各类商品的喜爱程度（以销量为依据），向公司后台采购部门下达对各种不同商品的进货指令，包括购买哪些、不再购买哪些、分别购买多少等。

因此，除从信托公司外部购入产品外，产品的设计、产品的成立与供应（推介发行）、产品的风控研判、产品内部评级，以及对产品的持续跟踪研究及信息披露等工作主要由公司内部的金融市场部门、其他传统信托业务部门等前台部门和研发创新部门、合规法律与风险管理部门、产品托管部门等中后台业务支持部门分工负责。对于家族信托团队从公司外部购入的产品，除产品的设计和成立外的其他工作也将由上述各部门配合分工完成。从公司外部购入的产品包括但不限于国债、金融债、公司债、其他公司信托产品、其他固定收益工具，A 股、B 股、港股、美股、欧股、日股股票，基金产品、私募产品、保险产品以及期货等衍生品和黄金、外汇等。

第 4 步，家族信托团队的核心职责之一，即根据客户第 2 步所提需求，结合对第



3步甄选进入公司资产池（产品库）的各类金融产品的风险回报特征和彼此间风险对冲关系的科学计量，用本金和期望收益倒逼测算各类金融产品的配置比率，然后对每一类金融产品，根据第3步所做的产品评级以及家族信托团队内部另做的产品评级，进行具体金融产品的择取，全部择取完毕后，形成投资方案初稿。注意，家族信托团队内部也会配备自己的研究员，对产品进行评级、跟踪研究和信息披露等。

第5步，将第4步形成的投资方案初稿拿给客户，进行沟通和分析，并对方案中产品配置的组合风险程度与第2步问卷调查评定出的客户的风险承受能力的匹配度进行评估，通常需要对投资方案做出调整以提高匹配度水平。比如，一个风险承受能力偏稳健甚至保守的客户，拿出5000万元设立家族信托，希望每年的收益能做三件大事：一是捐建2所希望小学，共计需800万元；二是提供给儿子当年的大学学费、生活费、旅游、健身、交友、医疗、保险等开支，合计80万元；三是提供给父亲当年的癌症治疗和康复以及各种医药费、营养费和护工等各项开支，合计120万元。倒推可算得，该客户的需求要得到满足，则5000万元的预期回报率为20%，那么这意味着，该家族信托在配置产品时，需要更多配置股票、期权、私募等高回报率产品，但这也意味着他要承担更高的风险，根据安全边际理论，他可能要承受其本金出现上千万元绝对损失的较大概率区间，而该客户属于低风险偏好型客户，鉴于此，家族信托团队与客户就此进行沟通，最终修订其过高需求，或者补充更多的资金到账，或者降低预期收益水平，并重新调整对三件大事的收益分配结构。注意这里的投资方案不会就具体的单一产品如何投资做过细的约定，而是会约定每类投资的范围、投资比重、收益率区间，以及单一产品的投资占该产品融资总规模的比重，等等。

第6步，在第5步基础上，经过同客户的反复沟通和修订，最终由客户确认同意修订后的投资方案，并据此向家族信托团队下达投资指令。

第7步，产品购入和动态管理。家族信托团队遵照客户指令，向团队自己的交易员下达投资指令，确切地说就是把家族信托到账资金分期分批投向公司内外的各类金融产品。平安信托的资产池基本上是物业基建等硬资产、资本市场产品、海外投资、债权资产等类属各占1/4，对于其中的每一类产品，家族信托团队一般会购买经过公司业务支持部门和团队自己的研究员甄选过的产品并及时跟进中后期管理，以在灵活配置的同时精确控制风险。家族信托团队内的研究员会定期或不定期地提交宏观、市场、单一产品、投资策略等报告给团队负责人，供其在就资产配置进行调整转换时的决策参考。



第8步，产品到期或触及止盈、止损点位实现预期收益后，及时变现或兑付退出。团队负责人通常会像在第5、第6步那样先就相关投资决策向客户做说明，并征求其意见，然后根据达成一致后的意见向交易员下达交易指令，完成相关产品的兑付、变现或者赎回操作。考虑到市场的瞬息万变，在一段投资期（如1年或2年）内，第5、第6、第7、第8这4个步骤可能不止操作一次，而是在投资期内，由家族信托团队应约向客户定期（按季度、半年和年度）报告投资方案的执行情况、完成程度、效果及其成因，然后及时沟通修订投资方案，调整投向和比重。这种在报告期内对资产配置动态调整十分常见，以便更好地达到预期的回报目标。

第9步，每个投资年度末或者家族信托期满（如满5年），家族信托团队会根据客户的意愿，选择完全清盘或者部分变现、其余部分转入再投资，并进行投资收益清算，在按照合同约定扣除受托方（平安信托）的佣金或者管理费后，按照客户在合同中的安排分配剩余部分的收益。

第10步，向“阿姆”等渠道外包方支付服务费。一般情况下，“阿姆”不直接向客户索要这部分收入，而客户通常也不会再从收入中扣除一定比例给“阿姆”。这部分归属于“阿姆”的收入通常由各方在家族信托合同中约定好，当家族信托团队进行清盘或部分变现等投资收益清算作业时，在扣除受托方（平安信托）的佣金或者管理费的同时，一并扣除投资顾问费等渠道或中介服务费，然后按照客户在合同中的安排分配剩余部分的收益。

3. 平安信托“鸿承世家”系列单一万全资金信托运作模式介绍

平安信托开发的家族信托产品的运作模式如图19所示，主要具备以下4个特点。

（1）产品为单一资金信托。2013年初，平安信托发行境内第一只家族信托——平安财富·鸿承世家系列单一万全资金信托。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。在单一产品的设计时，平安信托非常重视委托人的需求，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

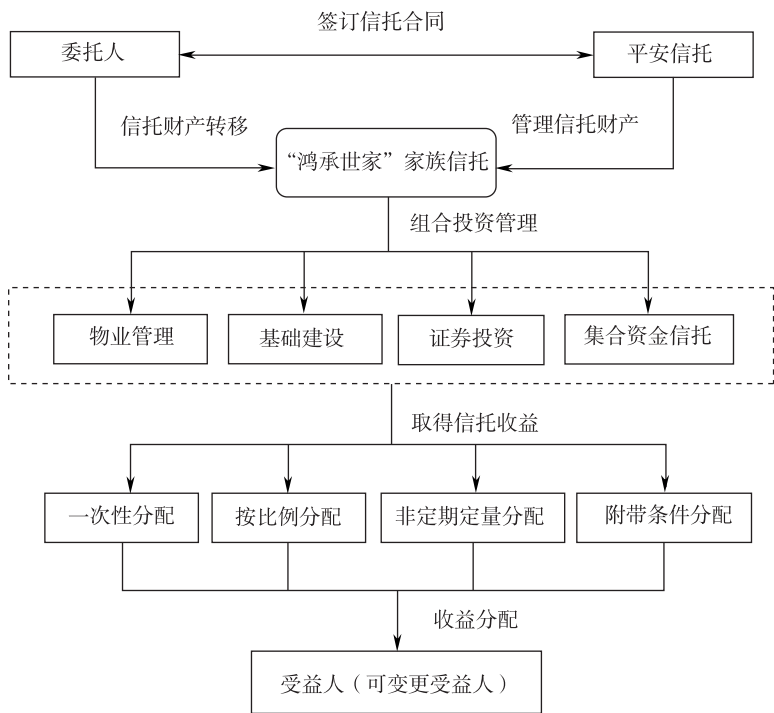


图 19 平安财富·“鸿承世家”系列单一万全资金信托产品运作模式

人，可中途变更，也可限制受益人权利。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、按比例分配、非定期定量分配、附带条件分配等不同的形式。家族信托不仅可以保障“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，该信托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。受托人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”。万全资金信托的模型此前主要针对高端法人客户销售，如全国 500 强企业事业单位、各类基金会等。其资金主要投向物业、基础建设、证券投资和集合资金信托，预计年收益在 4% ~ 4.5%。固定管理费的年费率为信托资金的 1%，年信托收益率高于 4.5% 以上的部分，收取 50% 作为浮动管理费。



4. 平安信托家族信托业务运营与管理的特点

自 2012 年末以来，平安信托已成功设立了十几单家族信托产品，管理资产的规模达到多亿元，通过拓展业务、积累实践经验，平安信托的家族信托在业务模式上逐渐形成了自己的特色。

(1) 前中后台各司其职，形成完整业务链条，实现专业化分工合作。平安信托的家族信托业务与该公司其他常规业务，特别是金融市场部门的证券投资信托等业务，在业务流程和运作模式上，没有太大差异，同样采取的是条线化的业务管理和运营模式。

具体而言，指定特定部门——资本市场部组建专门团队负责开展本项业务，然后以该部门团队为核心，一方面向下游延伸业务链条，通过与客户充分沟通，获知其内在需求，及时展开识别、归纳、分析，另一方面向上游延伸业务链条，寻求能够满足客户需求的多样化的产品或产品组合。市场上包括其公司内部的产品通常难以直接吻合客户的相关需求，为此，需要将不同条线不同产品的特点、要素，比如回报率、流动性和风险程度，进行比较专业的定性和定量评估，然后通过量化，测算技术、风控、评级、产品中后期管理、信息披露等一系列中游支持性工作，科学、及时、稳妥地制订与客户预期目标相匹配的一揽子投资方案，通过与客户充分沟通，修订投资方案，在获得其授权后，执行定制化投资方案，最终实现个性化资产配置，获得并分配由此产生的组合收益，达成客户设立家族信托的初始目的。

这种链条式的业务操作流程，在不断通过客户体验的满意度反馈进行验证之后，持续得到修订和完善，最终逐步固化为成熟的家族信托业务流程。流程覆盖了前中后台各个部门，各部门各司其职、相互配合，形成完整业务链条，实现专业化的分工与合作。

(2) 业务团队采取平台化运作模式，专心于资产配置，铸就主动管理的核心优势。平安信托家族信托业务团队不同于许多业内同行，采取的是完全开放式的平台化运作模式，主要表现如下：其一，业务团队从公司和集团内外合格客户那里获得配置目标需求，团队自己基本无须深度面对每一个 VIP 客户，而仅根据其要求去选搭合适的金融产品，使得体验式客户服务与专业化产品服务分进合击、优势互补、资源共享、利益共生；其二，业务团队自己也基本不从事包括项目发掘、尽职调查、风控审批、产品设立发行等的具体产品生产和供应工作，而是从公司和集团内外的产品线各区段选购调配符合预期收益率和风险区间要求的产品或组合，投入购物车或者产品篮



子，采取的是“拿来主义”；其三，业务团队根据收益率、风险的变化及投资期限临近等及时实施变现、兑付或调整等策略，此时仅承担所管理资产的资产收益率与预期收益率之间的差额收益部分带来的风险，产品中如有不能兑付的，团队和客户可以一同向产品供应商索偿，而无须像房地产信托、矿产信托那样由公司和团队自己来承担产品及项目的兑付等风险，这就实现了通过主动管理“把风险转出去，把收益滤下来”的效果。

业务团队这种平台化的运作模式，使得其近乎通过将营销与客服、产品生产与供应、风险控制与中后期管理等外包的形式，将家族信托业务的非核心流程“甩”了出去，这样业务团队可以静下心来、一门心思地做好最难也是最主要的资产配置方案的设计与实施相关工作。其实，也正是得益于平安信托家族信托业务团队的这种“有所为而有所不为”的高明战略，使得一方面其业务团队精悍干练，三个人可以做别人一二十人才能做的事情；另一方面，团队将注意力集中于主动管理核心能力的培养这件事上，没有搞“阳光普照”、“撒胡椒面”，让兵力太过分散，而是将资源集中高效投入一点，不仅快速搭建起资本市场小分队、硬资产小分队等，而且在短短1年时间里，使海外市场（资产配置）小分队初步形成实战能力。

平安信托家族信托团队已经将事必躬亲、大包大揽和封闭运营、神秘决策以及不透明管理的大多数业内同行甩在了后面。

（3）多维度二分法促使家族信托运作实现精细化管理，以满足客户差异化需求。平安信托目前已经设立了十多单家族信托，除门槛资金等限定条件一致外，产品带有明显的定制化色彩。实际上，为了满足不同风险偏好客户多样化的需求，平安信托家族信托团队采用基于多维度二分法的精细化管理理念，搞了一个“四合一”、一个“三七开”和一个“二八开”。

“四合一”是指，业务团队会在概念层面和实务层面搭建一个资产池或者产品库（符合客户目标的），池中主要是物业基建等硬资产、资本市场产品、海外投资、债权资产四类资产，一般来说四类资产各占1/4，但也会根据具体客户的实际情况而有所调整。

“三七开”是指，平安信托家族信托业务团队为更好地做到资产的分散化配置，从而有效降低风险锁定收益，未来将增加对公司外部，集团外部，甚至境外资本市场的产品配置，初步计划将家族信托从目前的95%配置公司自己的产品、5%配置公司以外（境内）产品的状况调整至未来70%配置公司自己的产品、30%配置公司以外



(境内和境外)产品的新结构。但针对某一具体家族信托产品,其在这方面的配置比例也会根据客户和团队就投资方案沟通的情况而进行个性化的设定。

“二八开”是指,平安信托家族信托业务团队根据客户对此类新产品的信任与乐观程度,大致将客户与团队的委托代理契约关系分为高信任度的“全权委托”和中低信任度的“部分委托”两种。平安信托20%的家族信托采取的是“全权委托”的方式,其余80%则采取的是“部分委托”的方式。

众所周知,公募基金和大部分私募基金采取的是“全权委托”的方式,客户根据基金的类型和风格结合自己的风险偏好选取特定基金进行投资,即将超过门槛水平的整数资金打入基金托管账户,之后则由基金管理人按照之前的基金招募说明书等约定的投资种类和比重范围进行主动管理,并收取固定管理费和超额收益浮动管理费。但近年来随着大市走熊和多批次“捕鼠”行动打击“老鼠仓”等行动的开展,投资者普遍对全权委托的方式多多少少产生了一些疑虑,间接造成了基金份额和管理资产规模的持续走低。因此,设立家族信托的客户放心和愿意全权委托巨额资金给受托人的比例并不高,在平安信托十多单家族信托业务中,仅有两三单采取的是管理费收费的“全权委托”方式。

在“部分委托”方式下,业务团队及时、准确提供资产池中各类资产类属下具体金融产品的投资价值和推荐买入卖出等信息给客户,由客户利用相关信息做出决策,并下达交易指令给业务团队,由团队代为操作并及时向客户报告,每单成功操作的交易按照预先约定的比例或者行业同行收费费率水平同步收取佣金作为受托人的收入,此时业务团队相当于为VIP(大户)提供代理证券买卖服务的证券公司。在这种情形下,客户可以对自己委托给业务团队的资金动向有较好的掌控,缺点是不够方便、及时,另外,佣金基于交易次数和交易量按比例收取,无法完全规避业务团队激励的扭曲,使得调仓改换产品和比例变得更为频繁,进而也使客户的佣金等手续费支出往往高于“全权委托”时的管理费支出。

未来随着投资者保护的日臻完善,受托人制约监督和违法渎职惩罚制度的日益完备,“全权委托”的比重可望从20%不断上升直至超过“部分委托”的比重。

5. 离岸家族信托对平安信托家族信托业务的影响评估

至于离岸家族信托对境内家族信托的冲击,从平安信托家族信托团队看来,竞争是客观存在的,但并未如媒体宣传的那样呈“一边倒”的格局。相反,境内家族信托有自身的独特优势,是离岸家族信托无法替代的。



首先，许多超高净值人士的大部分产业和财富主要仍在境内，而对它们的价值走势和起伏波动，境内团队显然占尽地利，先知先觉；而且大多数已设立或想设立家族信托的超高净值人士目前仍主要留在境内或更多将注意力投在境内，对境内金融业者的声誉和信用的熟悉和信赖程度要超过对许多太平洋岛国同行的熟悉和信赖程度。

其次，离岸家族信托仅是一套法律关系文书，常常自己不进行资产配置和动态优化，而是需要委托给与其有伙伴关系的私人银行来完成配置及其调整；但在平安信托等境内信托团队这里，资产配置被团队内置为家族信托的核心功能，信托业务团队在主动管理和增值服务中实现自身价值，提升客户满意度体验。

再次，尽管一些超高净值人士在太平洋岛国等地设立了离岸家族信托，但他们常常也同时针对境内的一些资产或财富在境内设立家族信托。也就是说，在一般情况下，设立境内家族信托的不一定也设立了离岸家族信托，但设立了离岸家族信托的通常一定也设立了境内家族信托；它们分别被用于处理客户在不同地域、不同法律属性下的事务，满足客户不同方面的目标诉求，如利用境内家族信托对境内贫困地区实施捐赠、确保一定金额的子女抚养费或老人赡养费，而通过离岸家族信托对自己名下的海外硬资产或股权做出排除配偶任何权利的收益安排等。

最后，目前境内家族信托的增值服务和附加服务基本都是免费的或者是不盈利的，家族信托主要靠资产配置业务环节实现盈利。这一点与基金或证券有相似之处，但也有很大不同，主要差异在于，家族信托一旦设立，时间最短 5 年，长则 50 年甚至更长，家族信托资金属于时下市场上普遍稀缺的长期资金，在很大程度上改善了以往滚动借入短期资金投向长期项目的期限错配问题，优化了金融市场产品结构，化解了资源配置扭曲。

（四）境内家族信托三种主要运作模式的分析与对比

境内三种主要的家族信托运作模式之间的差异，见表 4。

表 4 境内典型家族信托对比

比较项目	北京信托家族信托	招商银行家族信托	平安信托家族信托
产品性质	可撤销、可变更信托	不可撤销信托	可撤销、可变更信托
期限	5 ~ 40 年	30 年	50 年
产品类型	高净值客户系列家族信托	超高净值客户单一家族信托	高净值客户单一家族信托
发行目的	财富管理	子女生活保障	财产继承需要
主导主体	信托公司与银行	招商银行	信托公司
委托人参与程度	较大	较大	较大



续表

比较项目	北京信托家族信托	招商银行家族信托	平安信托家族信托
信托收益分配方式	定额、不定额、一次性	定期、不定期	一次性、定期定量（比例）、不定期不定量、临时、附带条件分配
信托受益预期	受益人学业、医疗及日常生活开销之用，以及额外的奖金、奖品	子女 50 年定期薪金 + 信托基金提供日常生活开支	预计年化收益率 4.5% + 浮动
受托资金投向	结构化组合投资（Ⅰ类、Ⅱ类、Ⅲ类、Ⅳ类）	银行中的信托资产包	中、低、高风险组合投资
主要受托报酬分配	固定信托报酬率（1%/年） + 浮动信托报酬率（超额收益的 20% ~ 50%/年）	年费及一定比例的超额管理费	信托资金（1%/年） + 浮动信托报酬率（超额收益的 50%/年）

此外，境内家族信托还可以分为全权委托型和咨询型两种。全权委托型是指委托人与信托公司协商决定后，由信托公司全权受托代为行使投资决策；咨询型是指委托人在信托公司成立家族信托后，保留投资决策权。例如，平安信托的家族信托业务就包括上述两种模式，外贸信托则只开展全权委托型业务。无论是全权委托型还是咨询型，都各有利弊。如果选择咨询型，则一旦委托人家族被追债而打官司，对方律师可以很容易地证明委托人对所委托的财产有支配权，那么这部分家族信托财产就将被用于偿债，从而失去风险隔离的作用。

即便是同一家信托公司同一类型的家族信托业务，在具体方案设计上也并非千篇一律，委托人可以安排私密、个性化的约束性条款，比如有的家族信托合同甚至对受益人将来考取什么样的大学、从事什么类型的工作、选择什么样的配偶都做了约束。通过设立这些条款，不仅仅实现财富的传承，更是对家族企业创始人（一般为委托人）思想和精神或家族理念与价值观的传承。对于“富二代”而言，年轻时忽然获得一大笔钱，未必是一件好事，而通过家族信托进行合理的制度安排，则有望细水长流、基业长青。

（五）类家族信托情形

除了以上较为典型的三种家族信托模式，中信信托还与信诚人寿联合推出一款被媒体和部分业内人士称为类家族信托的保险金信托产品——信诚“托富未来”终身寿险。该产品与前述信托产品有较大不同，没有像它们那样具有能十分明晰体现家族信托本质属性的运作模式，作为一种相关度颇高的创新产品，其主要具备以下三个特点。



1. 境内首创保险金信托，实现保险服务和信托服务的创新融合

中信信托与信诚人寿联合推出境内第一单“类家族信托”的保险金信托产品，实现了保险服务和信托服务的创新融合，弥补了境内高净值人群专属保险品牌的空缺，属境内首创，双方结合点即为保险金信托业务。保险金信托是指客户在购买保险产品之后，会签订信托协议，在发生理赔之前，项目是以财产权信托的方式托管在信托公司，一旦发生理赔，财产权信托会转换为资金信托，信托公司将根据当初签订的信托协议，履行受托义务。根据客户的意愿，这笔信托资金的用途是为客户量身定制的，比如用于子女的教育、购房、购车等。信托协议在保险事故发生之前可以修改。

2. 降低专享财富管理门槛

保险金信托首次接入保险，是以保单理赔金的形式成立信托计划。一个客户花两三百万元就可以购买理赔金在 800 万元以上的保险金信托，相较于家族信托动辄数千万元的门槛，保险金信托利用杠杆效应，放大了保障额度，大大降低了专享财富管理的门槛。该产品主要面向个人资产在 800 万元以上的高净值客户，针对客户的特殊需求，匹配“传家”子品牌专属定制服务，提供以财富保全、累积和传承为主的全面定制化保险金融服务。作为家族信托基础上的延伸，保险金信托是高附加值的“事务管理+资产管理”的单一信托产品，目的是实现委托人在保险理赔后对受益人如何获取财富管理意志的延续，不仅仅是简单的财富增值。

3. 提供私人保单管家，委托人享受多重增值服务

“托富未来”以资产传承为主要特色，提供多种保险金给付方式供客户灵活选择。该产品还创造性地结合信托服务，为客户创造更大的资产保全与传承空间。凡定制“传家”保险产品的客户，还能尊享由信诚人寿安排的专人专享绿色通道、私密服务及尊贵客户增值服务。为确保高净值客户享受最优质的服务体验，信诚人寿为每位客户特别指定一名私人保单管家，以专业高效的服务为尊贵的客户提供一条龙保单服务，切实保障信息安全，提升服务私密性。贵宾电话服务专席也将以最快速度对客户的需求做出响应。当客户计划出行时，信诚人寿将为客户提前筹划签证协助、机场礼遇、酒店预订和美食推荐。如果在途中偶遇急困，信诚人寿将为客户排除路途障碍，落实及时迅捷的医疗服务。全能管家为商务出差或者旅行出游的客户做好了万全准备。



八、境内开展家族信托业务的障碍与建议

目前国内信托公司开展的家族信托尚处于起步阶段，相比欧美成熟市场的家族信托架构，境内的家族信托受制于政策法规仍存诸多障碍。

（一）境内发展家族信托业务面临的障碍

1. 体制层面与制度层面

（1）开展家族信托相关的信托配套制度不够完善。最近几年，我国境内对家族财富管理和传承的潜在需求激增，因为设立家族信托的好处还是很明显的，例如，可以合理避税（这在境外很普遍），可以防止家族资产的控制权分裂，可以给无心继承家业的子女一份衣食无忧的生活保障，等等。

信托本是一种以财产为中心的财产转移和财产管理制度。根据《信托法》，可以设立的信托财产包括委托人合法所有的财产及财产权利，从法律上讲，任何财产及财产权利，只要可以用金钱计算价值且具有法律上的财产利益，原则上均可以作为信托财产。在境外，信托普遍应用于财富传承和财富积累，信托财产除包括金融资产，还包括房地产、艺术品、游艇等实物资产。而境内由于涉及信托财产的登记、转移等配套制度不完善，目前信托业务主要为资金信托业务。很多投资领域也受到限制，这为开展家族信托带来了障碍。

（2）税收制度制约财富传承。在国外，家族信托具有节税优势。由于有遗产税、巨额保险抵扣收入所得税、设立信托产品未到期前免征资本利得税等特定的税收体制的约束，许多富豪都选择了将包括不动产和股票期权等在内的尽可能多的财富纳入家族信托基金打理的实际做法，他们不仅常常将家族信托设立为不可撤销，一些还在合同中列明永久设立条款。此外，由于受托人向受益人所支付的源于信托财产本金及信托利益的增值，在法律规定上不属于投资交易产生的收益，所以不存在增值税、营业税和所得税等问题。同时，由于资产所有权已经转移给受托人，在法律上已经不归属委托人所有，因此该资产不属于遗产范围之内，进而不用缴纳遗产税。

境内法律与税收制度不完善。目前境内的税制没有特别针对信托业务、信托产品或信托操作如何纳税进行专门规定，特别是在股权、房产等受托财产的非交易性过户问题上一直存在障碍。

重复征税的根源在于双重所有权原则与“一物一权”原则的冲突，我国境内现行税收制度仍对信托实行与其他经济活动相同的税收政策，未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，从而在信托营业税、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大部分为非现金持有的高净值人群设立信托的热情，也为推动家族信托设立了不少的障碍。

具体来讲，按照大陆法系的《物权法》原理，不动产物权的变更和转移应该通过产权登记来实现，股权应该通过股东变更登记来达到公示和对抗第三人的效果。因此，以房产和股权作为家族信托的信托财产，应该履行登记手续。而且，家族信托要达到信托财产独立和隔离目的，就必须对股权、房产等相关合法财产履行相应的信托财产转让过户登记手续。

境外在信托财产登记方面，采取了专设信托登记机关的方式，而我国境内目前没有这类专门登记机关。在财产过户的一般登记管理部门，例如房产局、工商局、证券登记公司等机构进行非交易性过户登记存在一定操作障碍。如此一来，在信托公司受托管客户房屋不动产或股票期权等资产时，需要按照一般化的合规要求，缴纳过户各项税费。

但是，按照目前的税收制度，在我国境内的房屋产权变更一律视为交易，所以会增加一重税费成本。同时，在持有环节，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。未上市股权的转让登记同样也缺乏非交易性过户转让登记的税收减免制度。境内目前的家族信托的大多数受托资产都是现金等金融资产，这除了与我国境内尚未出台遗产税、各种与信托相关的所得税制度有关，也与我国境内在不动产和股权过户方面的偏高税负有着密不可分的关系。而目前高净值人士除现金类资产和金融产品投资外，大多拥有不动产和股权等财产，不动产和股权非交易性过户在税负上的特殊安排的缺失制约了家族信托的发展。

目前在国务院强力推动下实施了“营改增”，甚至一些外资公司目前也已经在多个领域受惠于中国大范围的“营改增”定向调控税制改革。但是，我国境内的信托业目前还广泛地存在着不同程度的重复征税问题。

另外，中国境内的遗产税的征收比例还是一个未知数。在境外，早期遗产税大概是 40~50 个百分点，但是在近十年的时间，中国香港、新加坡等地已经降到 10 个百分点甚至零。此外，未来遗产税出台能否明确信托财产不是遗产无须缴纳遗产税同样未知，税收制度尚不完善制约了家族信托的发展。

(3) 财产范围及运用方式受限。在境外，家族信托的一个重要功能是通过托管



家族企业股权，实现传承。目前，家族信托的信托财产为金融资产，金融投资、财富保值增值的属性更重。我国《信托法》并未就股权资产管理做出明确规定，如果家族信托采用信托持股的架构，则无法对企业所有权、管理权以及分红权的清晰划分提供法律依据，尤其是在发生委托人死亡事件时，该如何确定企业的管理者成为亟待解决的问题。

目前家族信托架构还非常初级。中国境内家族企业的创始人及其家人习惯持有公司大部分的股份，这直接导致他们把公司资产与家庭资产混同起来。通常的问题是，企业家更重视企业的资产，而轻视家庭或个人资产。在家庭与企业之间，他们并没有建立一堵防火墙，两者的资金常常任意划转。家族与企业之间财产的隔离不足，一方面为设计合规、合法的信托造成了障碍，另一方面企业发生经营危机很容易波及家庭生活。据统计，境内富豪个人财富的70%都集中在房地产。家族企业的传承涉及企业股权的变更。但值得注意的是，受限于境内的税收和法律环境，目前境内金融机构推出的家族信托还只能覆盖金融资产这一内容。但是，这远远不足以帮助家族企业实现真正的传承。目前，境内家族信托的资产大部分只能以资金信托的形式存在，而高净值人士的资产中往往包含大量的房产、股票等其他资产。在境内相关法律的规定下，高净值人士的境内资产只能在境内进行信托和管理，但目前法律框架下，家族信托还不具备处理资金信托以外的其他资产的功能。

信托公司 QDII 业务有望成为高净值人士实现资产全球化配置的一个重要投资通道。在信托公司开展资产管理和财富管理的大背景下，QDII 业务具有重要的战略地位。但目前在开展业务过程中表现出较强的市场建制约束，尤其针对全球资产配置市场的更多需求，这一限制表现得更为突出。

(4) 业务开展地域局限性大。目前境内的信托公司还没有具备开展真正的跨境资产管理的能力。从现实需求来看，越来越多的投资者希望通过全球化的资产配置，获得更高的回报，实现财富的保值增值，这需要信托公司在开展家族信托时提供家族跨境投资、家族企业海外上市、移民和财富传承的税务规划，并根据相应法律条款提供婚姻资产保全、家族基金设立、境外资产保全等家族信托增值服务。虽然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中国本地进行经营，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。

不少超高净值人士已经移民海外，且资产实现了全球布局，但由于监管政策，其



资金在境内外之间的流动受到很大限制，因此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，境外资产仍需要单独设立信托。在管理的资产类别上，仍然以金融资产为主。相对于境外家族信托管理机构，收费方式相对单一。在财产隔离方面的效力具有不确定性，中国的《信托法》定义的信托法律关系还是明确在“委托关系”上，而境外的家族信托最基础的原则是所有权的转移，即委托人把财产的所有权转移给受托人，实现资产的隔离，从而达到资产保护的功能。不动产交付信托管理机构时无法非交易过户，因而需要承担高额税金，信托财产的形态受限。地域性的限制导致很多高净值人士宁愿通过家族信托管理机构，利用离岸公司设立家族信托。

(5) 全面的家族信托管理理念淡薄。应该看到，财富传承和遗产分割在中国有着广泛的需求而一直缺乏合理的解决方案。同时由于中国是一个大陆法系国家，历史上也不存在将符合道德义务的惯例法制化的传统，只有成文法律的规定才可能使道德义务法律化，因此，不能指望所有的受托人会秉承“船长精神”，在任何情况下都坚守委托人的利益。缺少契约文化的现实阻碍了富人们对家族信托的信任。我国境内接受的信托都是信托类理财产品，对家族信托的作用缺乏正确的理解，从而导致全面的家族信托管理理念淡薄。

(6) 管理财产信托业务能力有待提高。对于境内高净值人士而言，其核心关注点就是国际化，如人的国际化和资产的国际化，在资产配置上，他们很少会局限于某一个司法管辖区。目前高净值人士倾向于选择专业的信托机构对境内资产进行家族信托设计，选择英美法系下的专业信托机构对境外资产进行财富管理。而目前境内的家族信托还在探索境内与境外相互合作的方式。由于目前境内家族信托市场还处于发展的初期，信托公司多数注重家族信托的前台服务，如市场推广及品牌等，但是在家族信托管理的后台服务，如产品的质量、售后服务、技术细节等方面还有待完善，对客户的资产仍然是根据其自身在金融领域的资源进行分配投资，所以，信托公司管理家族财产的业务能力有待提高。

(7) 对家族信托高端客户的投资者教育有待加强。按照境外的一般运作形式，家族信托指的是客户将资产交给信托公司打理，但交给信托公司后，资产的所有权即不归其本人，由信托公司作为受托人按照约定支配，而资产的收益权可根据委托人意愿指定受益人，这就是所谓的资产所有权和收益权相分离。高净值客户，尤其是有民营企业背景的高净值客户对财产权的这种剥离十分敏感，不愿放手也不敢放手。这不仅源于中国传统的商业文化生态，还在于目前境内家族信托市场还处于发展的初期，



客户需要经过时间和实际效果的充分检验，方能有效建立起对信托公司的基本信任。首先，家族信托期限较长，而整个信托业持续经营的时间相对较短；同时高净值客户有对家族隐私进行保护的需求。其次，客户对信托公司满足家族财富管理个性化金融服务需求的能力，包括优化资产组合安排的能力、甄别和采购多样化金融产品的能力、规划家族财富传承和税务安排的能力、代持等特殊需求的产品设计能力等存在信息不对称，无法有效识别和抉择。

2. 当前政策层面

(1) 关联交易逐笔事前报备，束缚了家族信托业务的开展。99号文要求“信托公司开展关联交易应按要求逐笔向监管机构事前报告，监管机构无异议后，信托公司方可开展有关业务”。尽管该规定和“凡新入市产品都必须在入市前10天逐笔向监管机构报告”，“异地推介的产品在推介前向属地、推介地银监局报告”等具体要求被认为是监管部门负面清单式地推进简化事前审批的有力举措之一，但同其他与此要求无关的信托业务大大受益的情形不同，家族信托的大量资产配置业务操作，都属于监管部门认定的“关联交易”，因此需要逐笔上报，这就使得家族信托业务团队与公募基金管理人做的业务和操作相同或相似，但受到的监管在尺度和频率上却大不相同，不仅冲击了高净值客户的体验感受，而且也大大降低了投资的时间效率。

实际上，“信托公司开展关联交易应按要求逐笔向监管机构事前报告，监管机构无异议后，信托公司方可开展有关业务”这一监管要求的本意是为了防范许多通道业务、委托贷款业务等影子银行性质业态出表规避风险监管导致风险事件突发，甚至出现系统性风险，从这个意义上讲，有其合理而积极的一面，但是也在客观上堵截了家族信托和股权投资等投资型信托创新业务的转型新出路，已经影响到了相关业务的有效开展。

(2) 合同报备和信息披露与客户对个人和家庭隐私的高需求存在潜在冲突。监管部门正在推进信托产品和信托受益人的信息登记工作，未来无意外必将付诸实施。但如果像上面的“关联交易”报备一般不加区分、区别，恐将进一步损及家族信托相关业务的拓展。

国外成熟市场和有多开展家族信托成熟业务经验的信托公司均不曾有到公证处或各种登记交易中心做信息登记的具体实践。并且，没有明确的案例和有力证据表明，没有做登记的信托会严重影响债权的履行或加剧债务人藏匿财产逃债等不法行为；而登记后的信托就一定有助于债权的有效履行及对债务人藏匿财产逃债等不法行



为的有效防范。

通过家族信托登记导致个人财富等隐私信息的曝光风险，以及其他舆情和政治风险常常导致大量优质高净值客户的外逃和流失，这最终无益于信托业的转型创新，以及家族信托业务的拓展及对资本外流的阻滞。

(3) 资本项目可兑换限制等监管与资产全球化配置需求存在潜在矛盾。目前，随着人们财富积累的不断增长和理财观念的持续更新，越来越多的机构和个人产生资产全球化配置的强烈需求。中国的境外投资增长速度迅猛，作为高净值人士的家族信托客户在这方面的需求更是明确，客户需要在全球范围内分散风险，保障收益。

但目前，信托公司要实现资金、资本出境，还存在着重重阻碍，需要接受层层监督。如果 QDII 业务未来不做较大程度的放开或者新的政策得不到准许的话，境内家族信托的资产配置功能将是不健全的，因而其吸引力也必然不及境外成熟市场上的同类产品，从而无法通过有效竞争取胜。

(二) 境内发展家族信托的建议

1. 宏观和中观方面

(1) 建立明确的法规制度并确保实施。随着信托业务的发展，修改《信托法》的呼声渐高。代人理财等事务管理型信托将是我国境内信托业发展的方向，因此，针对家族信托等财富管理业务，《信托法》的修订应侧重于民事信托方面，并与《继承法》、《物权法》等民法中的有关规定衔接。如明确信托财产所有权归属；在财产登记流转环节，增设信托事由，对信托财产流转税费进行减免；增强私人财产保护和传承的功能。

为了更加有效地推动家族信托创新业务的大发展，使其未来成为能与目前房地产信托和工商企业信托相媲美的新支柱型业务，使信托业更好地实现向“受人之托，代人理财”的本源和主业的回归，监管部门可以考虑设计出台一个关于家族信托业态的专门的管理办法，如家族信托业务指引，针对家族信托的特点进行监管设计，有序引导家族信托发展。

(2) 进一步放宽信托公司境外业务范围，积极拓展跨地域业务模式。对于中国家族信托未来的发展，首先要借鉴境外的家族信托，学习别人是怎样设计的，因为家族信托毕竟是舶来品。然后再结合中国的实际情况，进行本土化的改造。近两年我国境内出现投资移民热潮，一个重要原因是缺少为民营资本传承服务的金融工具。不少企业家只是希望保障和延续其家族财富，但由于境内的金融机构一直没能提供相应的



工具手段及解决方案，他们才萌生了将资产转移至境外的想法，导致很多民营资本流向了境外市场。境外市场因其丰富的金融产品、高度保护的私密性以及透明的市场化运作吸引了众多的境内高净值客户。所以未来家族信托应该立足境内，应该坚持走家族信托国际化道路，通过境内信托+离岸家族信托等方式帮助高净值客户实现财富的风险保障、企业与家庭财产的风险隔离、财富的代际传承、合法节税等原来只能在境外环境下才能实现的目标。

建议监管机构在一定程度上解除信托公司参与 QDII 业务的硬性障碍。丰富投资产品的筛选原则、基准和程序，开发境外资本市场，积极拓宽境外市场，打开信托 QDII 业务的市场空间，为更多的信托公司服务客户提供业务增长点。

(3) 加强投资者教育与理念宣传。信托的基础为信任，信任的前提是“充分了解”。我国境内正式接受信托制度的时间很短，社会对信托的认知度仍然较低，尤其是家族信托，在我国境内处于起步阶段。对于中国的信托业和资产管理机构来说，进行树立家族信托理念的宣传是开展家族信托业务的当务之急。信任是业务开展的基础，只有让社会公众知晓家族信托的概念和功能，家族信托才能在中国信托市场中占有一席之地。应加强投资者教育与对家族信托理念的宣传。

(4) 完善我国境内财产信托税制。明确信托所得纳税主体。在整个信托活动中，信托活动涉及三方主体，即委托人、受托人和受益人。我国境内目前的信托所得纳税主体并不明确，在信托的不同环节既有对受益人征税的，也有对受托人征税的，还有对受益人和受托人同时征税的情况发生，这就导致信托活动中多个纳税人都要承担信托所得纳税义务的局面，致使他们税负过重。事实上，信托财产产生的收益并不属于受托人的固有财产，它最终通过信托这个“管道”分配给信托受益人，因此，信托活动最终的受益人才是信托关系中的受益人。此外，我国境内规定信托财产具有一定的独立性，但并不意味着它具有独立的法律人格，若在征纳所得税时将其视为一类单独的纳税主体，需要对我国境内传统的法律做出相应的修改，增大了税收征管的难度。建议我国境内应该在信托所得税税收制度中坚持以实际受益人为纳税主体。

建议政府可以适当出台一些税收政策，避免重复征税，以促进家族信托业务开展。

2. 微观方面

(1) 加强家族信托人才的培养，增强家族财富管理能力。加强复合型人才的培养，加强专业化主动管理、全面培植服务能力。家族信托是信托公司未来发展的广阔



蓝海，但是家族信托中财富传承需求的多样化、个性化、家族财产的不同类型使得家族信托具有高度的定制化特征。这就需要有专业化的复合型人才能够针对家族信托中不同需求提供科学合理的解决方案。而目前由于财富管理市场发展尚不成熟，信托公司在综合性财富管理领域的专业人才匮乏，这将成为未来扩大家族信托市场的一个瓶颈。建议信托公司积极实施人才战略，大力培养精通法律、财务、税收和金融的复合型人才，以打造一支家族信託管理的专业化团队，为高净值客户提供更专业、更优质的服务。

表 5 杰出家族企业最佳实践

企业名称	最佳实践
乐高集团	• 拥有强烈的社会责任感，树立良好的企业公民形象 • 每一代家庭成员能够尽早地并且积极地参与企业活动 • 拥有强健的公司治理结构，董事长由非家族成员担任 • 谨慎保守地对待企业的财务管理，将传统与创新有机结合
爱马仕集团	• 竭尽全力，追求管理上的精益求精以及产品做工的精湛完美 • 秉承历史精华，创造卓越未来，将传统和创新有机地结合起来 • 家族对领导权世代掌控并且不断为企业经营注入独特的价值 • 坚持强劲的家庭文化并且对每一代家庭的教育实现家族价值观代代相传
蒂格集团	• 具备强健的家族价值观，相信“团结起来，团结就是力量” • 拥有多层次的治理结构，同时建立家族成员行为准则和规范 • 企业的领导权由家族集体掌控，并且拥有战略性的传承规划 • 举行正式的仪式将家业由第二代传承给第三代，并制定正式的愿景 • 积极地致力于促进下一代家族成员的成长
汉高集团	• 为后期的权力交接过程制订了正式的愿景规划 • 对家族和企业的治理结构进行专业的指导和设计 • 每一代人拥有全局观念，从大局出发考虑家族利益 • 家族的影响力在一代代地传承中得以有效保留 • 清晰的所有者理念——“企业第一位，家族第二位”
杰尼亚集团	• 企业的领导权牢牢地掌握在每一代的家族成员手中 • 以质量上乘为宗旨；尊重环境，积极履行社会责任 • 每一代人的价值都渗透到企业中，实施纵向联合战略 • 前人塑造强健的家族价值观，指引后人的成长和进步 • 为了下一代的发展敢于大胆进行业务创新和承担革新风险
莫瑞佳潘集团	• 强健的家族道德观，建立健全而有效的继承人培养模式 • 每一代人不断创新并且将价值观都渗透到企业中 • 寻找最有效、最持久的方法，不断地为家族企业注入价值 • 创新并建立具有前瞻性的治理结构，进一步完善家族企业



续表

企业名称	最佳实践
庄臣集团	• 每一代都具备坚定的企业家精神，拥有强健的价值观 • 企业不断创新，拥有独特的或者具有明显优势的产品 • 以强健的价值观为基础建立企业准则和发展规划 • 尊重自然环境，热爱员工，有高度的社会责任感
邦尼集团	• 家族与企业的治理结构清晰、有效，并且不断地进步与完善 • 拥有强大的家族凝聚力、家族文化观和家族内部强健的沟通文化 • 家族身份与企业身份紧密关联，每一代成员都自愿效忠家族企业 • 拥有清晰、透明、合理的家族所有权理念并与成员签订合同保障所有权益
百味来集团	• 每一代成员都站在前人成就的基础上，不断创新，继续发展 • 企业创始人的愿景在每一代人中反复聚焦明晰，启发每一代人 • 不断完善治理结构来明晰家族在企业中的作用，即“施加影响但不给予干涉” • 情感归属是企业成长强有力的推进器，以自律为基础的、强健的家族价值观

资料来源：根据相关企业资料整理。

从全球杰出家族企业的最佳实践可以领略代代卓越的成长智慧。财富是价值运动的结果，是动态聚散变迁的过程，对于信托从业人员来讲，研习家族企业，理解财富，深谙财富之道，把握企业跨代传承、持续增长的智慧成长战略，精心、敬心、尽心规划和管理财富，通过人力、智力资本的积极管理保护、传承财富，以制度设计为家族财富传承提供有效工具，才能与财富共成长，真正开展好家族信托业务。

(2) 明确家族信托的客户定位。目前市场已推出的家族信托资金门槛多数在 3000 万元以上，但是应该看到，财富传承和遗产分割的需求在中国有着广泛的需求而一直缺乏合理的解决方案。信托公司在推出家族信托服务之前，应该首先明确客户定位。可以根据一个或多个因素来进行客户细分，如家族背景、工作经历、性别、年龄、账户潜在盈利性和行为特征。有一种值得借鉴的方法把全球的高端客户细分为六类，即积极的退休企业主、消极的（财富）继承人、企业家、职业经理人专业人士和超高端客户。这一细分方法的逻辑是，高端客户是由于年龄和财富来源的不同，才会选择不同的投资并表现出不同的金融专业水准。退休企业主一般在六十几岁或者七十几岁，不再介入日常的商业活动，其首要理财目标是保全其资本和把财富顺畅地转给继承人。消极的（财富）继承人一般是从上代继承了财富的中年人士，他们寻求能够带来稳定回报的投资，并确保他们本人及家庭的生活方式能够延续。职业经理人通常是企业集团或跨国集团的高管人员，没有时间处理个人投资事务，需要资本保值增值的综合性投资战略。客户细分意味着突出重点。确定客户会欣赏的产品和服务。在一个高度竞争又快速增长的市场上，有效的客户细分可以迅速满足客户的需要。信托公司如果在定位高端客户并为其提



供定制式家族信托方案的同时能够尝试将家族财富传承和遗产分配的典型需求进行分类，可以实现家族信托方案的标准化从而赢得更广阔的市场。

(3) 进一步研究股权、不动产等非现金家族信托。我国《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。未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力。”根据《信托法》，家庭财富中的现金资产无须登记，而非现金资产则要办理信托登记才能确保信托生效。根据目前的情况而言，若委托人以现金的形式设立家族信托，则可以避免登记的限制。囿于信托登记制度的缺失，目前家族信托只能针对现金资产进行管理，而对于超高净值客户，非现金资产属于其资产中一个重要部分。信托公司应该积极研究家族信托中对于非现金资产的管理方案，以便在制度环境改善时能够更深入地介入超高净值客户的财富管理并设计更为完善的一站式家族信托方案。

(4) 采用分类管理并有效配置资产。信托公司必须立足于信托本源业务，以产业领域为重点，以资源组合为手段，以市场优化为原则，以金融创新为动力，形成信托公司新的盈利模式。在新兴家族信托市场，每单信托产品的设计都需根据客户的自身情况和不同需求量身定制，这为家族信托产品的设计提供了规划空间。在家族信托产品的设计上，应充分发挥信托业的灵活性。根据委托人的意愿和目的，结合信托财产的自身特点，合理进行产品创新，开发技术含量高、个性化强的家族信托产品。

(5) 通过专业化设计提高家族信托的风险防控能力。一是防范受益人对家族信托财产的无节制挥霍。在信托契约设计时，信托机构可以依据父母对子女的期望设定拨放财产的条件，如所发款项使子女只够过中产生活，或只能用于医疗、教育等支出，让子女不会因继承巨款而出现价值观偏差，成为“二世祖”；同时也防止子女因欠债或离婚而损失信托资产。在一些规定中，受托人甚至可以为保证受益人的利益使用信托的收入或本金。委托人也可以指定固定的监察人，以监督受托人是否履约。二是防范受益人纷争。家族信托被用来进行股权安排时，易在多个受益人之间埋下股权纷争隐患。降低家族信托治理的风险，可在信托内设立受托人委员会。该委员会除了包括家族各方代表外，还应包括家族以外的专业人士（如税务会计、资产管理和法律专才）与立场中立的社会贤达，以充分发挥平衡利益、调解纷争、监察决策与监管资产的作用。委员会更要选拔贤能，聘任合适的企业经理人，制定家族成员参与经营的规章并予以执行，同时维护没有参与经营的家族受益人的利益。当然，委员会还可以协调家族成员各尽所能（如担任董事、投入公益事业等），以维系并发扬家族声誉、



理念、文化等特殊资产。非家族中立人士在委员会内应占明显比例，有一定任期，并有实际的投票决策权。若只请家族成员和好友担任委员，委员会将有名无实。

(6) 加强律师事务所等中介机构在家族信托中的专业服务作用。家族信托产品由于其新颖性、复杂性、推广时间短等特点，可能具有更多、更隐蔽的法律风险，其运作涉及众多的法律关系，如何适应这些法律关系的调整，则需要律师的专业知识和丰富经验的支撑。律师在家族信托运作的各个阶段都能够参与其中，提供有效的法律服务。任何信托产品的设立都应符合法律法规的规定，在信托项目立项前律师主要应对信托财产和项目目的两个方面进行合法性审查。根据我国法律规定，任何信托产品的设立都必须由专业律师对信托资产及信托资产投资单位进行尽职调查并出具法律意见书。信托公司委托专业律师进行尽职调查，不仅是其履行谨慎义务的体现，也有利于提高自身风险管理的能力。经过了前期的尽职调查与项目的可行性论证后，信托产品进入正式的设立阶段。设立阶段中，合同当事人将签订一系列的信托文件。对法律要素过于专业化的信托文件等，应由专业律师来把握。律师主要可就信托架构的优化与信托合同的完善两方面提供更为切实可行的方案，使委托人、信托机构和受益人达到多赢的目的。

总之，信托公司开展家族信托进行家族财富管理是一个系统工程，在信托制度下，信托财产的所有权和受益权有效分离、信托财产的独立性等特征，使得信托公司可以发展面向高净值客户的财富保值增值、财富代际转移、隔代转移、投资理财、公益捐赠、税务规划等业务。信托公司需要抓住当前有利机遇，发挥信托制度优势，加强专业化主动管理、全面培植服务能力，积极开展家族信托业务，以客户需求的培育满足为核心，紧密维护客户关系以及延续性，与客户建立长期信任关系，探索新的服务模式，提升投资理财功能、资产配置功能和财富规划功能，提供多样化的产品配置和全方位的财富管理服务，通过人力、智力资本的积极管理保护、传承财富，以制度设计为家族财富传承提供有效工具，与财富共成长，以信立市，以信承托，在为家族财富传承、促进家族基业世代常青中成就信托业的百年基业。

参考文献

[1] 李超：《家族信托发展瓶颈待解》，载《中国证券报》，2013-12-18。

[2] 刘雁：《家族信托：财富传承为主 保值增值为辅》，载《证券时报》，2013-12-12。

[3] 徐维强：《财富传承借助信托平台 平安诞生首单家族信托》，载《上海证



券报》，2013-01-09。

[4] 徐天晓：《首单私行家族信托落地 机构瞄准财富传承蓝海》，载《证券日报》，2013-07-16。

[5] 徐天晓：《三因素影响家族信托发展》，载《证券日报》，2013-07-23。

[6] 徐天晓：《家族信托在探索中前行》，载《证券日报》，2013-12-10。

[7] 钟辉、陈祥华：《招行私银首单家族信托落地 法规不明晰致发展缓慢》，载《21世纪经济报道》，2013-07-12。

[8] 朱紫云：《北京银行试水 3000 万门槛家族信托》，载《中国经营报》，2013-10-14。

[9] 刘夏村：《信托回归本源：家族信托被寄予厚望》，载《中国证券报》，2013-10-30。

[10] 招商银行、贝恩公司：《2013 年中国私人财富报告》，<http://wenku.baidu.com/view/4918aefe524de518964b7dda.html>，2013-05-21。

[11] 陈周琴：《中国式家族信托》，载《新经济》，2014（3）。

[12] 刘筱攸、刘雁：《家族信托是富人的守财利器》，载《证券时报》，2013-12-12。

[13] 杨诚信、唐学鹏：《我家公司要上市 家族信托装新酒》，载《21世纪经济报道》，2014-01-06。

[14] 秦伟：《船王后裔吴光正家族信托由繁入简 12 家离岸公司成 624 亿资产缓冲带》，载《21世纪经济报道》，2013-01-21。

[15] 胡佩霞：《国内首个家族信托产品出炉》，载《深圳商报》，2013-01-17。

[16] 李莎：《家族信托落地云南》，载《云南日报》，2014-01-15。

[17] 杜雅文：《家族信托业务短期尚难成熟》，载《中国证券报》，2013-07-17。

[18] 夏心愉、洪偲馨、于华杰：《风险隔离+财富传承 家族信托“应声”起航》，载《第一财经日报》，2014-03-18。

[19] Alex：《家族信托与财富传承》，载《零售银行》，2013（3）。

[20] 王延明：《家族信托：打破“富不过三代”的魔咒》，载《中国外汇》，2013（20）。

[21] 汪其昌：《家族信托基金：私人银行的业务突破口》，载《金融管理与研



究》，2011（8）。

[22] 谢思聿、陈渠：《家族信托魅影》，载《中国企业家》，2013（19）。

[23] 李学乐：《家族信托如何“自动驾驶”》，载《董事会》，2014（1）。

[24] 袁吉伟：《生命周期、财富传承与家族信托——长期视角下的家族财富发展研究》，载《内蒙古金融研究》，2013（10）。

[25] 姚冬琴：《“家族信托”：帮富人打理家族财富》，载《中国经济周刊》，2013（34）。

[26] 姚亚菊：《家族信托浅析》，载《时代金融》，2013（6）。

[27] 谢玲丽、孙琳玲：《家族信托：放弃所有权的控制权安排》，载《中国律师》，2014（3）。

[28] 张诗伟：《离岸公司法》，北京，法律出版社，2004。

[29] 刘向东：《家族信托 财富传承蓝海》，载《英大金融》，2013（8）。

[30] 刘向东：《家族信托 与财富共成长的新蓝海》，载《金融时报》，2014 - 07 - 14。

[31] Gary Pruitt: Resigns as Trustee of Family, Trust Science Letter, <http://www.reuters.com/resources/archive/us/20080908.html>, 2008 - 09 - 08.

[32] Brian Hor: Reviewing Family Trust Deeds - It's not Just about Tax!, Taxation in Australia, 2012, Vol. 47 (2).

[33] F. Barlow: The flexibility of family trusts, Trusts & Trustees, 2013, Vol. 19(3-4).

[34] John James Cater III, Roland E. Kidwell: Function, Governance, and Trust in Successor Leadership Groups in Family Firms, Journal of Family Business Strategy, 2014, Vol. 5 (3).

[35] Martin M, Scott J, Pierron J: The Kansas Family and Children's Trust Fund: Funding Prevention Programs in the Eighties, Child Abuse & Neglect, 1984, Vol. 8 (3).

[36] Linda S. Spedding: Governance in the Family, the Family Business and Family Trusts, Due Diligence Handbook, 2009.

[37] McKenzie R. M.: Family Trusts, Oral Health, 1991, Vol. 81 (5).

[38] Nelson James Lindemann: Trusting Families: Responding to Mary Ann Meeker, Responsive Care Management: Family Decision Makers in Advanced Cancer, The Journal of Clinical Ethics, 2011, Vol. 22 (2).



土地流转信托研究

课题牵头单位： 中信信托有限责任公司

课题组成员：
陈一松
王道远
周 萍
董 禹
秦 岭
张明玺



摘要

本文首先从总体规模小、政策法规不完善、农民权益受损、农地用途发生改变四个方面，概括了我国农村土地流转中存在的主要问题，进而归纳、介绍了六种非金融主导的土地流转模式，即转包、出租、互换、反租倒包、股份合作制、“两分两换”，以及四种金融主导的土地流转模式，即土地承包经营权抵押、土地信用合作社、土地银行、土地信托，并详细论述每一种流转模式的交易流程。紧接着，通过选择、设计和度量与土地流转紧密相关的9项综合指标，本文构建了农村土地流转综合评价三级体系，并借助第二次全国农业普查数据，采用等权重法对全国31个省（自治区、直辖市）的农村土地流转现状、农民知识占有量、农村市场发达程度、金融服务、社会保障等进行了综合评价与比较分析。同时，运用结构方程模型（SEM）对影响农民土地流转意愿的因素进行了系统性分析。基于此，我们从土地流转信托的本质、内涵、优势、意义的角度，揭示了土地流转与信托化的契合点，并以“安徽宿州农村土地承包经营权信托计划”为实例，从产品设计、交易结构设计、风险分析与项目启示三个方面详细介绍了该土地流转信托项目的运行机制，并重点讲述了该信托项目中农民、投资人、政府、产业方的权利、义务、利润分配方案与风险保障体系。然后，借鉴互联网与物联网思维，基于“云信托+地信托”的内涵，本文从包括农产品产前、产中与产后的供应链角度讲述了农村土地流转的盈利模式。最后，我们对土地流转信托模式的未来延伸——土地信托银行的运作模式、风险管理、配套机制与运行功效进行了展望。

关键词：土地流转 土地流转信托 云信托 地信托 土地信托银行



目 录

一、我国农村土地流转中存在的问题	332
(一) 土地流转总体规模小	332
(二) 土地流转的政策法规不完善	332
1. 土地流转法规不健全	332
2. 土地流转程序不规范	332
3. 土地流转的利益主体不明确	333
(三) 土地流转中农民权益受损	333
1. 农民土地流转意愿受到干涉	333
2. 农民难以获得土地增值收益	333
3. 农民难以获得土地流转中利益损失的风险补偿	334
(四) 土地流转中农地用途发生改变	334
二、农村土地流转的主要模式	334
(一) 以非金融形式为主导的土地流转模式	335
1. 转包	335
2. 出租	335
3. 互换	336
4. “反租倒包”	336
5. 股份合作制	338
6. “两分两换”	338
(二) 以金融形式为主导的土地流转模式	340
1. 土地承包经营权抵押	340
2. 土地信用合作社	340
3. 土地银行	340
4. 土地信托	342
三、农村土地流转综合体系评价与意愿分析	342



(一) 土地流转综合体系指标构建	342
(二) 土地流转综合体系指标测量方法	344
(三) 土地流转综合体系评价结果	345
(四) 土地流转意愿影响因素分析	349
四、土地流转与信托化的契合点	353
(一) 土地流转信托的本质	353
1. “一次代理”：委托代理	353
2. “二次代理”：信托代理	353
(二) 土地流转信托的内涵	354
1. 明晰产权主体，是一种新型的生产关系	354
2. 不以占有实物土地为基本特征，实现土地资源向资本的转化	354
3. 完善土地经营方式，合理利用土地	354
(三) 土地流转信托的优势	354
1. 在不改变土地所有权基础上，充当土地资产看护人，防止新地主的 产生	354
2. 将土地转化为“可携带资产”，解放农民对土地的依附	355
3. 有机融合知识、资本和土地，实现土地规模化和集约化发展	355
4. 兼顾公平与效率，缓解社会矛盾，实现利益分享普惠化	355
5. 构建激励和约束机制，实现低成本和高效率的有机结合	356
(四) 土地流转信托的意义	356
1. 推广农业技术，实现技术进步	356
2. 调整农业产业结构	356
3. 实现农村剩余劳动力的合理转移	357
4. 提高农民知识占有量，增加农民收入	357
5. 实现农业产业化经营	357
五、土地流转信托案例分析——安徽宿州农村土地承包经营权信托计划 ...	357
(一) 产品设计	357
1. 客户需求	357
2. 信托项目中的主要角色	358
3. 信托财产运用及退出方案	359



4. 利益分配方案	359
5. 信托受益权管理说明	360
(二) 交易结构设计	361
1. 交易结构 (设立阶段)	361
2. 交易结构 (运作及退出阶段)	363
3. 信托关系各方的权利和义务	365
(三) 风险分析与项目启示	367
1. 风险分析	367
2. 项目启示	368
六、土地流转信托盈利模式——“云信托+地信托”	369
(一) “云信托”的内涵	369
1. “云信托”构建农业及农业生产要素的信息需求互涉机制	369
2. “云信托”构建农业及农业生产要素的信息生产互补机制	370
3. “云信托”构建农业及农业生产要素的信息协同机制	370
(二) “地信托”的内涵	371
1. “地信托”是对资源的整合	371
2. “地信托”是多重因素共同作用的结果	371
(三) “云信托+地信托”的内涵	372
1. 实现虚拟世界和物理世界的转换和延伸	372
2. 使土地产业链发展更具智慧	372
3. 延伸农业产业链,拓展农业发展的可触及范围	372
(四) “云信托+地信托”的实践与盈利模式	372
1. “地信托”——“农村土地承包经营权流转信托”的实践	373
2. “云信托”——“消费信托”的实践	375
3. “云信托+地信托”的盈利模式	376
七、土地流转信托的未来延伸——构建土地信托银行	380
(一) 运作模式	380
1. 管理逻辑	381
2. 资产负债管理	381
3. 资金来源与运用	382



4. 盈利模式	382
(二) 风险管理	382
(三) 配套机制	383
1. 修改法律，保障农村土地抵押的可行性	383
2. 建立专业的农村土地价值评估机构	383
3. 健全农村社会保障体系	384
4. 政府要进一步发挥政策的扶持作用	384
(四) 运行功效	384
1. 为农村土地提供交易平台，实现农地“零存+信托化”	384
2. 有利于劳动力的合理流动	385
3. 有利于降低“企业+农户”组织链的交易费用	385
4. “土地存单”质押贷款意义深远	386



一、我国农村土地流转中存在的问题

（一）土地流转总体规模小

近几年，尽管随着工业化、城镇化进程的加快，农业劳动力转移的数量与年俱增，土地流转的面积也伴随国家先后出台的相关政策逐年扩大，尤其是在一些经济比较发达的地区，农村土地流转规模有所扩大，速度有所加快，但土地流转的面积占家庭承包耕地总面积的比重依然很低，政策的实施效果并没有达到政策制定的初衷，农村仍没有摆脱分散化的小规模兼业经营模式，农业生产率极低。^①

（二）土地流转的政策法规不完善

1. 土地流转法规不健全

我国土地流转的现行法律法规落后于农村土地流转实践。目前没有只针对农村土地流转制定专门的法律文件，部分法律法规虽有规定但处在初级阶段，缺乏操作性。我国相关法律对于土地流转所涉及问题的规定过于笼统，仅以土地流转的原则性规范为主，对农村土地承包经营权的转让、转包、互换等具体的流转形式没有具体的、明确的规定，对于土地承包经营权流转所涉及主体之间的权责没有清晰界定，对于在经济实践中出现的“反租倒包”、“股份合作”等形式也没有做出必要的解释。这就必然导致在法律上存在漏洞，在土地流转过程中纠纷普遍，交易成本过大；同时也为许多地方政府越俎代庖土地资源运作提供了空间，农民合法土地权益受到不法侵害。^②

2. 土地流转程序不规范

第一，在农民之间土地流转不规范。农民一方面受自身文化素质的限制，法律意识比较淡薄；另一方面受农村传统习俗的影响，认为邻里邻居没有必要签订流转合同，农户之间的土地流转多以口头协议形式实现。第二，有的农户与专业化农业公司签订的合同缺乏必要的法律支撑。有些农民手中并没有自己承包土地的承包经营权证书，在进行土地流转时与公司之间只有关于土地承包经营权的口头约定，一旦发生纠纷农民的利益很难得到保障。这样的合同给双方都带来了很大的风险。第三，在所签订的关于土地承包经营权流转的合同文本中，存在着与国家现行法律相抵触的内容，合同文本缺乏规范性，未经司法部门的司法鉴定。这些不规范的合同文本往往缺乏法

^① 李淑妍：《农民工市民化视角下的农村土地流转问题研究》，辽宁大学博士学位论文，2013。

^② 马兴彬：《我国农村城镇化进程中土地流转问题研究》，哈尔滨工业大学硕士学位论文，2013。



律意义上的约束力，也就无法约束权利和义务双方按照合同约定履行义务，土地流转也失去了法律上的根本保证。第四，在我国农村的土地流转的过程中，很多数量的土地在流转后并没有向经营管理站申请报批，更没有到管理部门登记备案。在土地流转的权利主体法律意识薄弱的情况下，口头的、私下商定的流转协议，就为今后的土地权益纠纷埋下了种子。^①

3. 土地流转的利益主体不明确

我国相关法律规定，农村土地产权归农村集体经济组织所有，集体经济组织内部成员享有土地承包经营权。土地流转实质上是土地的经营权流转。土地流转收益是土地承包者将土地的经营权让渡给他人获得的经济补偿。在我国有些地区村、镇组织搞强制土地流转侵害了农民的合法权益。在法律上有必要明确土地流转权益的主体，保证广大农民的合法利益。^②

（三）土地流转中农民权益受损

1. 农民土地流转意愿受到干涉

对农民土地承包经营权流转意愿的干涉主要来自发包方——村集体经济组织和地方政府。现实中，农民土地流转中的权益经常被村集体经济组织以所有者身份侵占，甚至有部分村委会干部违背农民意愿，未经农户同意，私下与企业签订土地包租合同，并代企业先行垫付土地租金，然后强行流转农户的土地承包经营权；有的村庄违背农户意愿，以土地规模经营为借口，无偿收回、非法转让、出租农民承包的土地，随意终止承包合同；有些地方政府在利益的驱使下，无视法律规定，强迫农民以土地换社保、换住房，以获得更多的土地财政收入。^③

2. 农民难以获得土地增值收益

在农民普遍缺乏资金和技术的背景下，分散的小规模农户在与工商企业的对话中处于弱势地位，难以获得与工商企业平等谈判的权利，农户一般只能从土地承包经营权的转让中获得一个较低的固定收益，而不能参照产业发展、土地经营效益提高和物价上涨分享土地增值收益。^④

① 马兴彬：《我国农村城镇化进程中土地流转问题研究》，哈尔滨工业大学硕士学位论文，2013。

② 同注①。

③ 李淑妍：《农民工市民化视角下的农村土地流转问题研究》，辽宁大学博士学位论文，2013。

④ 同注③。



3. 农民难以获得土地流转中利益损失的风险补偿

很多农户在土地流转中没有签订书面流转合同，或合同内容不完备、不规范，容易引发纠纷。尤其是那些将整村的土地进行成片流转的地区，其实有些农民实际上并不愿意参与土地流转，但迫于村里人情、舆论或因为村干部做工作的压力而不得不流转，在土地经营和收益分配上更容易产生纠纷，而且由于缺乏利益协调机制，所以农户很难通过法律诉讼的渠道维护自己的正常利益，从而使农户土地流转面临较大的风险。这种由于制度不健全，流转不规范所产生的风险损失，在现有的制度安排下农民很难获得相应的补偿。租用土地的农业企业、经营大户、专业合作社普遍缺乏风险意识，加之农业经营保险、担保制度也不健全，一旦遭遇自然灾害则会发生较大损失，这时农民不仅无法取得应得的土地流转收益，甚至要为土地上的部分农业设施损毁而埋单。^①

（四）土地流转中农地用途发生改变

由于我国人多地少，可用做耕地的面积有限，尤其是人均占有可耕地面积就更低。因此，国家一直十分重视对土地尤其是耕地的保护，也制订了一些措施来限制农地改变用途。但是，有些基层政府，尤其是经济较发达、地理条件较好的地区，在耕地承包经营权流转过程中，土地流转之后用来生产经济作物，而不是继续从事大宗粮食作物种植，这又进一步使得粮食种植面积下降。一方面，由于受到土地流转中潜在利益的驱动，以土地流转为借口，大量占用耕地，不顾实际情况，发展农业观光园区、休闲园区等，实际上是绕过国家有关法规，从根本上改变了土地的农业用途；另一方面，基于传统的粮食价格比较低，许多经营主体将转入的土地用于种植蔬菜、水果、花卉等，发展高效农业、设施农业等。特别是近年来，流转农地“非粮化”和“非农化”倾向明显。在这些因素的共同作用下，我国可耕地面积不断下降，长期下去必然影响国家的粮食安全。^②

二、农村土地流转的主要模式

党的十八届三中全会在《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》中提出，要加强土地承包经营权流转管理和服务，建立健全土地承包经营权流转市

^① 李淑妍：《农民工市民化视角下的农村土地流转问题研究》，辽宁大学博士学位论文，2013。

^② 同注^①。



场，鼓励转包、出租、互换、转让、股份合作等土地流转形式，支持农业的适度规模经营，为农村土地流转提供了政策指向。实践中，各地结合自身情况，分别对多种非金融形式与金融形式的农村土地流转模式进行探索。

（一）以非金融形式为主导的土地流转模式

1. 转包

农村土地转包是指村集体经济组织内部承包方将其承包经营权的全部或者部分转给同一村集体经济组织内部的其他农户从事农业生产。土地转包不改变原有的农村土地承包关系，原有的土地承包按照土地承包合同继续履行原有合同的义务，并享有相应的权利。

转包流转模式是目前农村土地流通面积最大、比例最高的一种土地流通形式。转包可分三种情况：一是有偿转包，转入方取得土地使用权后，向转出方支付一定转包费（见图1）；二是无偿转包，转出方由于产业发生变化或无力耕种土地，将土地使用权以无偿方式转包给亲友或其他农户，转入方不需支付转包费；三是倒贴转包，转出方不愿耕种土地，且为了避免撂荒带来的责罚或谴责，不仅不收转包费，而且向转入土地使用权的农户倒贴几十元或一袋化肥。^①

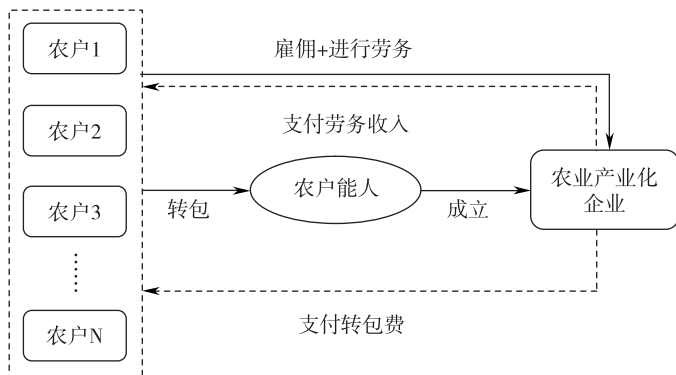


图1 农村土地流转转包模式

2. 出租

农村土地出租是指农户签订租赁合同，将其所承包的全部或部分农村土地租赁给

^① 刘莉君：《农村土地流转模式的绩效比较研究》，中南大学博士学位论文，2010。



农业生产大户、农业产业化龙头企业或合作社从事农业生产，土地出租不改变农村土地承包关系，原来承包土地的农户继续按照原有的土地承包合同履行其义务，享受其权利。新参与的土地租赁方按照租赁合同的约定对土地承包方履行按其支付租金并不得改变农村土地用途的义务。

出租流转存在有偿出租、无偿出租和倒贴出租三种形式。一般地，主要存在的是前两种形式，倒贴出租流转主要存在于非农产业发达、农业比较收益低下甚至亏损的地区。出租流转经历了两个发展阶段：第一个阶段是初级的出租流转，大多是在亲戚、朋友或本村农民之间自发地达成，这是一种直接式的出租流转 [见图 2 (a)]；第二个阶段是在出租流转过程中产生了中介组织，这是一种间接式的出租流转 [见图 2 (b)]。^①

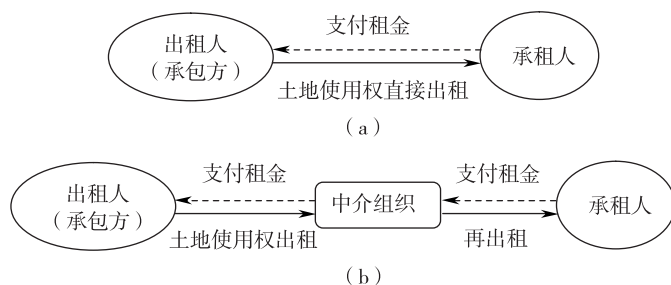


图 2 农村土地流转出租模式

3. 互换

农村土地互换是指承包方之间为方便耕作或者各自需要，对属于同一集体经济组织的承包地块进行交换，同时交换相应的土地承包经营权。互换流转可分为土地使用权互换和土地承包权互换。土地使用权互换只是互相交换土地的使用权，双方与集体之间的土地承包关系仍然保持不变 [见图 3 (a)]。土地承包权互换不仅交换土地使用权，同时也交换与集体的土地承包关系 [见图 3 (b)]。^②

4. “反租倒包”

“反租倒包”是指乡镇政府或村组织先从农户或集体组织那里租赁土地，然后进行出租并从中牟利的行为。土地对于农户而言，其保障功能尤为突出。在一整片土地

^① 刘莉君：《农村土地流转模式的绩效比较研究》，中南大学博士学位论文，2010。

^② 同注①。

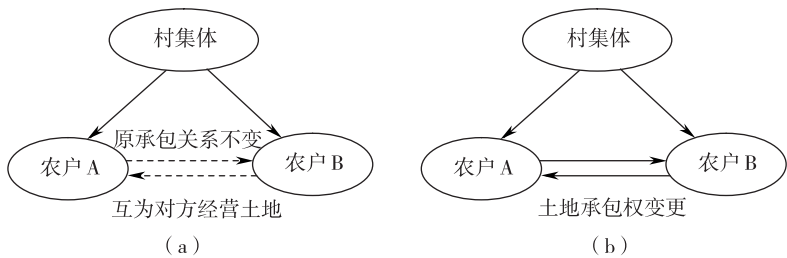


图3 农村土地流转互换模式

中，可能有部分土地依赖度低的农户愿意流转，而有部分对土地依赖度高的农户并不愿意流转，这样不便于土地连片集中经营。也就是说，种植大户往往因为一户或几户承包户不能谈妥，在土地连片集中租入经营方面存在一定的难度，此时村集体组织或是龙头企业等中介组织就可以担起牵线搭桥的中介作用。因此，根据组织者的不同，“反租倒包”流转可以分为两种类型：一类是村集体参与的，在市场导向下辅以行政手段的“反租倒包”；另一类是龙头企业或其他中介组织参与的，以市场力量组织的“反租倒包”（见图4）。目前，在很多乡村出现村集体组织的反租倒包流转模式，具体做法是，村集体组织从农户手中连片“反租”大量耕地，然后村集体统一规划、统一建设，再“倒包”给种植大户从事专业经营。村集体可以从中获取少额的差价，并将这部分收入用于改善农业生产基础设施建设。当然，实践中也有部分村集体并没有获取差价而是重在为农户服务。^①

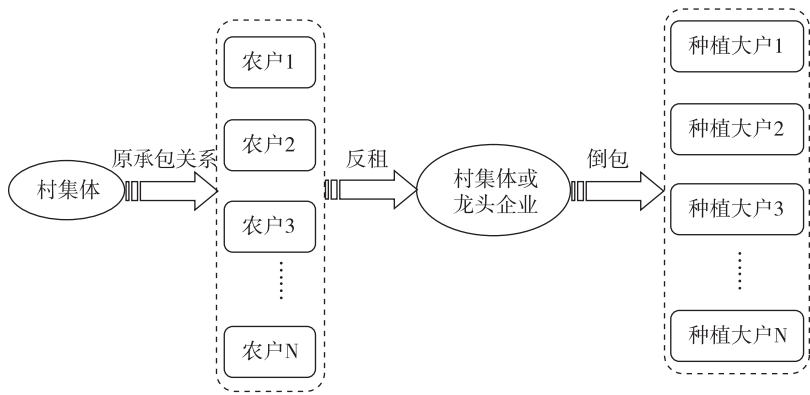


图4 农村土地流转“反租倒包”模式

① 刘莉君：《农村土地流转模式的绩效比较研究》，中南大学博士学位论文，2010。

5. 股份合作制

农村土地流转股份合作制是指让农民作为集体成员对土地的使用权作价入股，当地政府机构将土地集中之后，村集体再代表农民与转入方谈判协商，农民凭借土地承包权可拥有公司股份，并可按股分红。股份合作制流转主要是一些沿海发达地区、大中城市的城市边缘区以及一些大规模建设拓展地区的农村。这些地区的共同点是人多地少，工业化和城市化水平较高，第二、第三产业发达，纯农业收入在农民收入中所占比重不大，农民对土地的依赖程度较低（见图5）。^①

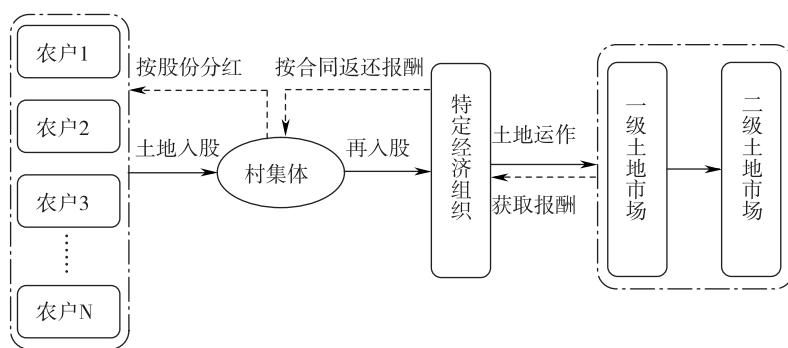


图5 农村土地流转股份合作制模式

一般地，其具体做法是：（1）村集体内部的农户将自己的承包地入股到所属的村集体，村集体集中农户入股的土地和一些未发包到户的机动地以村集体的名义再入股到特定经济组织。（2）特定经济组织与村集体签订合同，对土地进行统一整理后，以出租、转包等形式将土地推向一级农村土地流转市场，收取土地使用费，并且管理和投资股份土地基金使其保值增值，最后向村集体和农户支付股份分红。（3）在合同规定的限内，土地转入方取得土地使用权也可以依照法律再次有偿流转。农户的股份可以继承、抵押，当然同等条件下本集体成员享有优先权。

6. “两分两换”

宅基地换住房，承包地换社保也被称为“两分两换”，它是指农民在依法、自愿的基础上，将宅基地和承包地分开、搬迁与土地流转分开，以宅基地置换城镇房产、以土地承包经营权置换社会保障。该模式中以宅基地置换为核心，推动承包地的置换，同时又保持这两种置换之间的独立性。宅基地置换是指在自愿、有偿的前提下，鼓励农民放弃宅基地，到城镇购置商品房或置换拆迁安置房，或者引导农民到规划的

^① 刘莉君：《农村土地流转模式的绩效比较研究》，中南大学博士学位论文，2010。



中心村集中居住。“两分两换”提出的以土地承包经营权置换社会保障是一种新型的流转方式。对于转包、转租承包地的农户，以年租金形式将承包地等反租给村集体经济组织经营，达到一定年龄的农民可以获得生活补助；对于愿意永久放弃土地承包经营权的农户，政府参照被征地农民标准和办法办理社会保障，提供就业扶持。但是，土地承包经营权换社会保障不能重复享受。对已进城工作并参加城镇职工养老保险，仍有承包地的农户，按照置换社会保障的补偿标准，采取给予一次性货币补偿的方式安置。

另外，在一些地方政府的实际运作中，除政府投入一定数量的启动资金外，农民宅基地复耕以后，争取出来的用地指标，一部分用于农民拆迁安置房的建设；另一部分用于搞工业和工业区开发，解决农民搬迁以后的就业问题；还有一部分用于房地产开发，房地产开发所得的资金用于公共服务配套和农民拆迁安置房的建设成本支出。这样除能解决建房用地指标，还可以通过土地市场运作的方式解决部分资金问题。^①“两分两换”土地流转结构流程如图6所示。

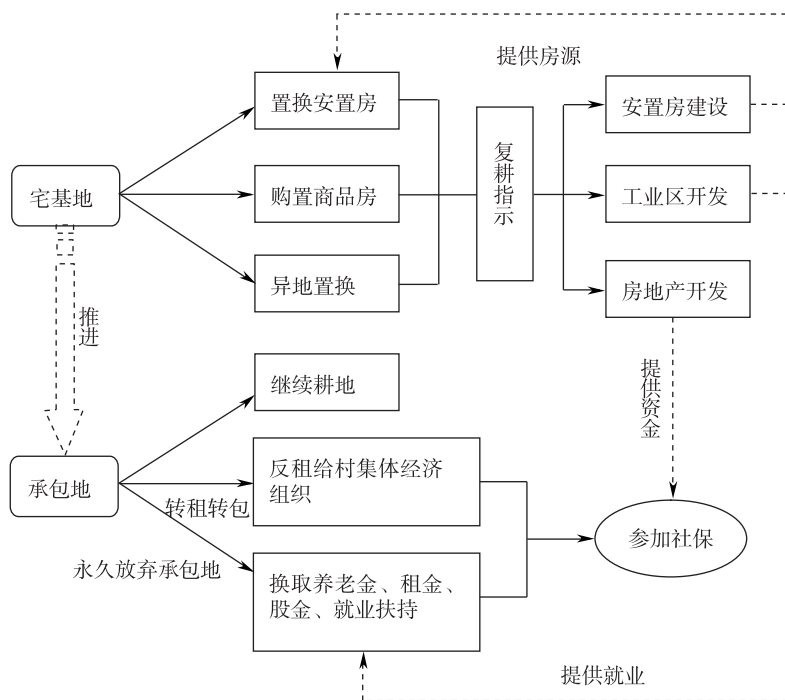


图6 农村土地流转“两分两换”模式

^① 周建、施国庆：《城乡统筹发展三种农村土地流转模式及其比较研究》，载《农村经济》，2011（8）。



（二）以金融形式为主导的土地流转模式

1988年，我国成立了第一家农地金融改革试点机构——贵州省湄潭县土地金融公司，标志着我国农村土地流转金融制度建设的开始。自此，我国探索农村土地金融建设的步伐从未停止，各种借助金融制度实现土地流转的模式不断涌现。

1. 土地承包经营权抵押

土地承包经营权抵押是指土地使用者（原承包方）在通过农村土地承包方式取得的土地承包经营权有效存在的前提下，不转移对土地的占有权，而将自己拥有的物权性质的土地承包经营权作为债权担保，发挥土地融资作用，取得银行贷款（主要是农业经营贷款）的土地流转形式（见图7）。

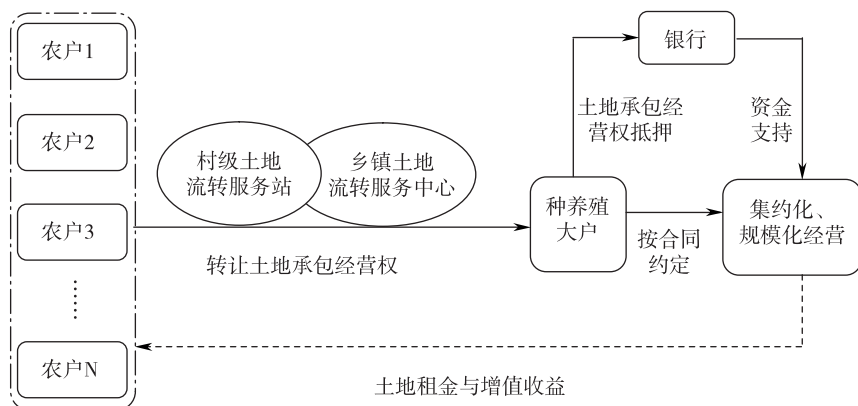


图7 农村土地承包经营权抵押流转模式

2. 土地信用合作社

农村土地信用合作社是指在坚持土地承包政策、土地用途和农民承包经营权不变的前提下，农民自愿把自己的耕地存入合作社，由合作社向存地农民支付“存地费”。然后合作社再把集中起来的耕地“贷”给需要耕种者，并收取一定的“贷地费”（见图8）。每户存地农民都有一份存地证，存地证的内容和格式由县农牧局经管站指导设计。经土地信用合作社理事会同意并出具许可证明后，存地人可用存地证为本人或他人担保、抵押。

3. 土地银行

农村土地银行是指以促进农村土地承包经营权流转、优化土地资源配置为目的，开展以农地为标的物的土地存贷和土地抵押贷款业务，既为农村土地流转提供规范服

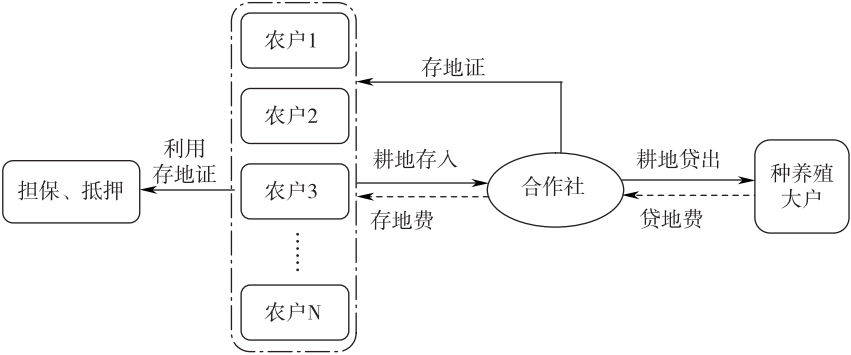


图8 农村土地信用合作社流转模式

务，又为农地经营提供资金融通服务，将农地流转与农业的规模化、集约化经营有机结合的综合性服务机构。

土地银行的运作模式是参照金融机构商业银行的运作模式：农户在自愿的基础上，将自己零散、小块、界线明晰的土地承包经营权“存”入土地银行，土地银行按照一定的价格给付农民租金（土地存款利息）；土地银行再将土地整理划块后“贷”给其他土地需求者（如农业企业、种养殖大户等），土地需求者向土地银行支付土地的储存价值、整理开发价值以及两者之和的同期贷款利息，种植农户或企业按照规划和土地银行的要求进行种植；土地银行赚取差额利息用于自身发展和建立风险资金等，该土地流转模式如图9所示。它既保证了土地的适当集中和规模化经营，实现土地开发的效益最大化，又从根本上保护了农民利益。

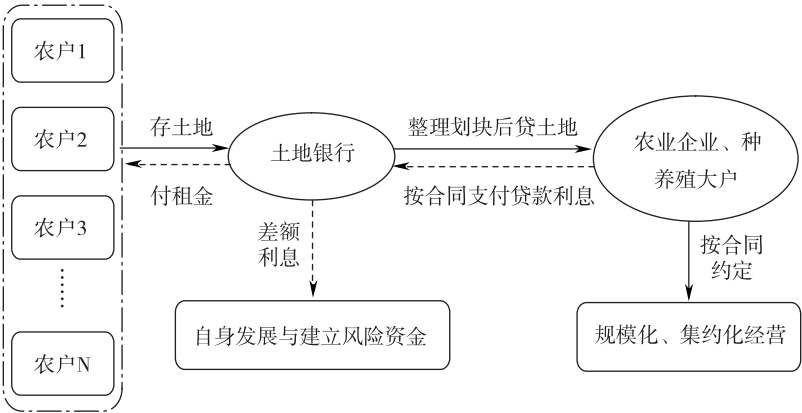


图9 农村土地银行流转模式



4. 土地信托

农村土地信托是指作为委托人的农地承包经营权人，在坚持农村土地集体所有权不变、承包权长期稳定的前提下，将土地的经营权（使用权）委托给土地信托服务组织（受托人），在一定期限内由受托人以自己的名义管理、使用该土地或者处分土地的使用权，并将因此而获得的收益归属于土地信托契约所指定的收益人（通常就是委托人）或者用于特定目的的一种土地流转行为。^① 该土地流转模式如图 10 所示。

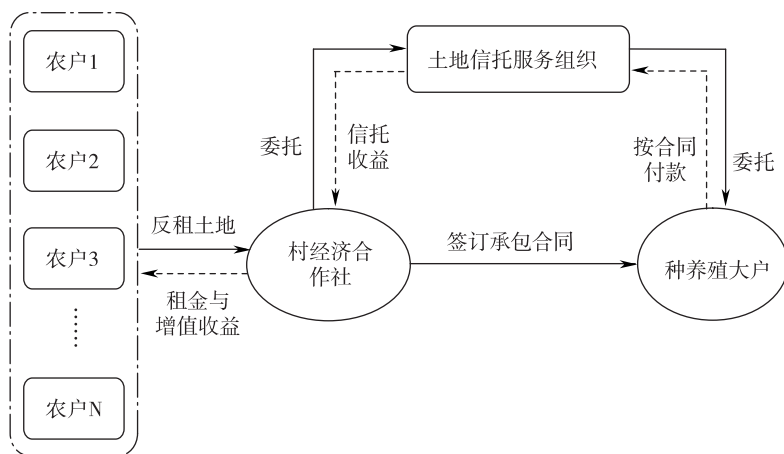


图 10 农村土地信托流转模式

三、农村土地流转综合体系评价与意愿分析

（一）土地流转综合体系指标构建

本研究选择了与土地流转状况紧密相关的 9 项综合性一级指标，即土地资源禀赋、农民知识占有量、农村市场发达程度、金融服务、财政支持、农业组织化水平、农业技术、基础设施、社会保障，每个一级指标均运用若干可量化的三级指标进行度量，在对三级指标进行分类后便构成了相应的二级指标，这些一、二、三级指标维度与要素共同构成了农村土地流转系统。其中，每个一级指标包含 2~4 个二级指标，每个二级指标包含 2~6 个三级指标，总计 27 个二级指标，92 个三级指标。具体如表 1 所示。

^① 刘莉君：《农村土地流转模式的绩效比较研究》，中南大学博士学位论文，2010。



表 1

农村土地流转综合系统指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	度量单位	一级指标	二级指标	三级指标	度量单位
土地流转	流转方式	租出、包出、转出过耕地的户比重	%	农业组织化水平	机构单位	农业生产经营单位中企业数比重	%
		租入、包入、转入过耕地的户比重	%			农业生产经营单位中事业数比重	%
	流转面积	实际经营耕地中租入、包入、转入的耕地面积比重	%			农业生产经营单位中机关数比重	%
		实际经营耕地中承包地、自留地、开荒地的面积比重	%			农业生产经营单位中社会团体数比重	%
					产业单位	多产业法人单位比重	%
土地资源禀赋	耕地种类	水田面积比重	%			单产业法人单位比重	%
		水浇地面积比重	%			未注册单位比重	%
		旱地面积比重	%		专业组织	有农业专业合作经济组织的乡镇比重	%
	区位特征	按到最近的车站、码头距离分 5 公里以下的村比重	%			有实体型农业专业合作经济组织的乡镇比重	%
		按到最近的车站、码头距离分 6 ~ 10 公里的村比重	%	农技推广规模	农技推广机构数	平均每个乡镇的农技推广服务机构数	%
		按到最近的车站、码头距离分 10 公里以上的村比重	%			平均每个乡镇的农技推广服务机构从业人员数	%
	地貌状况	0 ~ 15 度耕地面积比重	%			农技推广服务机构从业人员数	%
		15 ~ 25 度耕地面积比重	%	农业技术	农技知识普及	2006 年本村举办过农技讲座的村数比重	%
		25 度以上耕地面积比重	%			2006 年本村通过“公司 + 农户”方式生产、销售农产品的村比重	%
农民知识占有量	文化程度	小学以下常住劳动力比重	%			年末参加“公司 + 农户”的农户比重	%
		初中常住劳动力比重	%		农技实践应用	机耕面积占耕地面积比重	%
		高中常住劳动力比重	%			机电灌溉面积占耕地面积比重	%
		大专及以上学历常住劳动力比重	%			喷灌面积占耕地面积比重	%
	技术人员	初级农业技术人员比重	%			滴灌渗灌面积占耕地面积比重	%
		中级农业技术人员比重	%			机播面积占播种面积比重	%
		高级农业技术人员比重	%			机收面积占播种面积比重	%
农村市场发展程度	市场数量	有综合市场的乡镇比重	%	基础设施	道路交通	通公路的村比重	%
		有专业市场的乡镇比重	%			通公路的自然村比重	%
		有农产品专业市场的乡镇比重	%			村内主要道路有路灯的村比重	%
		有粮食专业市场的乡镇比重	%		农用机械	平均每个乡镇拥有的大中型拖拉机数	台/乡镇
						平均每个乡镇拥有的大中型拖拉机配套农具数	台/乡镇
	市场规模	年交易额超过 1000 万元的综合市场个数	个			平均每个乡镇拥有的小型拖拉机数	台/乡镇
		年交易额超过 1000 万元的专业市场个数	个				
		年交易额超过 1000 万元的农产品专业市场个数	个				
		年交易额超过 1000 万元的粮食专业市场个数	个				



续表

一级指标	二级指标	三级指标	度量单位	一级指标	二级指标	三级指标	度量单位
农村市场发达程度	销售渠道	合作组织统一销售农业生产经营户比例	%	基础设施	农用机械	平均每个乡镇拥有的小型拖拉机配套农具数	台/乡镇
		商贩上门收购农业生产经营户比例	%			平均每个乡镇拥有的联合收割机数	台/乡镇
		销售给企业农业生产经营户比例	%		水利设施	正常年景下用水有保障的村比重	%
		销售给市场农业生产经营户比例	%			有机电井的村比重	%
金融	农户借贷	银行、信用社贷款户比重	%	社会保障	人口抚养	有能够使用的灌溉用水塘和水库的村比重	%
		其他渠道借款户比重	%			有排灌站的村比重	%
		农村常住户银行、信用社平均贷款额	元/户			总抚养比	%
		农村常住户平均其他渠道借款额	元/户		基础教育	少儿抚养比	%
	企业财务	农业法人单位平均年末固定资产原值	万元/单位			老年人抚养比	%
		农业法人单位全固定资产投资平均完成额	万元/单位		医疗服务	7~12岁适龄儿童入学率	%
		农业法人单位平均年末贷款余额	万元/单位			13~15岁适龄儿童入学率	%
		农业法人单位平均全年经营收入	万元/单位			农村常住户参加农村社会养老保险的比重	%
		农业法人单位平均全年营业税金	万元/单位			农村常住户参加农村新型合作医疗的比重	%
						农村常住户参加城镇基本养老保险的比重	%
财政支持	乡镇资金	财政收支差额	万元			农村常住户得到过集体养老金的比重	%
		资产负债比	无	住房状况		拥有住宅面积合计	平方米
	外来资金	来源于国家的村比重	%			户均拥有住宅面积	平方米/户
		来源于集体的村比重	%			住宅估价10万元以上的常住户数比重	%
		来源于其他的村比重	%				
		无资金的村比重	%				

(二) 土地流转综合体系指标测量方法

由于测量体系包含的各项三级指标的计量单位不统一，为了保证指标指数具有可比性与可加性，我们将首先对这些指标进行无量纲处理。具体处理方法如下：

$$R_{kij} = 100 \times \Phi \left(\frac{x_{kij} - \bar{x}_{kij}}{S_{kij}} \right) (k = 1, 2, \dots, 9; i = 1, 2, \dots, m_k; j = 1, 2, \dots, n_{ki})$$

其中， k, i, j 分别表示一级、二级、三级指标， m_k 表示第 k 个一级指标所包含的二级指标的个数， n_{ki} 表示第 k 个一级指标的第 i 个二级指标所包含的三级指标的个数。 x_{kij} 表



示第 k 个一级指标的第 i 个二级指标的第 j 个三级指标的得分, $\bar{x}_{kij}$ 表示 x_{kij} 的均值, S_{kij} 表示 x_{kij} 的标准差, $\Phi(\cdot)$ 表示标准正态分布函数, R_{kij} 表示 x_{kij} 经过无量纲处理后的指标得分指数。

在通过三级指标逆向倒推计算各二级指标和一级指标得分指数时, 各指标的权重大小将直接影响综合评估的结果。由于我们强调不同要素对农村土地流转的均衡支撑作用, 所以这里将采用等权重法计算。二级指标与一级指标的计算方法如下:

$$F_{ki} = \frac{1}{n_{ki}} \sum_{j=1}^{n_{ki}} R_{kij} (k = 1, 2, \dots, 9; i = 1, 2, \dots, m_k)$$
$$E_k = \frac{1}{m_k} \sum_{i=1}^{m_k} F_{ki} (k = 1, 2, \dots, 9)$$

其中, F_{ki} 表示第 k 个一级指标的第 i 个二级指标的得分指数, E_k 表示第 k 个一级指标的得分指数。

(三) 土地流转综合体系评价结果

根据前一节提出的指标测度方式, 借助第二次全国农业普查数据, 首先分别计算全国各省(自治区、直辖市)关于 92 个三级指标的得分, 然后逐级推算出其二级指标与一级指标的指数化得分, 各级指标的大小可用于描述评估我国农村土地流转状况。表 2 显示了全国 31 个省(自治区、直辖市)关于 10 个一级指标的最终指数得分。

表 2 全国 31 个省(自治区、直辖市)土地流转相关指标评价结果

	土地 流转	土地资源 禀赋	农民 知识 占有量	农村市场 发达程度	金融 服务	财政 支持	农业组织 化水平	农业 技术	社会 保障	基础 设施
北京	54.12	41.75	62.06	33.15	30.41	47.19	64.30	50.93	53.87	56.66
天津	46.75	42.96	57.21	29.77	46.22	47.72	45.40	37.04	47.92	67.04
河北	34.08	44.60	53.74	55.51	43.77	47.47	36.32	47.90	48.50	62.40
山西	40.18	50.55	51.45	47.09	43.51	42.24	40.39	28.12	43.92	38.80
内蒙古	54.10	48.28	52.98	39.03	71.02	46.11	50.80	59.71	32.43	44.83
辽宁	45.08	43.44	48.22	40.26	43.27	50.97	48.83	49.28	43.28	52.78
吉林	54.46	45.15	45.90	43.39	50.97	50.22	59.78	55.78	26.03	65.00
黑龙江	61.34	45.07	48.38	31.29	70.43	54.29	50.48	52.25	24.89	64.93
上海	56.57	42.82	59.46	52.58	31.85	53.36	53.46	51.71	60.95	55.21
江苏	39.48	42.73	51.53	82.68	26.85	61.34	63.61	71.81	73.94	68.55
浙江	65.38	45.02	50.56	61.82	30.21	48.58	56.36	49.25	73.85	56.24
安徽	46.41	45.18	48.51	67.73	32.90	58.82	58.73	55.99	56.24	65.04



续表

	土地 流转	土地资源 禀赋	农民 知识 占有量	农村市场 发达程度	金融 服务	财政 支持	农业组织 化水平	农业 技术	社会 保障	基础 设施
福建	68.39	49.25	46.45	40.92	40.65	48.84	41.41	42.31	52.95	48.19
江西	57.27	50.28	45.61	51.91	32.41	60.94	43.90	32.85	54.11	47.65
山东	33.46	43.61	49.50	67.83	26.74	36.57	54.15	58.07	59.07	80.15
河南	33.23	45.08	54.15	79.30	40.48	42.21	44.65	64.18	61.10	62.26
湖北	46.75	52.48	50.25	63.31	40.12	47.37	49.57	43.89	52.30	55.36
湖南	56.47	48.09	51.79	48.90	33.26	50.99	49.07	33.03	59.95	45.66
广东	52.33	47.32	54.02	54.85	33.26	51.70	39.36	29.32	61.60	50.06
广西	49.98	51.97	45.25	43.22	35.70	45.80	41.76	56.25	52.69	38.01
海南	40.40	49.25	44.31	37.47	50.65	48.15	35.11	29.03	48.50	44.04
重庆	63.09	56.59	39.88	38.89	27.38	59.96	58.35	54.54	58.94	44.68
四川	57.61	54.18	41.26	50.34	37.00	58.79	44.74	47.02	54.78	41.13
贵州	49.96	58.68	38.73	36.49	37.38	37.18	38.28	42.09	49.97	26.21
云南	48.13	59.10	43.02	47.73	55.94	44.38	47.14	68.56	43.61	37.73
西藏	33.80	45.48	36.78	26.87	73.97	30.84	38.46	14.29	38.00	16.64
陕西	35.03	55.82	56.09	34.94	55.91	41.61	41.76	36.55	43.55	27.49
甘肃	33.60	55.77	47.88	42.10	58.92	39.57	47.41	51.93	41.03	23.38
青海	36.16	52.25	45.21	24.03	83.03	31.77	33.83	29.63	29.58	25.34
宁夏	44.93	49.36	47.23	37.06	59.90	55.97	64.97	56.14	42.96	41.38
新疆	56.31	46.69	49.33	36.10	71.19	38.83	34.84	71.31	42.41	43.98
均值	48.22	48.67	48.93	46.66	45.65	47.73	47.65	47.44	49.45	48.28

接下来，先从整体上比较农村土地流转综合体系中十大模块的平均指数化得分，以明确影响农村土地流转的关键因素和目前存在的短板，再针对 31 个省（自治区、直辖市），对土地流转、农民知识占有量、农村市场发达程度、金融服务与社会保障五大模块做进一步的深入讨论与比较，以弄清各省（自治区、直辖市）在不同维度的表现，为其制定科学、有效的农村土地流转政策提供一些依据。

图 11 显示，从全国的角度来看，在农村土地流转综合体系中，社会保障、农民知识占有量、土地资源禀赋得分最高。这表明除了土地的天然区位、自然属性等不可改变的因素外，农村家庭的抚养压力、教育程度、医疗和住房等是土地流转的主要驱动因素。金融服务与农村市场发达程度得分最低，它们是制约农村土地流转的短板，

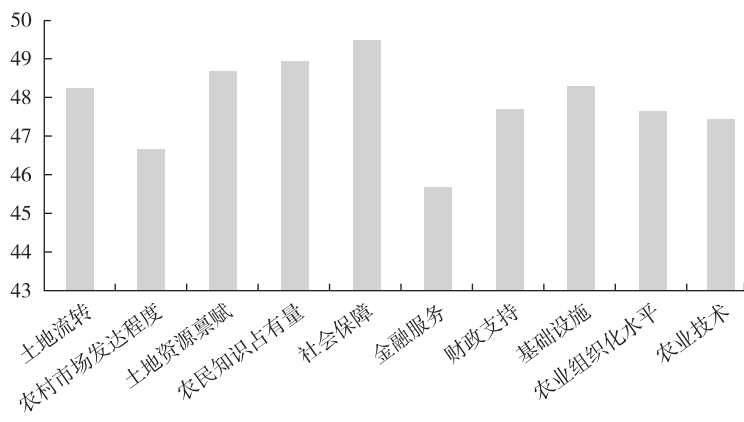


图 11 农村土地流转综合体系一级指标评价结果

也是造成我国城乡发展水平差距较大的重要原因。由于农村市场发达程度不够，农民生产的农产品需要经过多道中介环节才能到达消费者手中，利润被层层瓜分，农民创造的增值价值并没有大量留在农民手中。而金融服务的匮乏，导致土地无法获得更多资本的注入，土地收入进一步受限，进而导致农村土地价格被严重低估，缺乏流动性。如何最大限度地发展农村交易市场和引来资金投入是破解农村土地流转瓶颈与实现当前新型城镇化战略的重要出发点。

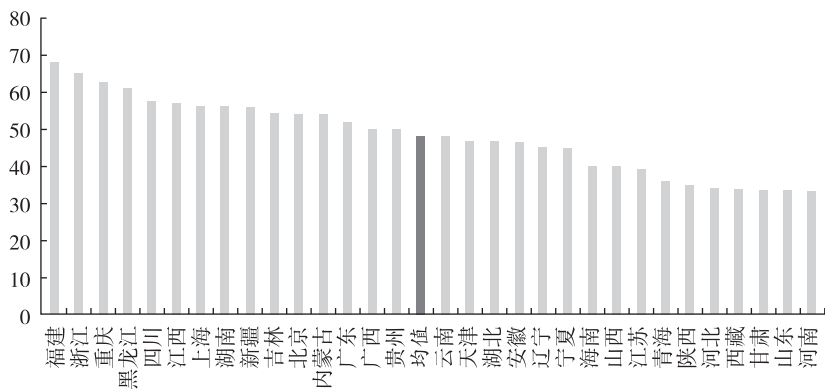


图 12 全国 31 个省（自治区、直辖市）土地流转指标评价结果

图 12 显示，在农村土地流转方面，福建、浙江、重庆、黑龙江、四川、江西的流转程度比较高，指数化得分均超过 55 分。其中，福建和浙江的工商业、小商品制造业以及食品加工业比较发达，吸引了较多的农村劳动力向第二、第三产业转移并且现代农业主体的发展较好，它们共同促进了土地流转的供给与需求。重庆、四川和江西则是劳务输出大省，每年有大量的农村流动人口涌向北上广深，土地的闲置和外出



打工农户逐渐培养出的经济意识在一定程度上促成了这些地区的土地流转的加快。而青海、陕西、河北、西藏、甘肃、山东、河南的指数化得分均低于 40 分，其土地流转程度偏低主要是源于这些省（自治区）多为农业大省，农业生产仍以传统的分散经营为主。

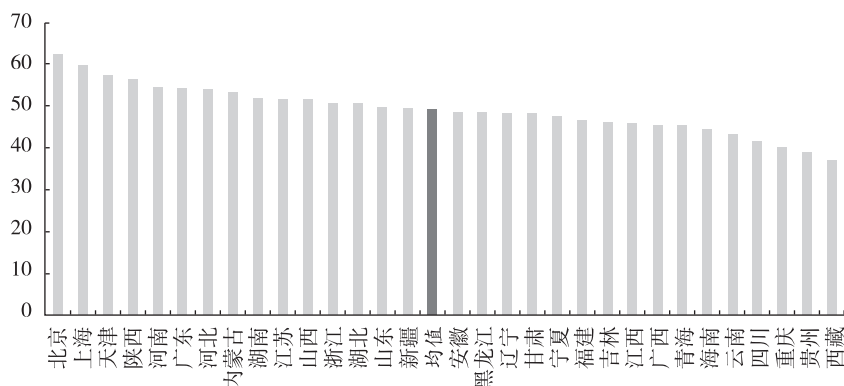


图 13 全国 31 个省（自治区、直辖市）农民知识占有量指标评价结果

图 13 显示，在农民知识占有量方面，北京、上海、天津的指数化得分最高。主要是这些地区经济发达，城镇化水平高，农村土地集约化、规模化经营程度高，农民普遍具有较高的文化水平，农业科技被广泛应用，技术人员数量也相对较多。而四川、重庆、贵州、西藏的指数化得分最低，这可能是因为这些西部地区农业技术相对落后，家庭小农经济模式占主导地位，农业兼业户比例较低，因而农民的知识占有量也较少。

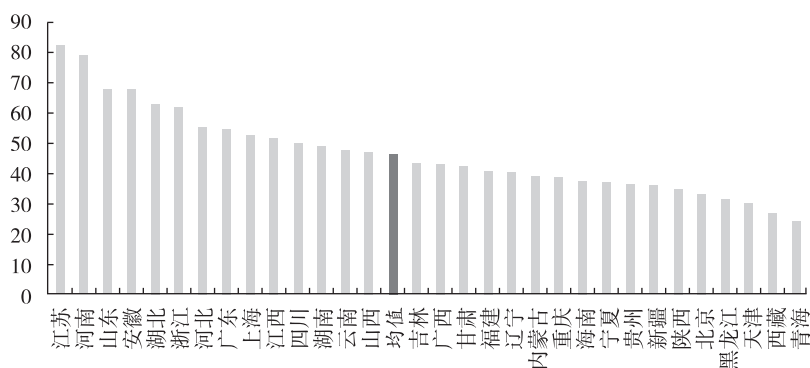


图 14 全国 31 个省（自治区、直辖市）农村市场发达程度指标评价结果

图 14 显示，在农村市场发达程度方面，指数化得分最高的是江苏、河南、山东、安徽，这是因为这些地区均是农业大省，农产品交易频繁，农村市场规模庞大，销售



渠道多样化，为发达农村市场的建立创造了有利条件。西藏、青海等地区由于地理条件较差，农业规模较小，农村市场的发展面貌远远落后于其他地区，其指数化得分自然较低。北京和天津作为经济比较发达地区，其指数化得分低的主要原因是这些地方农业土地面积较少，城市生活所需的大量农产品由外省供应，于是当地农产品所需的交易市场和销售渠道一般会远远低于那些农业大省。

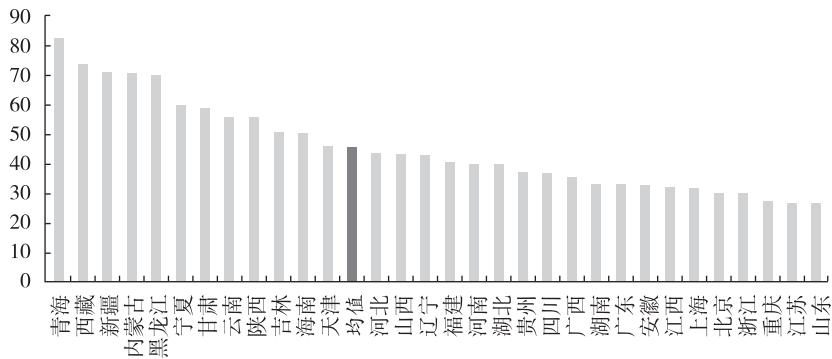


图 15 全国 31 个省（自治区、直辖市）金融服务指标评价结果

图 15 显示，在金融服务方面，指数化得分最高的是青海、西藏、新疆、内蒙古。其中，青海、西藏、新疆作为西部地区，受地理位置与历史因素的影响，农业发展滞后，近几年在国家西部大开发的战略指导下，农业发展被提上日程，但地方财政有限，农业产业化、规模化发展所需资金的供给能力不足，农户和企业借贷资金迅速增大，所以其金融服务需求迫切，指数化得分比较高。相反，上海、北京、浙江、重庆、江苏、山东的指数化得分较低，这是因为这些地区经济比较发达，农村金融发展迅速，乡镇财政状况良好，为当地农村经济的发展提供了有力的支持，金融服务需求的迫切性降低。土地流通过程必将牵涉到资金的注入，相对发达的财政金融服务能够有效地降低土地流转的资金成本。

图 16 显示，在社会保障方面，指数化得分最高的是江苏、浙江、广东。这些地方属于东南沿海经济发达地区，其基础教育，医疗服务、住房状况等社会保障指标均处于全国领先地位，因而其指数化得分较高。指数化得分最低的是西藏、内蒙古、青海、吉林、黑龙江。其中，西藏、内蒙古、青海等地区因为地处偏远，且地理环境较差，地方财政收入有限，社会保障能力受限。而黑龙江与吉林则因农村老龄化程度较高，人口经济负担较重，农户对土地的依赖程度大，土地流转需要承担更多的社会功能。

（四）土地流转意愿影响因素分析

现实中，农民是否愿意流转土地是一个复杂的决策过程，它会受到农民知识占有

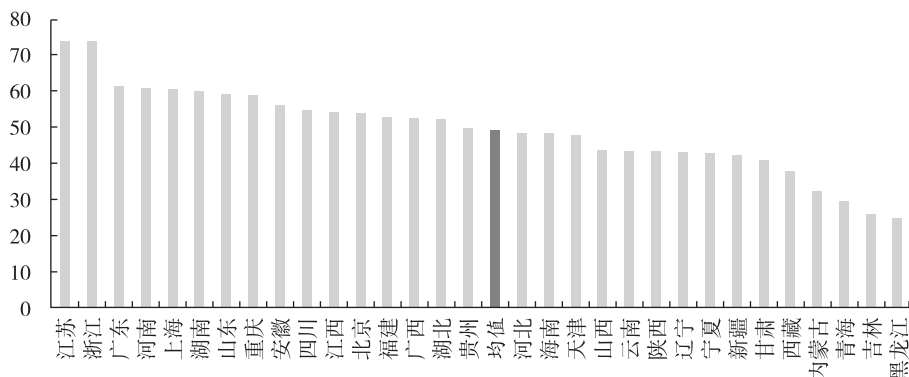


图 16 全国 31 个省（自治区、直辖市）社会保障指标评价结果

量、农村市场发达水平、金融服务等多种因素的影响。为了进一步探索农民土地流转意愿与这些不可观测的潜在因素之间的关系，本研究将基于第二次全国农业普查数据，通过建立结构方程模型，分析围绕农村土地流转意愿所构建系统（见图 17）内部各因素的关联机制。根据已有文献的研究结论，我们提出以下假说，如表 3 所示，以待实证进行检验。

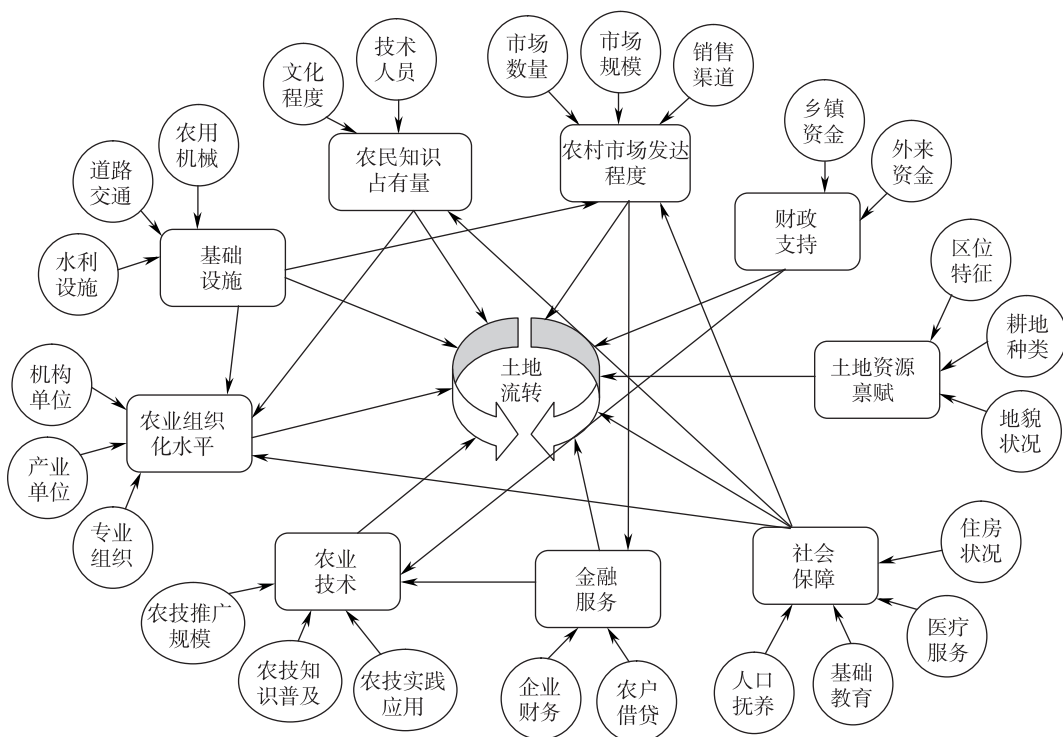


图 17 土地流转综合系统相关指标网络结构

表 3 农民土地流转意愿各因素关联机制假说

序号	假说
1	土地资源禀赋越良好的地区，越有利于促进土地流转
2	农民知识占有量越高的地区，越有利于促进土地流转
3	农村市场发达程度越高的地区，越有利于促进土地流转
4	金融服务越完备的地区，越有利于促进土地流转
5	农业组织化水平越高的地区，越有利于促进土地流转
6	农业技术越发达的地区，越有利于促进土地流转
7	基础设施越完善的地区，越有利于促进土地流转
8	社会保障越充分的地区，越有利于促进土地流转
9	财政支持力度越大的地区，越有利于促进土地流转
10	农民知识占有量越高的地区，越有利于促进农业组织化水平发展
11	社会保障越充分的地区，越有利于提高农村市场发达程度
12	社会保障越充分的地区，越有利于促进农业组织化水平发展
13	社会保障越充分的地区，越有利于提高农民知识占有量
14	金融服务越完备的地区，越有利于提升农业技术
15	财政支持力度越大的地区，越有利于提升农业技术
16	农村市场发达程度越高的地区，越有利于改进金融服务
17	基础设施越完善的地区，越有利于提高农村市场发达程度
18	基础设施越完善的地区，越有利于促进农业组织化水平发展

利用结构方程模型专业统计软件 AMOS20.0 运行数据后得到的结果如表 4 所示。

表 4 农民土地流转意愿各因素关联机制检验结果

假说	潜变量	路径	潜变量	估计值	标准差	P 值	标准化系数
1	土地资源禀赋	→	土地流转	0.120	0.248	*	0.179
2	农民知识占有量	→	土地流转	-1.450	0.137	***	-0.357
3	农村市场发达程度	→	土地流转	0.242	0.007	*	0.898
4	金融服务	→	土地流转	0.435	0.195	***	0.046
5	财政支持力度	→	土地流转	0.162	0.145	—	0.006
6	农业组织化水平	→	土地流转	1.001	0.061	***	0.928
7	农业技术	→	土地流转	0.392	0.025	**	0.301
8	基础设施	→	土地流转	-0.009	0.041	—	-0.005
9	社会保障	→	土地流转	0.306	0.135	*	0.193
10	农民知识占有量	→	农业组织化水平	-0.624	0.22	***	-0.491
11	社会保障	→	农村市场发达程度	0.808	0.164	***	0.320
12	社会保障	→	农业组织化水平	0.818	0.069	***	0.072
13	社会保障	→	农民知识占有量	0.118	0.017	**	0.657
14	金融服务	→	农业技术	0.072	0.187	***	0.972
15	财政支持力度	→	农业技术	0.045	0.234	—	0.742
16	农村市场发达程度	→	金融服务	0.412	0.026	***	0.599
17	基础设施	→	农村市场发达程度	0.819	0.012	***	0.849
18	基础设施	→	农业组织化水平	0.797	0.182	***	0.549



从表4可以看出,关于各相关因素对土地流转的直接影响方面,基础设施与财政支持力度对土地流转没有显著的影响($P > 0.1$),即假说5与假说8是不成立的。土地资源禀赋、农村市场发达程度、社会保障对土地流转均具有一定的正向促进作用,路径系数分别为0.120、0.242、0.306($P < 0.1$),虽然这种正向作用的效果不是非常显著,但在一定程度上证明假说1、假说3与假说9成立。农民知识占有量对土地流转的作用是负向的,路径系数为-1.450($P < 0.01$),这种较强的负向效果,在一定程度上证明假说2是不成立的,这主要在于常住劳动力平均知识占有量^①越高,其越愿意自己经营土地。金融服务、农业组织机构与农业技术对土地流转的作用显著,路径系数分别为0.435、1.001、0.392($P < 0.05$),在一定程度上证明假说4、假说6与假说7是不成立的。

从各要素之间的关系来看其对土地流转的间接影响,基础设施状况对农村市场发达程度与农业组织化水平的发展均具有显著的正向促进作用,路径系数分别为0.819与0.797($P < 0.01$),这在很大程度上证明了假说17与假说18是成立的。社会保障能力的强弱对农村市场的发达程度、农业组织化水平的发展、农民知识占有量均具有显著的正向促进作用,路径系数分别为0.808、0.818、0.118($P < 0.05$),这在很大程度上证明了假说11、假说12与假说13是成立的。农民知识占有量的多少对农业组织化水平的发展具有显著的负向效应,路径系数为-0.624($P < 0.01$),这在一定程度上证明了假说15是不成立的。金融服务的完备对农业技术的发展具有显著的正向促进作用,路径系数为0.072($P < 0.01$),这在很大程度上证明假说14是成立的。但是财政支持力度的高低对农业技术的发展没有显著促进作用。农村市场发达程度对金融服务的需求具有显著的正向促进作用,路径系数为0.412($P < 0.01$),这在很大程度上证明假说16是成立的。

从实证结果的总体来看,主要分为四类:(1)假说成立、影响强度较大的变量关系,比如假说4、假说6、假说7、假说11、假说12、假说13、假说14、假说16、假说17、假说18。(2)假说虽成立,但影响强度较小的变量关系,比如假说1、假说3、假说9。(3)假说不一定成立的变量关系,比如假说5、假说8、假说15。(4)与假说相反,存在反向的作用关系,如假说2、假说10。

^① 本研究数据样本考察的是所有农村“常住人口平均知识占有量”,众所周知,我国农村人口“空巢化”现象严重,很多年富力强的具有一定知识水平的劳动力离开农村进入城市,而没有进入这个评价体系。但是在进行土地流转等重大决策时,这部分劳动力人口却会发挥重要的作用。



由此可见，农村土地流转相关要素关联机制很多与理论假说不一致，存在不稳定和不确定性特征，即使存在明显关联关系，影响强度要么较小，关联不密切，要么与预期相反。这表明，农村土地流转更多是社会层面的问题，如果仅靠经济手段往往达不到预期效果。

四、土地流转与信托化的契合点

（一）土地流转信托的本质^①

土地信托化基于委托代理和信托代理，践行“二次代理”机制，保障农民合法权益，实现土地市场化经营^②。在“二次代理”中，前提是所有者作为委托人有充分的动机去监督资本的使用，是存在着一个完整的、有动机的委托人。如果不存在这样的一个委托人，后面的整个委托—代理关系，从一开始就很难理顺了，这也是信托公司的作用所在。

1. “一次代理”：委托代理

“一次代理”是“村集体”中的成员依据自己意愿，将土地的使用权委托给“村委会”或是和政府相关的一个公共机构。“村集体”中的成员作为农村土地的共同所有者，其中暗含的产权关系是村集体中的每一个合法农村人口，都对共同所有的土地，拥有一份平等的，无差异的权利；而这种权利，因其平等、无差异，每个人都不应有什么特权，因此必须将其赋予或“外化”到一个统一的，有别于每个具体个人的公共权力机构，使后者成为使用权代表（代理），无差别地行使社会赋予所形成的，“二次代理”中的第一层代理的基本逻辑就是如此，其合法性只能建立在这样一种逻辑基础之上。

2. “二次代理”：信托代理

“二次代理”是“村委会”或是和政府相关的一个公共机构将整理好的土地信托给信托公司，信托公司与村委会之间的委托代理关系的实质就是“土地使用权”的所有者和信托公司之间的关系。这可以较好地实现农民作为土地使用权的所有者有效的监督代理人（信托公司），信托公司运用市场化运作高效的经营资产，避免农民直接面对市场，弥补农民社会知识占有量的不足，实现农村土地市场化经营，保障农村

^① 蒲坚等：《解放土地》，北京，中信出版社，2013。

^② 周萍：《以信托为手段践行农村土地流转》，载《特区经济》，2014（1）。



土地的增值，避免农民因知识不足而造成的对市场的误判。信托公司依托其成熟的经营方式，农民可以获得充分信息，保障其利益不被侵害。在利益分配中，信托公司直接将土地的固定收益和增值收益分配给农民本人，不经过“村委会”或是和政府相关的一个公共机构，保障农民收益分配的及时和有效。

（二）土地流转信托的内涵^①

1. 明晰产权主体，是一种新型的生产关系

国家从法律上明确集体土地所有权主体代表，界定土地所有权的归属，规定集体土地产权的各项权能。在此基础上，具体界定农民对集体土地享受的诸项权益，永久承认和保护其合法的土地信托资本，这有利于打破过去封闭、凝固的社区集体土地产权关系，建立起适应社会主义市场经济要求的、明晰的集体土地所有产权结构。

2. 不以占有实物土地为基本特征，实现土地资源向资本的转化

依照“土地信托化”，农民作为受益人拥有的是可携带的信托资本，参与土地收益分配，得到法律上的认可和保护。信托资本实现了农民的自由迁徙，其转让也不影响信托机构对实物土地经营权的行使，这使得农民对实物土地占有的观念将逐步淡化，比较容易放弃承包土地，而将劳动力、资金等生产要素转入非农产业，更好地促进集体对土地的统一规划和统一开发利用。

3. 完善土地经营方式，合理利用土地

实行“土地信托化”，并没有改变以家庭承包为主的多种经营形式，只会促进经营形式的多样化发展。例如，农民仍可以以家庭为基本单位在信托机构承包或租赁的土地经营，或者若干农户联合租赁若干具有信托资本功能的土地实行适度规模经营，这样就能进一步优化经营权主体的市场化选择，让那些经营有方的人优先获得土地经营权，从而确保土地这个农业中最基本的生产要素经常地、自觉地与那些经营水平较高的人结合在一起，最大限度地发挥土地的效用。

（三）土地流转信托的优势^②

1. 在不改变土地所有权基础上，充当土地资产看护人，防止新地主的产生

“土地信托化”依托信托的三权分离，不改变所有权属性，充当“土地看护人”，

^① 蒲坚等：《解放土地》，北京，中信出版社，2013。

^② 同注^①。



并依托土地经营权进行土地流通，实现土地的规模化和集约化发展，合理开发和利用土地实现土地资源的优化配置。“土地信托化”通过农村产权的流转，不愿耕作的农民就可以把土地经营权委托给信托机构，信托机构依据土地性质合理开发和利用土地，集中分散土地，解决土地细碎化发展问题，实现农业规模化、产业化经营。通过“土地信托化”制度创新，将分散的农地组织起来，引向市场，以提高我国农业的社会化分工水平和农地进入市场的组织化程度，把农业产前、产中和产后诸环节联结起来，延长农业产业链条，创造出更多的价值和使用价值，更好地满足市场需求，提高农地适应竞争和驾驭市场的能力。

2. 将土地转化为“可携带资产”，解放农民对土地的依附

“土地信托化”实现了土地产权货币化，使农民对土地的实际占有转变为以信托资本的价值形态占有，将土地转变为“可携带的资产”，把农民对土地的依附关系解放出来，释放农民的灵性。同时，依据信托“三权分离”的原则保障农民的合法利益。“土地信托化”把土地使用权主体与土地实物分离，并没有动摇农民的承包权，也没有损害农民的切身利益。“可携带的资产”的转变，实现了农民的自由迁徙，保障了农民可以全身心地投入非农业生产，减少对土地的依赖性，实现农民对土地依附的解放。

3. 有机融合知识、资本和土地，实现土地规模化和集约化发展

“土地信托化”依托信托，重构土地的经济实体。农民作为委托人将其持有的土地经营权，通过代理方式，委托给信托结构，信托结构集合民众的土地将其转化为高效的社会资本，委托人又通过自己所持有的信托产品，依托法律，赋予受益人享有资本收益的权利。信托公司行使经营权，委托人和受益人不参与任何具体经营和管理。委托人通过“用脚投票”的方式来行使自己的权益，保障信托资本的自由流动，实现产权的开放性；受益人分享社会资本投资权益。在信托资本运行过程中，所有权归属没有发生改变，体现了产权与所有权的分离，调动了各种所有制经济的积极性。“土地信托化”一旦形成，可以凭借其特殊的经济地位和规模优势，集成和分享知识、社会关系和资本，实现土地的集约化和规模化发展。

4. 兼顾公平与效率，缓解社会矛盾，实现利益分享普惠化

信托在利益分享过程中，遵循土地改革的公平与效率原则，即公平是一个必须坚持的基本原则，而效率则是制度存在的基础和变革的最终目的，两者必须兼顾，有机地调和公平和效率的矛盾，最终实现共同富裕。“土地信托化”利用价值资产与实体资产的分解，实现了公平与效率的有机结合。在土地信托收益分配中保证农民的受益权，实现



土地的固定收益，体现了公平的原则；而在土地实体资产经营中，实行土地规模经营，提高经济效益，实现土地的增值收益，充分体现效率原则。既能满足农民公平拥有财产的要求，又能实现追求效益最大化的动机，从而使公平嫁接在效率的基础上。

5. 构建激励和约束机制，实现低成本和高效率的有机结合

“土地信托化”是一个复合产权制度，不同产权主体都具有利益最大化的动机。各个产权主体由于利益的驱动，必然相互制约，形成合理的约束机制。农民作为委托人要监督和约束经营者的行为，保障自己权益；而信托机构与租佃农户或其他经济组织则依据合同相互制约，因而形成了严格的约束机制。进而，“土地信托化”具有农民个人所有制的强力激励机制，又拥有国有制土地的配置效率，还保留了集体所有制“统筹协调”的功能，制度运行效率较高。另外，“土地信托化”是一种制度的改良，并不损害原有经济主体的利益。

（四）土地流转信托的意义^①

土地信托化依托“集合分享”机制，实现了知识性和土地的结合，弥补了农民平均知识占有量的不足，推广农业技术，调整农业产业结构，有效转移农村剩余劳动力，提高农民平均知识占有量，增加农民收入，最终实现农业产业化经营。

1. 推广农业技术，实现技术进步

科学技术是实现农业生产现代化和农村经济发展的重要手段，没有科学的支撑和推动，现代农业也就失去了赖以生存的基础和根本。科学技术通过渗透到生产力诸要素中从而推动生产力的发展，土地信托化建立现代组织制度，构建专业化团队，实现了人力资本的积累，促进农业发展，改进生产工具和生产技术，较快地接纳、消化和吸收农业新成果、新技术，从而充分实现新成果、新技术的效益，促进劳动生产率的提高。

2. 调整农业产业结构

任何产业都是以一定的结构存在的，结构对其发展起着十分重要的作用。任何产业都要不断进行结构调整以适应产业发展的要求。我国农业产业结构也需要根据市场需求变化不断地进行调整和优化。土地信托化实现了对农业生产的劳动力、土地、资金等生产要素的重新组合，最终实现农业效益增加和结构优化。土地信托化可以解决农民和市场的矛盾，及时探寻市场需求，实现农业和农村经济结构的有机调整，改变

^① 蒲坚等：《解放土地》，北京，中信出版社，2013。



过去种养殖的单一产业延长产业链，向产业链纵深发展。

3. 实现农村剩余劳动力的合理转移

随着农业资源利用率和劳动生产率的不断提高，粗放经营逐步转向集约经营，农村剩余劳动力大量增加。土地信托化实现了农村剩余劳动力的合理转移，发展乡镇企业，提高农民收入，加速农村城镇化进程。农民依据土地信托化，实现了土地的有效流动，将土地变为“可携带的资产”，一方面保障了收入分配，使得农民有了受教育的基础，另一方面可以释放农村剩余劳动力，实现劳动力向第二、第三产业转移。

4. 提高农民知识占有量，增加农民收入

土地信托化弥补了农民平均知识占有量低下，实现了农民收入的稳定增长，避免农民直接面对市场，同时享受改革开放的成果。同时，农民依据稳定收入，使得自己和下一代拥有了更多受教育的机会，为进一步提高劳动收入提供可能。一般来说，农民社会知识平均占有量水平越高，其收入也就越高，社会知识平均占有量与收入呈正相关关系。从收入结构看，农村第二、第三产业收入占农民家庭经营纯收入的比重不断提高，逐渐成为农民收入的重要来源。素质较高的农民，市场经济意识和市场适应能力较强，择业范围大，来自第二、第三产业的非农收入就多。

5. 实现农业产业化经营

农业产业化是实现传统农业向现代农业转变的重要途径，它在一定程度上解决了“小生产和大市场”的矛盾，但也对农业生产主体提出了更高的素质要求。土地信托化实现了农业市场化、专业化、社会化、集约化发展，实行专业化生产、一体化经营、社会化服务、企业化管理，把产加销、贸工农、经科教紧密地结合起来。土地信托化实现了产品生产者、加工者、销售者，以及技术、信息的服务者的高素质，完善了农业产业化链条。

五、土地流转信托案例分析——安徽宿州农村土地承包经营权信托计划^①

（一）产品设计

1. 客户需求

为进一步规范农村土地信托流转并在农村土地信托流转中加入金融属性，各地迫

^① 蒲坚等：《解放土地》，北京，中信出版社，2013。



切需要引进专业信托公司参与农村土地信托流转借以在创新农村土地承包经营权流转的同时，解决“三农”融资的问题。中信信托为满足上述需求特设立“安徽宿州农村土地承包经营权信托计划”。该信托计划设立 A 类受益权，将农民零散的土地进行集约化经营，信托机制保障土地流通的合法、公平和有序。引入 B 类和 T 类信托受益权向 A 类信托受益权提供流动性支持，更加保障了农民的基本收益；同时结构化设计也使得 A 类信托受益权有可能质押给银行或中信信托等金融机构进行融资或在土地交易所内柜台转让，赋予了土地信托流转的金融属性，为农民参与城镇化进程、提升承担城镇社会保险和住房租购等方面的私人成本的支付能力创造了条件。信托计划存续期内，受托人可根据信托计划项下的土地整理投资需求等决定发行适当规模的 B 类信托单位募集所需资金，以便促进农村土地流通良性运营。条件成熟时，也可与商业银行、专业性农村小微贷款机构合作，向参与土地信托流转的农户提供贷款资金支持，以土地流通信托为平台构建服务“三农”的金融生态链。T 类信托单位在信托计划出现兑付 A 类基本收益、B 类信托单位投资本金或预期收益的流动性资金缺口时由受托人决定发行，募集资金全部用于补充信托计划兑付的流动性资金需求。

2. 信托项目中的主要角色

委托人/委托人代表：本信托计划的 A 类委托人为有权对作为 A 类信托财产的土地承包经营权进行处分的宿州市埇桥区人民政府。埇桥区政府拟与朱仙庄镇政府签署农地承包经营权的委托管理合同，朱仙庄镇政府与下辖的塔桥村村委会和朱庙村村委会签署农地承包经营权的委托管理合同，代理委托流转标的土地 5400 亩农地。涉及该信托计划的农户均已分别与朱庙村村委会和塔桥村村委会签署了《农村土地承包经营权委托转包合同》；信托计划的 B 类委托人和 T 类委托人为在中华人民共和国境内居住的具有完全民事行为能力的自然人或根据中国法律合法成立的法人或者依法成立的其他组织，并具备《信托公司集合资金信托计划管理办法》第六条规定的合格投资者资格。

受托人：中信信托有限责任公司（简称“中信信托”）

受益人：自益性信托，委托人即受益人

服务商：安徽帝元现代农业投资发展有限公司（简称“帝元农业”）

保管人：中国农业发展银行

监管人：中国农业发展银行

承租方：安徽帝元现代农业投资发展有限公司



3. 信托财产运用及退出方案

(1) 信托财产的运用。A类委托人交付的土地承包经营权，由受托人在对该等土地承包经营权进行整合后整体或分开出租给承包方，并视情况进行土地整理和农业设施建设投资（“土地整理”）。受托人可聘请服务商为信托计划提供农地评估、流转等方面的服务，且由服务商对土地承包经营权收入等业绩指标按照《服务商合同》约定的方式作出相应承诺。

信托计划专户内的闲置资金可由受托人决定投资于高流动性、低风险的金融产品。

为改善信托土地的生产条件和提升地租收入，受托人有权决定发行适当规模的B类信托单位募集信托资金用于信托土地的土地整理投资。信托资金参与土地整理投资可自信托土地的地租收入中获得分配土地整理投资本金和土地整理收益，土地整理收益为土地整理投资本金按照投资期间中国人民银行公布的同期银行贷款基准利率上浮不超过100%计算的收益，具体收益率根据信托计划为募集进行土地整理投资所需资金而发行的B类信托单位所需支付的预期收益、固定信托报酬和信托费用之和确定。

(2) 退出方案。信托计划期限届满或终止，受托人返还A类受益人的土地承包经营权；信托计划期限届满或终止，受托人根据信托文件规定的原则依次向B类受益人和T类受益人以现金方式分配信托财产。

信托计划终止时，受托人于信托计划终止日后10个工作日内作出清算报告。受益人在清算报告公布之日起10个工作日内未提出书面异议的，受托人就清算报告所列事项解除责任。

4. 利益分配方案

(1) A类信托单位。在A类信托单位核算期内，信托计划专户所取得的信托收益按以下顺序分配并于A类信托单位核算日后的10个工作日内进行支付：第一，向A类信托单位分配A类基本收益；第二，返还以T类信托资金垫付的A类基本收益；第三，计提截至该核算日应付未付的土地整理投资本金及土地整理收益；第四，以A类信托财产超额收益向A类信托单位分配A类超额收益；第五，余额作为受托人的浮动信托报酬分配给受托人。

(2) B类、T类信托单位。B类、T类信托利益的分配方式由B类、T类信托单位发行时的信托文件规定。受托人于某个信托计划核算日同时分配两类以上信托利益时的分配顺序为A类基本收益、信托费用、固定信托报酬、B类投资本金及预期收



益、T类投资本金及预期收益、A类超额收益、浮动信托报酬。

5. 信托受益权管理说明

(1) A类受益权。第一，信托计划项下的A类委托人以A类信托财产认购信托计划发行的A类受益权，具体条件由受托人与A类委托人就A类信托财产的信托转让签署的本合同、《流转合同》规定。第二，A类信托利益包括在A类信托单位核算期内应享有的A类基本收益、A类超额收益以及在信托计划到期时可从A类信托财产期后收益中分配的部分，信托计划到期时，剩余期限的土地承包经营权由A类受益人享有。第三，A类基本收益是根据本合同和《流转合同》规定应从A类信托单位核算期内信托土地在该A类信托单位核算期内的地租收入中优先向A类信托单位分配的部分，于每个A类信托单位核算期末的A类信托单位核算日对应的分配日分配。A类信托单位核算期内信托土地项下的地租收入不足分配A类基本收益时，受托人可开放发行相应规模的T类信托单位募集资金提供流动性支持，并从未来实现的信托土地项下的地租收入中返还。第四，每个A类信托单位核算期内信托土地项下的地租收入扣除截至该A类信托单位核算期末的A类基本收益、需计提的土地整理投资本金和土地整理收益后余下的部分（如在此前发生因信托土地的地租收入不足分配A类基本收益而以信托计划发行T类信托单位募集资金垫付A类基本收益的情况，则还需扣除尚未清偿的垫付金额）为A类信托财产超额收益。A类信托财产超额收益的70%作为A类超额收益于每个A类信托单位核算期末的A类信托单位核算日对应的分配日向A类信托单位分配，其余部分作为受托人的浮动报酬。第五，信托计划到期时，在信托计划到期日后所获得的A类信托财产期后收益在扣除截至信托计划到期日应付但未付的信托计划专户垫付的A类基本收益及土地整理投资本金、土地整理收益后，余下部分向信托计划的A类信托单位分配。第六，A类信托单位规模、A类基本收益、A类超额收益等条件由《流转合同》规定。

(2) B类受益权。第一，B类信托单位在信托计划需要募集用于土地整理投资的资金时由受托人决定发行，募集资金全部用于土地整理投资。第二，B类委托人以现金认购本信托计划发行的B类信托单位，B类委托人缴付的1元人民币B类信托资金对应1份B类信托单位。B类信托单位的预期收益率、存续期限、预期收益和投资本金的分配方式等条件由其发行时的信托文件规定。

(3) T类受益权。第一，T类信托单位在信托计划出现兑付A类基本收益、B类信托单位投资本金或预期收益的流动性资金缺口时由受托人决定发行，募集资金全部



用于补充信托计划兑付的流动性资金需求。第二，T类委托人以现金认购本信托计划发行的T类信托单位，T类委托人缴付的1元人民币T类信托资金对应1份T类信托单位。T类受益权的存续期限、预期收益率、预期收益和投资本金的分配方式等条件由其发行时的信托文件规定。第三，信托计划专户的资金发生闲置时，受托人可根据信托计划的资金需求情况决定赎回T类受益人持有的全部或部分T类信托单位。

（二）交易结构设计

1. 交易结构（设立阶段）

该土地承包经营权流转信托交易结构如图18所示。

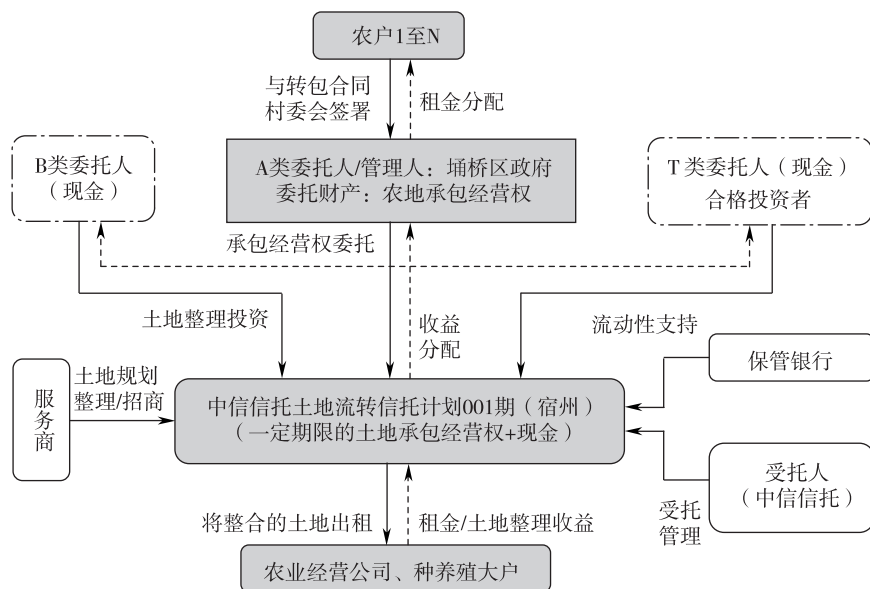


图18 “安徽宿州农村土地承包经营权信托计划”交易结构图

（1）信托结构说明。

①信托计划的类型为结构化集合信托计划。由A类委托人交付的A类信托财产及受托人发行的B类受益权、T类受益权募集的信托资金共同集合构成信托计划的信托财产。

②信托计划存续期内，受托人有权根据信托土地的土地整理投资需求发行B类信托单位募集所需资金。B类信托单位的发行价格为人民币1元，其存续期限、预期收益等条件由其发行时的信托文件规定。

③信托计划存续期内，如信托计划因出现临时资金短缺而无法足额支付A类基本收益、B类预期收益或B类投资本金时，受托人可开放发行相应规模的T类信托单位



募集资金提供流动性支持。T类信托单位的发行价格为人民币1元，其存续期限、预期收益、赎回条件等条件由其发行时的信托文件规定。

④信托资金参与信托土地的土地整理投资，应自信托土地的地租收入中计提土地整理投资本金和土地整理收益，土地整理收益为土地整理投资本金按照投资期间中国人民银行公布的同期银行贷款基准利率上浮不超过100%计算的收益，具体收益率由受托人根据信托计划为募集进行土地整理投资所需资金而发行的B类信托单位所需支付的预期收益、固定信托报酬和信托费用之和确定。

⑤信托计划发行的A类信托单位由安徽省宿州市埇桥区人民政府以其管理的流转期限内的农地承包经营权作为A类信托财产委托给受托人认购，A类信托财产的价值按照其对应的A类基本地租及流转期限用现金流贴现法折算，每份A类信托单位的发行价格为人民币1元。A类信托财产对应的流转期限、A类基本收益、A类超额收益、贴现率等发行条件由A类受益权发行的《流转合同》规定。

⑥在每个A类信托单位核算期内，A类信托财产所产生的地租收入首先用于向A类受益人支付A类基本收益，不足兑付A类基本收益时受托人有权发行相应规模的T类信托单位募集T类信托资金垫付；信托计划取得的该A类信托单位核算期内的地租收入在支付A类基本收益、需计提的土地整理投资本金和土地整理收益（如有）之后剩余的部分为A类信托财产超额收益，如在此前发生因信托土地的地租收入不足分配A类基本收益而以信托计划发行T类信托单位募集资金垫付A类基本收益的情况，上述金额需扣除尚未清偿的垫付金额。

⑦信托计划在以下条件满足时，由受托人宣布本信托计划成立：A类委托人已签署本合同及《流转合同》；A类信托财产已交付受托人（A类信托财产交付日为《流转合同》中约定的A类信托财产的流转起始日与A类委托人完成A类信托财产的农地承包经营权的流转登记备案手续且将相关农地实际交付予受托人占有之日中的较晚之日）。

受托人宣布信托计划成立之日为信托计划成立日。

信托计划存续期内，增加发行的B类受益权和T类受益权在募集资金达到届时发行文件的规定时由受托人宣布完成发行。本信托计划设立时，拟由埇桥区朱仙庄镇下辖朱庙村村委会、塔桥村村委会与全体农户签订《农村土地承包经营权委托转包合同》，朱庙村村委会、塔桥村村委会与朱仙庄镇人民政府签订《委托管理协议》，镇政府与埇桥区政府签订《委托管理协议》；埇桥区人民政府与中信信托签订《中信·



农村土地承包经营权集合信托计划信托合同（A类）》并向埇桥区农村土地流通部门办理信托登记备案，委托人交付的信托财产为位于宿州市埇桥区朱仙庄镇朱庙村、塔桥村5400亩土地承包经营权。

⑧本信托计划为自益信托，信托成立时和后续发行时认购信托单位的委托人与受益人为同一人。

（2）风险控制措施。为保障信托期限内土地流通农户的租金（即A类受益人的基本收益）安全并保证B类、T类受益人资金的安全，将采取以下风险控制具体措施：

第一，预先与项目农地的使用方签署农地租赁合同或达成明确合作意向。本项目已与安徽帝元现代农业投资有限公司达成了整体承租意向。

第二，建立农业经营能力审查制度。由服务商和受托人对土地承租方的经营能力进行审查，审查内容包括土地承租方的营业执照、经营范围、投资能力、个人或企业资质等。

第三，服务商对土地承包经营权收入等业绩指标按照《服务商合同》约定的方式作出相应承诺。服务商承诺确保信托计划项下获得的租金收入能够覆盖全部A类受益人的A类基本收益。如发生信托计划实际获得的租金收入不足以支付届时应付的A类基本收益时，服务商应按中信信托要求向信托计划补足该等资金缺口。

第四，信托计划发行B类受益权募集的资金用于土地整理，T类信托受益权募集的信托资金为支付A类受益人的A类基本收益提供流动性支持。

第五，设置信托计划可提前终止等止损机制。如出现重大不利情况时，信托计划提前终止时，受托人返还委托人的土地承包经营权信托财产，将出租土地的权利和义务移交给委托人，解除受托人责任。

2. 交易结构（运作及退出阶段）

该土地流转信托项目运作与退出流程如图19所示。

（1）信托财产退出路线说明。A类委托人交付的土地承包经营权，由受托人在对该等土地承包经营权进行整合后整体或分开出租予承包方，并视情况进行土地整理和农业设施建设投资（“土地整理”）。受托人可聘请服务商为信托计划提供农地评估、流转等方面的服务，且对土地承包经营权收入等业绩指标按照《服务商合同》约定的方式作出相应承诺。

A类委托人应于签署信托合同的同时签署《流转合同》，并按照《流转合同》的

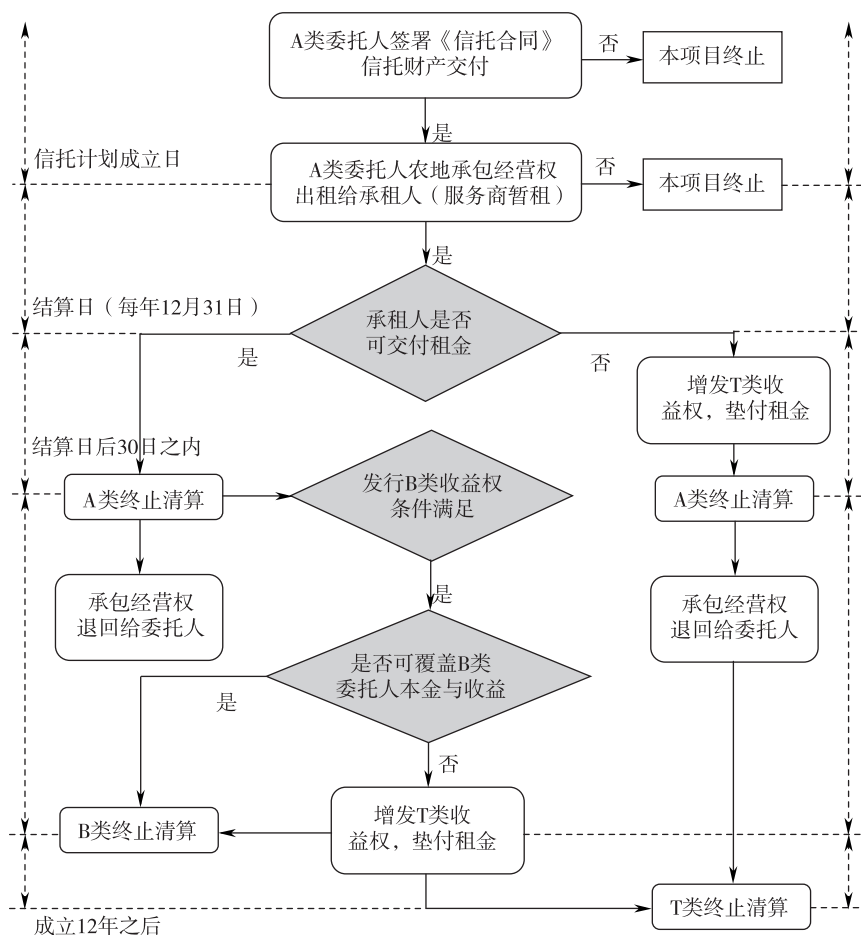


图 19 “安徽宿州农村土地承包经营权信托计划”运作与退出结构图

规定办理完成对应土地承包经营权流转备案登记的全部手续，并将信托土地实际交付受托人。受托人宣布信托成立，否则本信托计划终止；受托人将 A 类信托财产由服务商转租给承租人或由服务商代租，若无合适服务商或承租人，本信托计划终止；如承租人无法交付当年地租或服务商未履行承诺，增发 T 类受益权，用于垫付租金，本信托计划终止。

B 类信托收益权在满足条件时发行，如投资收益能够正常覆盖投资人的本金和预期收益，则根据发行时签署的《B 类信托合同》规定正常终止清算；若投资收益无法覆盖 B 类委托人的预期收益和投资本金，则增发 T 类信托收益权，垫付投资收益和本金，本信托计划终止。

T 类受益权增发后，受托人追缴信托计划的合理投资本金和收益，偿付前期垫付资金后，信托计划终止。



(2) 退出安排条款。如发生以下任一情形, 信托计划将终止: ①信托计划预定期限届满; ②信托计划提前到期; ③信托目的已经实现或无法实现; ④受托人职责终止, 且未能按照本合同的约定产生新受托人; ⑤法律规定和信托文件约定的其他事由。

信托计划不因委托人或受托人的解散、破产或被撤销而终止, 也不因受托人的解任或辞任而终止。

受托人应当于信托计划终止日后 10 个工作日内作出处理信托事务的清算报告, 经保管人确认后向受益人披露, 清算报告无须审计。受益人在处理信托事务的清算报告公布之日起 10 个工作日内未提出书面异议的, 受托人就清算报告所列事项解除责任。

3. 信托关系各方的权利和义务

(1) 农户与村委会。农民和村委会签订了土地承包经营权土地转包合同, 合同依据《中华人民共和国土地承包法》、《农村土地承包经营权流转管理办法》和《安徽省实施〈中华人民共和国土地承包法〉办法》等法律法规, 为促进土地适当规模经营, 推进农业生产集约化, 本着平等、自愿和有偿的规则签订。

合同中注明了土地的位置和亩数, 指定用途为适度规模经营和发展现代农业。土地承包经营权转包价格为 1000 斤中等质量小麦, 如按现金测算则按照国家颁布的中等质量小麦指导价格兑付转包价格, 如果 1000 斤中等质量小麦的价格低于人民币 1000 元, 则转包价格为 1000 元。此举在形式上保持农业在土地流通后, 能够抵御通货膨胀的风险, 该定价机制剔除了价格指数的影响, 保证了农民在流转了土地承包经营权后基本的地租收益。

合同中的权利和义务说明在上文中关于委托财产的现状中已介绍。特别强调的是, 在土地承包经营权转包合同中, 流转期限为 20 年, 已经超过农民手中 1995 年办理的《土地承包合同书》中载明的期限 (该期限到 2025 年止)。通过项目人员对于埇桥区主管农业的吴区长和区农委相关人员的访谈, 以及对相关土地承包法律法规的梳理, 基本认为农民目前持有的土地承包经营权证的期限在到期后基本上保持现状不变。因此在村委会与农民签订的土地流通合同中, 流转期限超过了农民目前持有的土地承包合同中载明的期限。之所以订 20 年的期限, 是基于在我国现行的涉及土地流通的法律法规中, 认为农村土地租赁权应不超过 20 年的规定。

(2) 村委会和区政府。经项目组人员对埇桥区政府、埇桥区农委、埇桥区朱仙庄镇政府和朱庙村村委会相关负责人员的走访。在村委会层面, 历经村民大会等协



商，已具备 5400 亩农地流转的条件。涉及该流转的相关农民已经与村委会签订了转包合同。在详细测量了各户农民流转的土地实际坐标和面积后，签订相关协议并在镇级土地流通主管部门备案，但村委会并未与该委托人——埇桥区政府签订任何协议，因此在该信托土地流通过程中，朱仙庄镇政府与朱庙村村委会和塔桥村村委会需签订土地流通委托管理合同，再由镇政府和区政府签订土地流通委托管理合同，并作为信托成立的前置条件。

(3) 区政府和中信信托。区政府作为该信托计划的委托，中信信托作为该信托计划的受托人，双方的权利和义务将按照信托合同约定进行界定。

在信托合同签订之前，埇桥区政府拟将位于宿州市埇桥区朱仙庄镇共计 5400 亩农用地的土地承包经营权流转给帝元农业。其中帝元农业的现代农业产业示范园项目已获省发改委立项，与区政府尚未签署正式协议。中信信托拟设立中信·宿州农村土地流通集合信托计划，埇桥区政府将以标的农用地在信托计划存续期内的土地承包经营权作为信托财产交付给中信信托，并由中信信托出租给帝元农业。埇桥区政府及帝元农业拟在信托计划终止后继续就标的农用地承包经营权的流转开展合作，以实现标的农用地的持续经营。

为保障帝元农业在宿州项目的顺利实施，考虑到信托计划提前终止的风险，中信信托拟与帝元农业、埇桥区政府签署三方协议，对上述权利和义务进行约定，合同范本可参见报文附件中载明的法律文件。

(4) 中信信托和服务商。中信信托拟与帝元农业签订服务商合同，中信信托为“中信·农村土地承包经营权集合信托计划”受托人。中信信托作为信托计划受托人对信托计划进行管理、经营并决定向土地承包方出租信托计划项下土地承包经营权。中信信托拟聘请服务商担任信托计划项下服务商，为信托计划项下的土地流通、土地整理提供专业管理服务。

依据中信信托与服务商签订的农地流转服务合同，服务商的职责范围主要有：收集和发布信托计划项下土地承包经营权所涉及土地的信息；提交向土地承包方出租信托计划项下土地承包经营权建议；提供信托计划项下兑付 A 类基本收益的增信保障；帮助代理人和土地承包方与金融部门对接；提交信托计划项下使用信托财产进行投融资建议；帮助土地承包方进行开发项目的可行性论证；组织土地委托方进行技能培训，提供就业介绍。

(5) 服务商和承租方。服务商负责本信托计划项下 5400 亩土地的招商工作，在



未寻找到合适承租方的时候，由服务商负责承租本信托计划项下信托流转的土地。

（三）风险分析与项目启示

土地信托是指在坚持土地所有权不变、承包权稳定的前提下，按照依法、自愿、有偿的原则，实现土地经营权流转。

1. 风险分析

（1）风险管理策略。信托计划将分散于各农户的土地承包经营权集中整合，并视情况进行土地整理和农业设施建设投资，出租给专业农业经营公司、家庭农场或种粮大户，通过集约化经营提升农户的地租收益。信托计划的成功需得益于农户土地承包经营权信托财产的顺利交付和承租方未来经营情况良好足以保障和提升农户地租收益。

本系列信托项目本着由简入繁、稳步推进的原则。首期项目拟由宿州市埇桥区政府作为委托人，由政府协调各农户参与土地信托流转。本信托计划通过服务商承诺出租业绩，并且服务运营商在外部招商、招租完成前先期与受托人签署整体租赁合同，B类、T类信托资金提供增信保障等方式，以锁定项目农地集约化经营的收入，降低A类受益人的风险。

本信托计划设置了可提前终止等止损机制。如出现重大不利情况（政策、经营等方面的原因）时，信托计划提前终止时，受托人返还委托人的土地承包经营权信托财产，将出租土地的权利和义务移交给委托人，降低T类受益人风险。发行B类信托受益权的前提是已取得大宗农业订单并已落实担保措施，以降低B类受益人风险。

（2）信用风险。本信托计划旨在将分散于各农户的土地承包经营权集中整合，辅以土地整理和农田水利基础设施建设投资，出租给土地承租方。若农户反悔不按约定交付土地或因其他原因强行占有土地或者土地承租方发生不能及时、足额支付租金的违约情形，这可能会对信托财产或收益产生不利影响，从而产生信用风险。

应对上述风险的措施：由受托人直接与埇桥区政府签署《A类信托合同》，埇桥区政府负责利用机动预留地调换农户土地，解决土地纠纷以保证信托财产的完整性；服务商承诺确保信托计划项下获得的租金收入能够覆盖全部A类受益人的A类基本收益。如发生信托计划实际获得的租金收入不足以支付届时应付的A类基本收益时，服务商应按中信信托要求向信托计划补足该等资金缺口；在招商招租初期由服务商作为承租方整体承租信托计划项下全部土地。

（3）市场风险。本信托计划获得的信托收入主要来源于A类委托人交付设立信托的土地承包经营权项下的租金收入。如由于农业市场或其他相关领域市场情况发生



波动导致租金收入下降或无法及时收回，受益人信托利益将面临损失的风险。如果土地承租方或信托计划的其他交易方发生资金周转问题，有可能无法按时足额支付农地租金，从而对受益人的信托利益产生不利影响。

应对上述风险的措施：承租企业购买农业保险并由服务商承诺出租业绩。

(4) 操作风险。尽管受托人将严格按照信托文件要求管理运用信托财产、履行受托人的勤勉尽责义务，但由于受托人信托管理团队的知识、经验、决策、判断、技能等仍不可避免地存在一定的局限性，可能会对本信托计划财产或收益产生不利影响，从而形成管理风险。

(5) 政策风险。如国家货币政策、财政税收政策、产业政策、相关法律法规的调整以及经济周期的变化等因素发生不利变化，可能将本信托计划项下的信托财产或对土地承租方的农业生产和经营产生一定影响，进而影响信托计划可能获得的信托收益。

若因国家农村土地政策的变化或政府原因导致信托计划项下土地承包经营权被征收、征用，信托计划将提前终止，可能会对信托受益权产生不利影响或经济损失。

2. 项目启示

土地信托是指在坚持土地所有权不变、承包权稳定的前提下，按照依法、自愿、有偿的原则，实现土地经营权流转。

(1) 基于土地信托化，创新土地流通实现机制。在全面服务于我国农村土地管理体系的总目标之下，基于土地信托化的理论与实践，发挥信托制度优势，弥补信托不利因素，创新土地流通实现机制。因此，我们提出要构建土地信托银行，兼顾信托与银行功能，促进土地资源优化配置，充当土地资产的“看护人”，转变土地为“可携带资产”，保障农民合法权益，让农民共享改革开放成果。以“信托”为主要投融资形式的土地信托银行将显示出独特作用。

(2) 政策支持。为了促进土地较大规模流转，应结合实际制定出一系列优惠政策给予支持鼓励。第一，要出台相关政策文件，鼓励从事农业生产或农产品加工的企业、经营大户、能人通过土地信托实现土地较大规模经营，帮助他们积极开拓国内外市场，扩大农产品销售渠道，将企业和产业做大做强。第二，资金支持。对从事规模化农业生产，实现土地较大规模经营的企业或个人给予经济上的补贴，以此提高他们集约土地从事农业生产的积极性，同时也能给农民更高一些的土地价格；对集约土地从事农业生产经营的企业和个人在贷款上给予贴息支持；积极论证在确保农民不失地的前提下，以一定期限的土地使用权，作为抵押来贷款融资的可行性，并给予法律上



的保障，解决农业规模经营贷款难的问题。

(3) 政府引导，市场运作。在土地信托的过程中，政府始终高度重视和加强对土地流通的引导和规范，充分发挥乡镇和村组的管理和引导作用，不搞行政强迫命令，坚持按照市场规律和市场价值规律来推进土地流通，使土地流通行为有自发趋向规范、由盲目趋向合理、又零散趋向集约，土地规模经营程度不断提高，农业产业化经营水平大幅度提升，农业比较效益有效增加。

(4) 建立多层次的农村保障体系，切实保障农民利益。目前，大多数农民对土地的依赖程度仍然很高，仍把土地作为安身立命的基本生活保障和获取收入的主要来源。如果没有健全的社会保障制度，就不可能从根本上增强农民离开土地的安全感和适应市场风险的能力，农村土地市场发育的进程也将严重受阻，因此，必须在财政补贴上对农村给予大幅倾斜，健全农村社会风险、社会救济、社会福利、优抚安置、社会互助制度，深入推进农村合作医疗，以此逐步弱化土地的福利和社会保险功能，为土地转出者解除后顾之忧。

六、土地流转信托盈利模式——“云信托+地信托”

土地信托化基于金融互联网逻辑，以共同富裕为最大公约数，依托农村土地承包经营权流转信托，兼顾公平与效率，重构土地的经济实体，凭借其特殊的经济地位和规模优势，集成和分享知识、社会关系和资本，实现土地的集约化与规模化发展，实现科技与和土地的结合，打通土地的上下游企业壁垒，延伸产业链，实现利益分享普惠化。土地信托化的理论实践和行为实践都证明了信托制度的有效性，土地信托化的可行性，本节基于中信信托的实践，将深度解读“云信托+地信托”模式，全面阐释土地信托化的盈利运作模式。

(一) “云信托”的内涵

所谓“云信托”，是指以土地为标的，实现农业和农业相关产业之间的信息交流，遵循产业间不同的行为准则，农业及农业相关要素共同体间存在显著的信息共生关系。

1. “云信托”构建农业及农业生产要素的信息需求互涉机制

现实中，农业及农业相关要素主体间呈现信息匮乏和不对称状态，信息需求的无效流动阻碍农业产业化的进程。而“云信托”依据互联网思维，基于大数据，实现农业及农业相关要素信息需求无障碍流动。一方面，共同体成员的信息需求具有一致



性，对外部科技信息、市场信息、政策信息与经济信息等产生共同需求，依据“云信托”，实现信息互通，进而实现信息共享，将企业的市场信息敏感累加于信托中介平台之上，发挥信息集聚优势，降低信息获取成本，满足共同的信息需求，形成农业与农业相关产业主体之间信息合作的价值增益。另一方面，“云信托”解决共同体成员间的专业性差异，满足合作成员的异质信息需求，且伴随成员关系的交织与合作程度的加深，及时而有效地调整各成员自身的信息变化需求，实现整个共同体的信息平衡。“云信托”基于信托的优越性，建立柔性反应机制，对彼此信息需求变化做出快速反应，适时调整信息交流的展开方式，通过高效信息供应链的建立，实现组织利益协调，在满足个性化信息需求的同时，达成共同体成员信息收益的帕累托最优。

2. “云信托”构建农业及农业生产要素的信息生产互补机制

信息生产是以满足农业及农业相关要素主体的信息需求为导向，通过信息采集、加工与组织，提供规范化信息产品的活动。农业及农业相关要素主体的信息生产依赖于外部环境以及共同体各成员的信息输入，进而为农业及农业相关要素主体提供相关决策支持，并转化为下一信息生产循环的要素投入。“云信托”依托云数据，集成信息，实现信息的共同开发和利用，兼顾个性化信息需求和规范化信息生产的统一，打造信息供应链，构建开放、多元的信息资源共享平台，为专业信息的融合与发现带来便利，进而实现农业及农业相关要素多领域交叉，丰富科技创新的信息资源投入。“云信托”的信息生产涉及了多个领域的知识，将信息生产与领域知识的表达和处理相结合，有助于准确地反映信息之间的深层次关联，有助于对信息理解的一致性和智能化支持，进而通过信息库，将已有标准化、模块化信息进行存储和管理，以实现个性化信息需求过程中进行重用或改进。

3. “云信托”构建农业及农业生产要素的信息协同机制

信息协同是在农业及农业相关要素主体信息共享基础上的利益再平衡过程。由于农业及农业相关要素主体的要素投入、信息能力、信息占有等存在不对称性，必然导致彼此信息收益的差异，造成共同体内部的矛盾与冲突。缺乏有效的组织协调会阻碍合作创新与信息交流的持续开展，这就迫切需要发挥“云信托”的集成优势，打造农业及农业相关要素共同体信息供应链，发挥其协同管理与统筹决策作用，在提高农业及农业相关要素主体的自我学习与信息愈合能力的同时，加速共同体组织结构的动态调整，按照平等互利的原则建立合理的利益分配机制与冲突管理机制，鼓励私有信息的开放与透明，强化信息质量控制，以降低信息成本、调和各方利益诉求、增强合作互信。



（二）“地信托”的内涵

所谓“地信托”是以土地为标的，依托农业产业前向、后向的关联关系，进而构成的一种网络结构。

1. “地信托”是对资源的整合

“地信托”的发展是依托信托平台构建的产业关联关系，而产业关联关系的实质又是产业之间的供给与需求、投入与产出的关系。因此，“地信托”以土地为标的，构建了一个贯穿资源市场和需求市场，由为农业产前、产中和产后提供不同服务功能的企业或单元组成的网络结构。其中，土地作为构成要素，与其他部门或环节发生密切的技术经济联系。一条比较完整的“地信托”农业生产链条包含农产品从种苗培育到大田管理、农畜产品加工、保鲜直至流通、市场销售等环节和流程。这些环节进一步细分为农产品产前环节：种苗、饲养、信息指导、产品规划。产中环节：田间管理、技术指导、农用物资供应、施肥。产后环节：品级分化、包装、保鲜、食品加工、储存。消费环节：品种和品质提供、消费引导、营销促销等。

“地信托”整合企业资源，延伸和发展农业产业链，优化农业产业规模。阿林·杨格（Allyn Young）强调，“通过观察个别产业和个别企业的规模变化效应，是弄不清楚报酬递增机制的，因为产业的不断分工和专业化是报酬递增得以实现过程中一个基本组成部分，必须把产业经营看作是相互联系的整体，”而“企业的经营规模（只是在次要情况下或在特定条件下涉及单个企业规模）只是反映了产业或它们提供协助的产业其最终产品的市场规模。”因此，农业产业规模的扩大，必然推动企业发展，而企业的发展又进一步延伸了农业产业链。

2. “地信托”是多重因素共同作用的结果

土地的分散占有在我国有着重要的历史意义，但是在生产力发展到一定阶段之后，促进土地流转是推动产业升级的重要举措。

土地流转受到多重因素的共同作用和影响，诸如农村市场发达水平、社会保障程度、财政扶持力度、金融服务水平、农业科技水平和农民人均知识占有量等都对土地流转起到了不同层面的推动和促进作用，而土地资源禀赋、农业基础设施和各方面主体发展的路径则决定了土地流转的方向（详见下文分析）。

作为一种重要的土地流转和农业组织方式，“地信托”可提高农民组织化程度。农民组织与农业产业链延伸问题有着内在的联系。“地信托”依托金融手段，解决了产业链延伸带来专业化经济与交易费用增大的问题，当专业化经济高于增加的交易费



用时，产业链就会延伸，反之就不会延伸。农民组织的重要功能是节约交易费用，随着农民组织化程度的提高，其节约的交易费用就越大，越有利于农业产业链的延伸。

（三）“云信托 + 地信托”的内涵

“云信托 + 地信托”以土地为标的，在云数据的支持下，以信托为中介，由两个或多个市场主体，基于一定的地理信息系统（地域、环境等），以农业为纽带，按照一定的逻辑和时空关系，结成具有价值增值功能的链网式一体化组织。具体来说，是在农业产业政策和生态环境变量作用下，商流、物流、资金流、技术流、价值流、供给流的高度凝结体。

1. 实现虚拟世界和物理世界的转换和延伸

“云信托 + 地信托”运用互联网思维，解决了信息和实体经济之间的断层，填平了土地产业链发展的数字鸿沟，建立了人、土地、生产要素和信息之间的桥梁，使信息和信用得以有效地融合虚拟与物理世界，使人们不再满足于将意愿停留在思想火花或网络虚拟现实技术之中，而是将思想火花转化为“物”的自主行动的产物。

2. 使土地产业链发展更具智慧

“云信托 + 地信托”将实现对土地产业链的全面感知，拓展了人类对这个世界的感知范围，随着大数据的应用和发展，我们将能看到土地信托化过程。例如地信托的产业链条中，我们可以依据云信托的大数据资源和信息化平台，并将人、土地产业链、信息和信用等诸多要素连接在一起。

3. 延伸农业产业链，拓展农业发展的可触及范围

“云信托 + 地信托”依托互联网思维，实现了物与物的有效流动，改变人类的沟通范围，拓宽市场的对象范围和空间范围内开展沟通活动，而且使人类的沟通模式、沟通渠道、沟通效率发生深刻变革，使传统的对面对面模式不再成为必需，基于特定网络、特定工具的沟通渠道也仅是一种选择，同时物联网下的沟通效率也将大大提高，使人类的沟通理念、方法大为改观。物联网首先是一种物物相连的网络。从互联的角度看，物联网连接的对象既有人，也有物；既有人和物的相连，也有物和物的相连。

（四）“云信托 + 地信托”的实践与盈利模式

农村土地流转信托基于金融互联网逻辑，以土地为标的，运用信用平台，发挥金融优势，延伸产业链，构建全方位的土地流转信托服务体系。“云信托 + 地信托”的全产业链集成完整地覆盖了农业生产的产前、产中、产后和消费的各环节，使得土地



在自然形态、产出能力、科技附加值、按需定制等多层面实现了增值，并且形成了农户、产业方和信托公司多方共赢的模式。

1. “地信托”——“农村土地承包经营权流转信托”的实践

(1) 交易结构设计。农村土地承包经营权流转信托交易结构（见图 20）采用结构化设计^①，分为 A、B、T 三类。A 类按信托期间信托土地基本收益现金流折现计算，A 类预期收益分为基本收益和超额收益，基本收益即信托土地的基本地租，超额收益为实际地租收入扣除基本地租、需计提的土地整理投资本金及收益后余下部分。B 类由社会合格投资者以现金认购，资金用于信托土地整理及相关农业基础设施建设。T 类由社会合格投资者以现金认购，资金用于特定时期为 A 类基本收益和 B 类信托利益分配提供流动性支持。

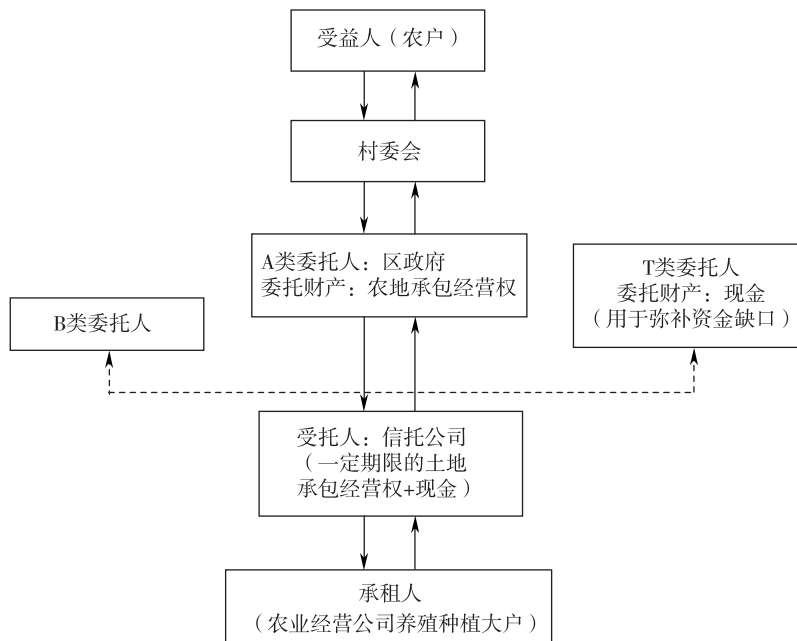


图 20 “农村土地承包经营权流转信托”交易结构简图

信托计划的类型为结构化集合信托计划。由 A 类委托人交付的 A 类信托财产及受托人发行的 B 类受益权、T 类受益权募集的信托资金共同集合构成信托计划的信托财产。

信托计划存续期内，受托人有权根据信托土地的土地整理投资需求发行 B 类信托单位募集所需资金。B 类信托单位的发行价格为人民币 1 元，其存续期限、预期收益等条件由其发行时的信托文件规定。

^① 周萍：《以信托为手段践行农村土地流转》，载《特区经济》，2014（1）。



信托计划存续期内，如信托计划因出现临时资金短缺而无法足额支付 A 类基本收益、B 类预期收益或 B 类投资本金时，受托人可开放发行相应规模的 T 类信托单位募集资金提供流动性支持。T 类信托单位的发行价格为人民币 1 元，其存续期限、预期收益、赎回条件等条件由其发行时的信托文件规定。

信托资金参与信托土地的土地整理投资，应自信托土地的地租收入中计提土地整理投资本金和土地整理收益，土地整理收益为土地整理投资本金按照投资期间中国人民银行公布的同期银行贷款基准利率上浮不超过 100% 计算的收益，具体收益率由受托人根据信托计划为募集进行土地整理投资所需资金而发行的 B 类信托单位所需支付的预期收益、固定信托报酬和信托费用之和确定。

(2) 信托计划关联人的权利、义务与责任。信托计划涉及的主要关系人有：农民、政府、中信信托和农业产业公司，这四者的相互关系、权利责任在一个信托计划中通过相关的协议进行关联与界定。并进一步通过相关法律协议的签署，将信托关系人绑定在一个信托计划中，农户被定位为最终受益人；政府被定位为信托计划 A 类委托人和受益人代表；中信信托被定位为受托人、财产管理人和知识资本引入人；其他农业企业被定位为土地规模化、集约化和现代化的承租人、使用人。通过信托制度这种契约化的形式明确各方的权利和义务，如表 5 所示^①。

表 5 信托关系人的相关权利、义务与责任

	权利	义务	责任
农户	基本收益 + 超额收益	将土地承包经营权以信托方式转让	监督土地使用情况
政府	代表农户获取信托收益	土地承包经营权归集后统一委托给中信信托管理	监督土地使用情况向农户分配收益调节农户内部纠纷
中信信托	集中统一管理受托土地，并视情况进行土地整理和农业设施投资	将土地出租给专业公司，募集信托资金用于设施建设和提供流动性支持	平衡各方利益，引入知识资本
农业产业公司	农地使用	交付地租，偿还借款	推进农业现代化

(3) 运用结构简单说明。信托计划项下的信托财产包括 A 类委托人交付的信托土地的土地承包经营权；B 类委托人交付的 B 类信托资金；T 类委托人交付的 T 类信托资金；以及受托人因对 A 类财产、B 类和 T 类信托资金管理、运用、处分或者其他形式而形成的信托财产。

A 类委托人交付的土地承包经营权，由受托人在对该等土地承包经营权进行整合

^① 周萍：《以信托为手段践行农村土地流转》，载《特区经济》，2014（1）。



后整体或分开出租给承包方，并视情况进行土地整理和农田水利基础设施建设投资（“土地整理”）。受托人可聘请服务商为信托计划提供农地评估、流转等方面的服务，且由服务商对土地承包经营权收入等业绩指标按照《服务商合同》约定的方式作出相应承诺。

信托计划专户内的闲置资金可由受托人决定投资于高流动性、低风险的金融产品。为改善信托土地的生产条件和提升地租收入，受托人有权决定发行适当规模的 B 类信托单位募集信托资金用于信托土地的土地整理投资。信托资金参与土地整理投资可自信托土地的地租收入中获得分配土地整理投资本金和土地整理收益，土地整理收益为土地整理投资本金按照投资期间中国人民银行公布的同期银行贷款基准利率上浮不超过 100% 计算的收益，具体收益率根据信托计划为募集进行土地整理投资所需资金而发行的 B 类信托单位所需支付的预期收益、固定信托报酬和信托费用之和确定。

2. “云信托”——“消费信托”的实践

消费信托是以信托公司作为受托人，按照作为委托人的消费者意愿，将信托资金用于购买指定的产业方提供的消费权益，并按照信托文件的约定对信托产品运行提供全流程监管，为受益人的消费权益的实现提供监督和管理服务，以实现满足受益人特定消费需求及消费者权益保护的信托目的单一指定型信托。

（1）土地流转中的“消费信托”。在土地流转中，消费信托体现在以信托公司为受托人，按照作为委托人的消费者意愿，将信托资金用于购买指定的农产品或涉农的产业方提供的消费权益，并按照信托文件的约定对信托产品运行提供全流程监管，为受益人的消费权益的实现提供监督和管理服务，以实现满足受益人特定消费需求及消费者权益保护的信托目的单一指定型信托。

（2）消费信托的交易结构设计。从图 21 中可看到该信托计划共有四个步骤：第一，消费者向信托公司购买信托产品；第二，信托公司将销售信托产品的资金交付给产业方；第三，产业方将所得资金部分用于支付向消费者提供农产品和农业相关服务的成本和费用，其余自己委托信托公司进行投资；第四，信托公司将投资本金及收益用于返还消费者保证金，此时信托计划终止。

（3）消费信托与单用途商业预付卡的相似点与主要区别。从消费信托交易结构与产品模式来看，单用途商业预付卡被作为消费者的权益凭证，但消费信托产品并不等同于单用途商业预付卡。

消费信托与单用途商业预付卡的主要相似点：第一，对于消费者来说，都是先付

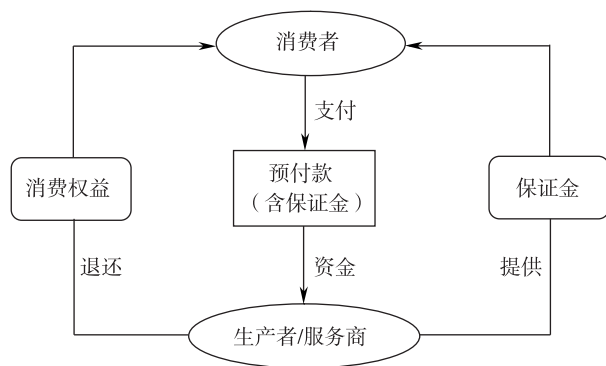


图 21 消费信托产品基本交易结构

费，后消费。第二，都限制了消费的内容和范围。第三，都要求商业银行对预付资金进行监管。

消费信托与单用途商业预付卡的主要区别：第一，消费信托产品受到银监会监管，而单用途商业预付卡的发行与管理则由商务部监督。第二，消费信托的委托人预付的资金不受《管理办法》对于消费者购买单用途卡的金额限制，而是根据信托合同的约定确定预付资金的数额。第三，单用途预付卡的消费指向非常单一且明确，而消费信托所指向的产品则范围广泛得多。第四，消费信托的委托人所预付的资金可以用于投资并产生信托财产收益，并且绝大部分将以保证金的形式得到返还，而单用途卡的商家无法提供这样的内容。

3. “云信托 + 地信托”的盈利模式

“云信托 + 地信托”的盈利模式是以土地为标的，运用信用平台，发挥金融优势，延伸产业链，构建全方位的土地流转信托服务体系，该体系完整地覆盖了农业生产的产前、产中、产后和消费的各环节，使得土地在自然形态、产出能力、科技附加值、按需定制等多层面实现增值，并且形成农户、产业方和信托公司多方共赢的模式，其盈利结构如图 22 所示。

土地流转信托的盈利结构中共涉及了四方主要利益主体——农户、消费者、产业方和信托公司，四者通过信托制度这一契约化方式进行产融结合，实现四者共赢的局面。

(1) 农户。在“云信托 + 地信托”模式中，农户既是地信托中的委托人，也可能是云信托项下消费信托中的消费者，并且这个消费者的身份可能是叠加的，不仅消费土地产出物，而且还可能消费种苗、农机服务、农业信息培训等涉农产品和服务。

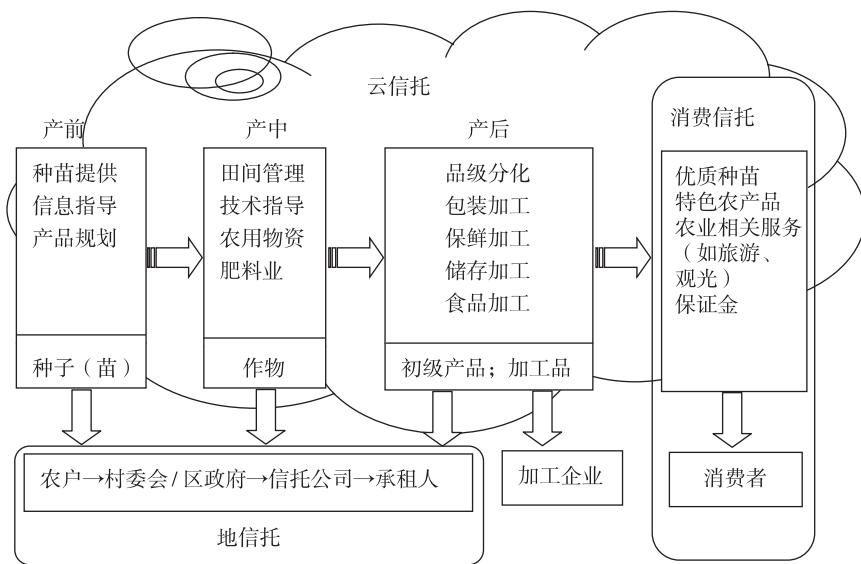


图 22 农村土地流转“云信托+地信托”盈利结构图

在这个模式中，农民的收益主要包括以下几个方面：①固定的土地租金（1000 斤国标三级小麦或者 1000 元现金）；②国家财政拨付的农业补贴；③为产业方提供劳作获得的经济收入；④土地因为信托项目科技投入带来的产量增加等；⑤因信托项目带来的社会保障环境的改善等。

以中信土地信托安徽宿州项目为例，信托成立时发行的 A 类信托单位共计 5400 万份。农户持有的每亩土地承包经营权，对应 1 万份信托单位，每年按信托单位份额获得信托收益。信托收益分两部分：基础部分是由帝元农业支付的每亩地 1000 斤国标三等小麦（按照 2013 年最低收购价格，约合 1180 元，假如市价跌破 1000 元，则仍以 1000 元计算。当地土地流转的普遍市价为 600 斤小麦价格）土地租金；在此基础上，中信信托也向当地政府承诺，由其筹集基础设施改善资金对土地改造后的增值纯收益中，70% 的部分将返还给农户，剩余部分则由融资方中信信托获得。

综上所述，“云信托+地信托”可以给农户带来良好的收益愿景。

（2）消费者。消费信托能够将消费者的零散资金有效集中起来进行集中采购，从而让消费者以最优的价格享受到最好的农产品或农业相关服务。参与本计划的消费者实际支付的消费价格基本上都能达到低于市场价格的 20% 左右；并且在消费权益的有效使用期限内，消费支付的价格没有变动，实际上达到了抵御通货膨胀所带来的购买力贬损的效果。

在现有的交易模式下，消费者作为个人，由于知识平均占有量和资金规模以及信



息资源的限制，很难与自己所购买的农产品和农业相关服务的提供商进行平等协商，因此在签订有名或无名的消费协议时，大多数时候处于弱势地位；当消费者对农产品和农业相关服务不满意发生纠纷时，即便能够求助于外界力量帮助维权，也十分耗时费力。信托公司作为机构受托人，拥有更加强大的谈判能力，不仅能够为作为受益人的消费者争取到更为优惠的价格，而且能够通过业务操作模式的设计更好地监督商户对客户资金的使用。

在“云信托”项下的消费信托中，消费者往往基于食品安全、特殊饮食结构、绿色农业等需求，对于相关农产品有着特定的期待。在这个消费信托中，他们可以节省挑选生产者、监督农产品生产、加工、保存、销售等所有流程，直接采购到所需的农产品，并且有信托公司的信用做后盾，产品责任的追溯有保证。

(3) 产业方。对于产业方而言，生产、销售、物流等各环节分离的商业模式虽然使产业方得以专注于农产品和农业相关服务本身，但也使产业方距离消费者越来越远。分销环节的增多不仅加大了消费者的消费成本，而且也让产业方越来越无法清晰了解消费者的真实需求，以及消费者群体的规模大小。这一点即便是开展得如火如荼的电商也难以完美解决，即消费者的“真实性”问题。但是，这正是传统金融，包括信托公司在内的优势。经过合格投资者的门槛要求的筛选，信托公司的客户资源不仅普遍是具有较高消费能力的群体，而且一定是真实的客户。这一优势对于产业方的帮助在消费信托中可以得到很好的体现。参加消费信托的产业方，借助信托产品的发行规模和营销渠道，能够直接对接消费者，也就能够及时了解消费者的需求，掌握消费者群体的规模，从而实现以销定产，并最大限度地降低库存，节约生产成本。

在“云信托”项下的消费信托中，由于消费信托产品以消费卡为消费权益凭证，消费者必须以预付资金的方式获得未来的消费权益，因此产业方基本不需要等待销售资金的回笼，即可实现当期收益；而由于消费权益的实现都有使用期限的安排，发行信托产品所归集的资金无论是当期返还产业方，还是经过一定时间的资金冻结期后返还产业方，都包含了产业方的未来收益，意味着消费信托实际为产业方提前锁定了一定的未来收益。消费信托的委托人与受益人需要首先成为信托产品的投资者，然后才能成为享有特定消费权益的消费者，这意味着消费信托产品的发行实际上能够为产业方分担部分甚至全部的营销工作。因此，节省下来的人力、物力等销售成本，既可以减少产业方的资金压力，也能够使消费者间接获益。现仍以中信土地信托宿州项目为例，其中安徽帝元现代农业投资发展有限公司对于该项目有着清晰的盈利规划。



将现有的 5400 亩耕地分为五块进行利用。其中最大的一块近 4000 余亩作为基础农田，用于种植小麦、玉米以及大豆等传统作物。帝元农业将其交给一家国营农场运作，其利益来源是通过大型机械应用等集约化生产带来高效益，以此保证土地流转费用的兑付或略有盈余。中信信托也在通过加强和拜耳公司等合作方合作的方式为其降低生产资料流通成本。第二块土地被用于建设大棚进行设施农业生产，主要种植反季节瓜果蔬菜和药材，预计每年可获利 1200 万元左右。第三块用于建设畜禽屠宰基地。帝元农业已与正大集团签署合作协议，由前者融资建立现代化养殖场后出租给后者，后者以每年建设成本的 13% 作为租金交给前者。上述三块产生的作物秸秆及废弃物将通过第四板块“生物质能源化无害处置中心”和“大型有机肥料和机制肥生产基地”处理成沼气等产品，满足大田及设施农业种植需要后剩余部分将被出售。据测算，生物质能源年产沼气 3000 万立方米，40% 用于并网发电，每年发电收入可达 1600 万元左右；60% 用于提纯民用甲烷气，每年可获得 2000 万元销售收入；沼渣沼液制作有机质肥料，除自用外，还可获得销售收入 600 万元。

帝元农业在获得中信信托的外部融资支持时，其付出的成本有两种：其一为资金年息 10%，其二是中信信托分享帝元农业的部分经营收益。目前来看，地方政府给予的多重财政扶持，也将成为帝元农业的重要盈利渠道。其可享受的补贴包括水利工程建设投资奖励资金等多项，而其中最主要的，是当地政府为了鼓励该项目上马即将给予的每亩地 400 亩小麦等值补贴。

以上是帝元农业的盈利链条的第一部分。除此之外，它还计划与以色列商会合作发展设施农业，打造一个物联网、互联网和物理网三网合一的数字处理中心，由以色列方面负责生产管理，帝元农业按持股比例享受分红；同时，它还计划进入上下游领域，靠生产相关设备和种苗等获利。

在刨除每年给予农民的租金、项目建设及运营成本及融资成本之后，帝元农业曾向媒体表示：整个项目次年就能盈利，在未来三年内逐渐成熟，并最终复制到周边 2.6 万亩的土地之上。预期每亩每年的经营利润将达到 0.65 万元。

(4) 信托公司。“云信托+地信托”属于主动管理的事务类信托，依靠信托公司较强的谈判能力，能够获得对于销售信托产品所形成资金池的主动管理的权利；而对于消费者与产业方只需要支付固定收益，这就意味着信托公司能够获得较高的风险溢价，从而改变一般信托产品以固定报酬为主、浮动报酬为辅的收益格局。

信托公司也可以通过一般信托产品已经积累的优质客户资源，这些客户都是具有



中等以上消费能力的消费者，对信托公司的业务水平和职业道德已经具有了一定的了解和信任，同时对于消费的品质和体验的要求普遍高于一般收入人群。如果消费信托的各种产品能够满足客户从快消品到奢侈品、从养生到养老等诸多方面的生活需求，让一般信托产品的客户能够不必自己劳心费力就找到了可供选择的优质产品和服务；最终令客户无论有投资需求还是有消费需求，都信任甚至依赖信托公司的相关业务，自然能够有效增强现有客户的黏性。另外通过消费信托业务的开展，业务人员将对相关行业进行深度了解；而相关知识的互动和反馈，也有助于信托公司对其他信托产品的开发和控制，从而在消费信托和其他信托业务之间形成相互促进的良性循环。

七、土地流转信托的未来延伸——构建土地信托银行

在全面服务于我国农村土地管理体系的总目标之下，构建土地信托银行，有效促进土地资源优化配置，充当土地资产的“看护人”，转变土地为“可携带资产”，保障农民合法权益，让农民共享改革开放成果。

（一）运作模式

“土地信托银行”需要具备较强的金融功能，较宽的经营范围，较高的风险管理制度和水平，更好的市场化经营机制，需要一支更加兢兢业业和职业道德优良的管理团队，去控制、化解和缓释各种经济风险。依据银行的存储和信贷功能，基于信托的制度优势，构想的“土地信托银行”运行模式如图 23 所示^①。

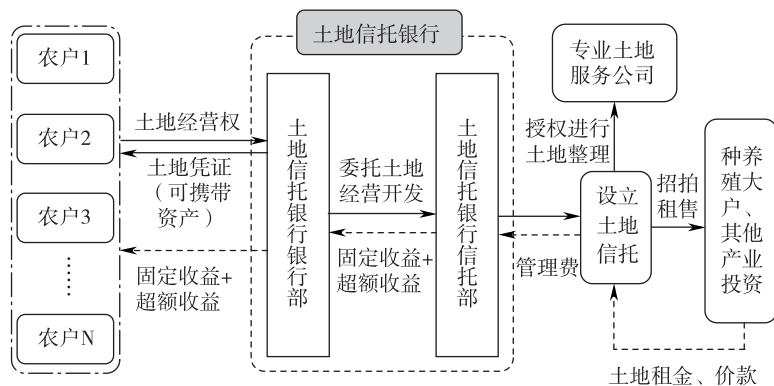


图 23 “土地信托银行”运行模式

^① 周萍：《土地信托银行视角下农村土地流转新路径》，载《商业时代》，2014（12）。



第一，农户将土地存入“土地信托银行”，“土地信托银行”为其提供土地凭证，实现了农民拥有“可携带资产”、“可携带的社会保障”，使农民自由迁徙成为可能。

第二，“土地信托银行”的银行部作为委托“土地信托银行”的信托部设立土地信托，实现土地财产资本化，实现了土地所有权、经营权和收益权的有效分离。同时依托信托专业化、产业资源和与政府沟通等方面优势，增加农民谈判地位，保障农民利益实现。

第三，“土地信托银行”的银行部和信托部实行严格的资产隔离，土地信托实现农村合作组织资产经营和行政管理的分离，实现了受益人的固定收益和超额收益。

1. 管理逻辑

对于需要长期资金支持发展的特点，如生态农业等基础建设性的需求，需要借助有关政策扶持的优惠，在保障性较强的条件下，运用信托投资、信托贷款和信托结构性融资等，支持其发展。

对于发展较为成熟的行业，和需要规模发展的行业，如旅游、文化、休闲和健康等绿色经济，可以按照商业银行融资功能，提供短期融资，收购兼并贷款、买方信贷和卖方信贷，支持其建立信用，加速发展。

对于风险高、规模大、建设期长、很有前途或意义重大的项目，要客观评估其商业模式和盈利模式，联合财政资金、政策性金融建立多种保障和补偿机制，运用联合融资、银团贷款和结构性融资，控制风险，达到支持目的。

对于农村土地中高新技术问题，“土地信托银行”应当建立科技专家顾问机构，建立有关技术资料库，组建有科技评估能力的项目管理团队，逐渐摸索和探寻适应农村土地的投融资管理模式。

对于绿色经济和绿色消费，“土地信托银行”应全力支持其规模发展，通过金融创新，支持其产业化发展，疏通上下游，打造产业链，支持其经营模式创新发展，支持其向电子商业平台模式发展，从而促进绿色经济和绿色消费快速发展。

2. 资产负债管理

在资产负债管理方面，可以按照一定的比例关系，发展信托业务和银行业务。信托业务占比最大可为60%，银行业务占比最大为40%。信托业务按照项目独立运行和管控，执行项目质量透明化管理，主要办理中、长期信托投资业务，其中农村土地最小占比70%。银行业务侧重中短期金融业务，农村土地最小占比50%。零售业务主要办理电子银行下的绿色金融服务，如建立云银行服务等，创新绿色消费金融服



务，支持旅游及文化、休闲、健康等提高绿色内需，发展绿色消费。

实施风险资本管理，“土地信托银行”的投资业务、信托资产业务和银行资产业务需要根据业务风险和规模，分配风险资本，以资本约束风险，从而达到稳健经营。

实施与资本挂钩的负债管理，发行金融债和短期大额存单，与扣除投资业务规模后的资本挂钩，限定一个比例倍数，对金融债和大额存单规模实施余额管理。

“土地信托银行”要坚持市场化经营原则，确保流动性的前提下，风险控制为第一性，盈利性为其次；同时经济和社会效益双目标下，社会效益为第一性，经济效益为其次，做到确实为实体经济服务，实现发展经济造福于民的目标。

3. 资金来源与运用

资金来源。长期资金来源：根据农村土地发展中开发形式的信托项目，发行集合信托产品，募集中、长期资金、发行中、长期金融债券、建立和管理信托投机基金，发起产业投资基金。短期资金来源：吸收存款、发行大额存单、办理机构存款，办理电子银行和银行卡的个人存款业务，开展金融市场短期融资业务。

资金运用。通过信托投资、信托基金投资、产业基金投资、信托贷款、信托项目融资、收购兼并融资、中短期商业信贷、消费信贷和短期融资工具，运用投贷组合、结构性融资、债股转换组合等方式，提供各种投融资服务。

支持农村土地和绿色经济基础建设、培育核心技术企业发展，支持关键企业规模发展，促进农村土地健康发展，支持农村土地长期发展。培育和孵化与农村土地相关的企业，支持其成长发展，支持其市场开发和拓展，支持农村土地创新商业发展模式。解决农村土地以及相关产业短期资金需求，为其建立短期融资平台，提供增信服务，为绿色经济发展提供周转融资和各种金融服务。为农村土地和绿色经济提供重组兼并融资服务，促进规模发展，促进产业链发展，建立行业发展平台，支持农村土地和绿色经济横向贯通发展。建立电子银行体系，创立云银行服务，支持绿色消费、打造旅游、文化、休闲和健康消费金融体系，为扩大内需和拉动消费服务。

4. 盈利模式

在市场化运行原则下，“土地信托银行”保持稳健长期可持续运行的盈利模式是手续费、利差和资本回报。以信托业务手续费收入为主，银行存贷利差为辅，以投资业务资本回报和资金管理息差，以及结算、顾问、代理等中介业务手续费为补充。

（二）风险管理

依据信托和商业银行的全面风险管理模式，遵循“项目推动、控制风险、资产隔



离、后期管理”四位一体的运行机制，形成了一套以信用建设为中心、全面覆盖信托项目和银行业务、兼顾内部管理和外部管理的风险管理体系。

构建完善的法人治理结构。设立强有力的风险控制委员会和审计委员会，制定风险管理制度、审议重大业务事项，负责风险评估和风险监控，实时提出风险管理意见。

针对农村土地特点。制订强化的风险管理机制和道德风险惩罚机制，规范经营行为，实时监控市场风险。

依托信托制度优势。落实项目的约束性操作风险管理体系，履行资产看护人的职责。

施行“四个分离”。以信托财产和银行资产为隔离基础，实现信托业务系统和银行业务系统的部门和人员分离；高管人员管理分工分离；信托财务和银行财务的部门、人员、账表、资产和办公场所分离；每个信托财产的分离，即对每项信托业务单独开户、单独核算、单独管理。

（三）配套机制

“土地信托银行”的构建具备了一定基础，其发展过程中，还需要制度创新，保障“土地信托银行”可以发挥应有的价值。

1. 修改法律，保障农村土地抵押的可行性

目前法律对农地抵押问题立场模糊，不利于农村土地改革，也不利于制度创新。农村土地抵押的立场问题主要源于，担忧农民失去农村土地，生活将会失去保障，构成农村社会的不稳定因素，不利于国家的长治久安。“土地信托银行”的构建，为农村土地抵押的修法问题提供了有效路径。国家可立法允许农村土地抵押，但只能抵押给主管机构认证的“土地信托银行”，即便农户失去所抵押土地，也享有优先承租权，待其经济好转后可向“土地信托银行”赎回原来土地。因此，有了“土地信托银行”这个平台，既可让农户获得急需的把农村土地抵押贷款，又可最大限度地降低失地带来的风险。

2. 建立专业的农村土地价值评估机构

农村土地是“土地信托银行”的主营业务，而农村土地价值评估是主营业务顺利开展的关键，其评估值是否公允直接关系到土地经营权的所有人、使用人和受益人三方的权益。实践中，“土地银行”没有在全国范围推广，除了自身的不足外，缺乏公认的农地市场评估体系也是一个关键因素。进而，构建“土地信托银行”，应建立



专业的农村土地价值评估机构，实现全国范围的农村土地信息流通，制订统一的农村土地评估标准，实现土地评估过程的公平、公正和公开。今后待时机成熟时，可建立全国统一发布信息的农地流转交易平台，发布土地流通价格指数，让农村土地进一步流动起来。长期存地的租金不能采用固定价格，而要采用浮动租金，参照地区农村流转价格指数浮动^①，这样可以最大限度地保证土地使用者、经营者和所有者的合法权益。

3. 健全农村社会保障体系

农村社会保障体系的不健全，造成了大量农村土地抛荒和闲置。这主要源于外出务工农民在面对经济环境变化时，缺乏其他的保障措施，只有返乡重操旧业，依靠土地满足基本生活。因此，“土地信托银行”要发挥农村土地的高效配置功能，必须切实解决好农民的后顾之忧，建立健全农村社会保障体系，包括养老保险、医疗保险以及农村最低生活保障制度。同时，也可以积极防范农村土地生产风险，农业生产周期长，受自然影响大，一旦遇到巨灾，农业收成将遭受毁灭性打击，龙头企业也会出现巨额亏损，无法向“土地信托银行”支付土地租金，直接影响到农户存地租金的正常发放。因此，国家还需要组建政策性农业巨灾保险基金，确保“土地信托银行”经营的稳健性。

4. 政府要进一步发挥政策的扶持作用

“土地信托银行”在相当长的一段时期内无法自负盈亏，需要政府的政策扶持。第一，为“土地信托银行”提供引导资金，逐步实现政府资金的退出和市场化经营；第二，降低“土地信托银行”的前期运用成本，应采取豁免营业税、企业所得税等措施，在“土地信托银行”步入轨道后，再行收取；第二，在存地谈判中，依托村委会等基层组织，协助“土地信托银行”，降低谈判成本；第三，发挥政府信息优势，协助“土地信托银行”寻找龙头企业，并为其提供相关配套后勤保障服务，免除龙头企业的后顾之忧。

（四）运行功效

1. 为农村土地提供交易平台，实现农地“零存+信托化”^②

“土地信托银行”是为农村土地流通提供平台，有利于土地有效流转，实现农业

^① 王劲屹：《土地银行：促进农地流转效率的制度创新》，载《南方金融》，2012（8）。

^② 同注^①。



生产集约化和规模化发展。“土地信托银行”的构建原则不是以利润最大化为目标，其运作模式不同于一般的商业银行模式，兼顾信托和银行功能，实现农村土地“零存+信托化”，加快农村生产机械化、规模化、现代化的进程。

“土地信托银行”作为农地中介平台，基于银行功能，接受农户存入的零散土地，进行初步开发，统一规整划片，为“土地信托化”作好前期准备，紧接着探寻龙头企业或种植大户，由“土地信托银行”与其签订一揽子信托合约，包括土地使用年限、土地使用权价格，以及相关后勤保障等，发挥信托功能，实现土地的主动管理。其中，“土地信托银行”的“零存整贷+土地信托化”，发挥了信托优势，实现了土地的充分利用，农民清楚每一块土地的用途，更好地实现民主监督。而单纯银行的土地“零存整贷”，无法实现土地的主动管理，土地的“三权分离”也变成了不可能。

龙头企业或种植大户对市场相对敏感，在资金、技术、品种上都比普通农户具有比较优势，机械化程度比较高，可以对集中的大片农地进行规模化生产。而农户土地承包经营权转让给“土地信托银行”，可以通过信托和同的约定，实现土地的固定收益和超额收益，让农民享受到土地的价值。

2. 有利于劳动力的合理流动

“土地信托银行”不但促进了土地资源的配置效率，而且还有助于农村劳动力的有效转移。随着城市工业化进程的加快，越来越多的农民去城市打工，其原有的承包经营土地处于闲置。因为未来的不确定性，农村尚未建立健全的社会保障体系，出外打工的农民工不敢将闲置土地退还集体，以备日后返归故里之需。在城市打工一段时间后，有的农民想创业却苦于缺乏启动资金。有了“土地信托银行”后出外打工的农民可以将闲置土地存入，每年领取相当数量的存地租金，既解除了后顾之忧，也为自己创业提供了一定的资金。

3. 有利于降低“企业+农户”组织链的交易费用^①

“土地信托银行”不仅在农地流流转中起到“零存+信托化”的作用，而且在契约谈判上也起到“化零为整”的功能，节约交易费用，更好保护农民权益。在“土地信托银行”设立之前，龙头企业如与农户签订契约，必须与众多农户分别谈判，耗费大量交易成本。如今“土地信托银行”接受农户存地后，集中与龙头企业谈判，用一份契约取代了众多契约，减少了谈判对象，节约了市场交易费用。更重要的是，

^① 王劲屹：《土地银行：促进农地流转效率的制度创新》，载《南方金融》，2012（8）。



由“土地信托银行”出面与龙头企业谈判，在“企业+农户”组织链中，改变了双方的缔约环境和市场地位，弥补了农民平均知识占有量水平不高，保障农民合法权益。土地承租信托合约是“土地信托银行”与龙头企业两大主体之间签订的，依据《信托法》，该合约具有法律效力，起到监管作用，信用等级较高，便于建立长期合作伙伴关系。同时，有法律保障的长期合约也增加了农户收入的稳定性。在以往的“企业+农户”契约执行中，存在相当高的道德风险。当市场价格高于契约价格时，农户则把产品转售市场，由于农户众多分散，企业很难监控；当市场价格低于契约价格时，龙头企业也可能撇开农户直接从市场收购，农户相对企业处于弱势地位，很难维护自己权益。而“土地信托银行”和龙头企业的签约，降低了农户和龙头企业的监督成本，减少了机会主义发生的概率，保障了农户和龙头企业的合法权益。

4. “土地存单”质押贷款意义深远^①

土地所有权制度的中国特色，决定了中外“土地信托银行”运营模式的差异。近年随着农村金融的快速发展，相关部门开始意识到农地抵押的重要性，也在寻求突破旧有法律框架的限制。2009年人民银行与银监会联合发文，明确提出“有条件的地方可以探索开办土地经营权抵押贷款”。然而，由于法律规定农村土地不能改变其用途，农地承包经营权作为抵押品处置难度较大，存在变现难的问题，直接制约了农村信用社开办此业务的积极性。其实，“土地信托银行”在办理土地抵押贷款方面比农村信用社更有比较优势，所抵押土地无须变现，只是在会计上由负债项转化为资本项，没有带来额外负担。既然地权的确认、农地价值评估等烦琐程序都在前期完成，所有信息都已反映在农户的“土地存单”里，那么是否可将“土地存单”质押贷款作为一项金融创新在农村推行？将土地抵押贷款转化为“土地存单”质押贷款，既可达到同样的贷款效果，又可一举突破法律条文的限制，整个贷款手续简单易行，必然会受到农户的欢迎。至于农民失去土地是否会影响农村稳定，其实只要让失地农户享有优先承租权，则除了由收租方转为交租方，每年多付出些资金外，其他一切都没有改变，更何况待其经济好转后，可享有优先赎买原来的“土地存单”。因此，“土地存单”质押贷款作为一项金融创新，在保障农民权益的基础上，实现土地的有效流动，合理配置资源，更有可能撬动现有土地抵押法律框架，最终将土地转变为“可携带资产”，意义极为深远。

^① 王劲屹：《土地银行：促进农地流转效率的制度创新》，载《南方金融》，2012（8）。



公益信托研究

课题牵头单位： 万向信托有限公司

课题组成员：

李元龙	叶 春	陈 浩	谢 贇	万向信托有限公司
王丙辉	杨 素	阮赢震	丁 锐	新华信托股份有限公司
和晋予	林 寅			昆仑信托有限责任公司
宋 军	况 冲			华宝信托有限责任公司
周建堇	王 旭			山东省国际信托有限公司
张光辉	姜太鑫			西部信托有限公司
郭新华	张军峰			德勤华永会计师事务所



摘要

信托制度内涵丰富、法律构造独特、机制灵活，运用于公益领域具有安全、高效、运营成本低的优势。相比于基金会的制度，公益信托设立简便、低成本、管理规范透明、注重受托人责任和义务。公益信托对改善人与人、人与财富的关系，增进社会福利，缓解社会问题有着积极的作用。

我国信托行业处于创新和转型关键阶段，不少信托公司已经在着力探索公益信托的有效业务模式。公益信托被监管部门列为信托公司转型的鼓励方向，各界对我国公益信托的发展已有不少呼声。中国的公益信托还处在一个社会认知程度低，有法但难落实的发展尴尬期。公益是好事，但是信托公司参与其中却着实不易。

从世界范围来看，以英国为代表的普通法系国家，公益信托制度较为成熟，公益信托事业得到了很好的开展。大陆法系的日本在公益信托引入后，曾因制度整合困难、文化传统差异等原因影响过其发展，但随着信托法的重新修订和政府的适当引导，公益信托事业在日本也得到了较快发展。我国公益信托法律制度的完善，首先应对英美法系和大陆法系发展公益信托的经验予以甄别，从中汲取适合我国信托法律体系及现实情况的办法和思路。

公益信托是一种既能履行社会责任，又能促进信托业向本源业务转型的业务模式。信托公司与专业的社会公益组织有效合作，“管钱”与“管事”专业分工，是开展公益信托业务的切入点。

本研究旨在“提升公益信托意义、完善公益信托制度、发展公益信托业务”，关注的是在“现有政策和市场环境下”信托公司如何厘清公益信托的性质、发展思路、业务模式和潜在的问题，进而寻求政策边际突破的可能。期望研究成果能够对公益信托增加政策认同和社会认知、细化政策修订、信托公司发展业务起到积极的推动作用。

关键词：公益 信托 慈善



目 录

一、引言	392
二、公益信托的理论基础	392
(一) 公益信托的界定	392
1. 公益信托的起源	392
2. 公益信托目的、定义及其成立	393
3. 公益信托制度的本质属性	394
4. 公益信托适用的特殊原则	395
5. 公益信托的监管	396
(二) 公益信托的制度价值	396
1. 公益信托的制度功能	396
2. 公益信托与现行基金会制度的比较	398
三、我国公益信托的现状	400
(一) 公益信托与“准公益信托”	400
(二) 近年来公益信托发行情况一览	401
(三) 全国首只标准公益信托——“5·12 抗震救灾公益信托计划”	404
(四) 我国公益信托实践中存在的问题	405
四、其他国家和地区公益信托的发展及借鉴	406
(一) 公益信托制度简况	406
1. 英国公益信托概况	406
2. 中国台湾地区公益信托概况	407
3. 日本公益信托发展概况	408
(二) 公益信托制度借鉴	411
1. 公益事业管理机构	411
2. 信托监察人	412
3. 受托人	414



4. 公益信托税收优惠	416
(三) 经验借鉴	420
1. 英国公益信托之制度借鉴	420
2. 中国台湾公益信托之制度借鉴	421
3. 日本公益信托之制度借鉴	422
五、公益信托的业务模式	423
(一) 公益信托的结构设计	423
(二) 公益信托的参与方及协调机制	424
1. 各参与方的权利和义务	424
2. 制度化的流程设计	426
(三) 公益信托的监督机制	427
1. 多主体参与的监督机制	427
2. 完整有效的信息披露	427
(四) 公益信托操作中的若干设计	428
1. 促进与公益事业主管机构的沟通	428
2. 税收优惠	428
六、在现有制度下促进公益信托发展的若干建议	430
(一) 促进公益信托发展的建议措施	430
(二) 信托公司推进公益信托业务的建议	431
1. 我国公益事业的现实需求和必然取向	431
2. 发展公益信托的可行性	431
(三) 完善我国公益信托税收优惠的建议	432
1. 完善我国公益信托税制的基本原则	432
2. 具体建议	432



一、引言

信托制度具有丰富的内涵、独特的法律构造、富有弹性的机制和多样化的形式，在英美法系国家运用得十分广泛。信托与公益事业有着很深的渊源，公益信托制度的建立，有力地推动了各国公益事业的发展。公益信托对改善人与人、人与财富的关系，增进社会福利，缓解社会问题有着积极的作用。

公益是好事，我国信托业参与其中却着实不易。“郭美美”事件所造成的全社会对中国公益基金会的信任危机，持续多年，也过去了多年，遗憾的是还未触发公益信托的普遍发展。各界对我国公益信托的发展已有不少呼声，也总结了不少问题，例如《信托法》的相关内容缺乏操作性、公益事业管理机构不明确、税收优惠还没有出台。尽管这些都是关键性的阻碍因素，但是信托业内的尝试从未停滞。从课题组的调研情况来看，不少信托公司正在进行着默默的努力，在实现标准公益尚存在困难的情况下，以集合信托的构架、集合信托附带收益捐赠、单一信托的方式，来实现公益的目的。

从业内研究的角度，我们更希望将公益信托作为一种既能履行社会责任，又能促进信托业向本源业务转型的业务模式来研究，关注的是在“现有政策和市场环境下”信托公司如何厘清公益信托的性质、发展思路、业务模式和潜在的问题，进而寻求政策边际突破的可能。

在当前的时点上，信托行业进一步提升发展空间、信托公司转型和创新的需求十分迫切。不断深化的市场化改革和中国经济的持续增长，形成了多元化的利益主体并积聚了巨额的财富，由此催生了巨大的资产管理需求。当前，我国人均所享受的信托服务在规模、数量和种类上都还远低于美、英、日等发达国家的水平。信托完全可以成为投资理财和处理财产性事务的主要手段，信托公司在我国经济社会发展中还可以发挥更大的作用，特别是在公益慈善领域，信托工具的使用基本还是空白，公益信托发展的空间很大。

二、公益信托的理论基础

（一）公益信托的界定

1. 公益信托的起源

根据历史资料，最早的信托是源于罗马法时期的遗产信托，不过现在学者们更多倾



向于信托起源于中世纪英国的用益制度，该制度本来是为了规避修道士不能持有不动产而设计的，从而他人能够为修道士的使用来持有不动产，是公益信托的雏形，后来这种为了宗教机构的利益而向某第三人转移财产的做法慢慢普遍。然而，15 世纪以前，用益制度并没有得到普通法的承认，直到到亨利五世时期，衡平法院对用益制度（包括公益信托）实施管辖，其管辖权在亨利六世和爱德华四世期间得到全面确立。

16 世纪亨利八世颁布了《用益法》，禁止以迷信为目的的用益，从而使公益用益与迷信用益得以区分，成为用益制度中的一种特定的类型。1601 年《公益用益法》的颁布明确规定了公益目的，以防止公益信托被滥用。1853 年，为了防止公益信托的避税功能被滥用，英国通过了《公益信托法》，并根据该法成立了慈善委员会作为专门的监督检查机关。第二次世界大战后英国国会于 1950 年成立了公益信托法制与运营委员会，专门起草研究公益法律问题。1960 年国会制定了《慈善法》，该法于 1987 年、1993 年、2006 年被大幅度修改，至今有效。

英国现行的慈善法对公益信托作出了一些重要规定，以期达到对其进行合理规制。其中规定了慈善委员会为公益信托的监督机关，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。

2. 公益信托目的、定义及其成立

公益信托（慈善信托）是指出于公共利益的目的，为使社会公众或者一定范围内的社会公众受益而设立的信托。具体来说，就是为了救济贫困、救助灾民、扶助残疾人，发展教育、科技、文化、艺术、体育、医疗卫生事业，发展环境保护事业、维护生态平衡，以及发展其他社会公益事业而依法设立的信托。公益信托通常由委托人提供一定的财产设立，由受托人管理信托财产，并将信托财产用于信托文件制定的公益目的。就其目的而言，可以分为一般目的公益信托与特定目的公益信托。前者的信托目的是一般公益目的，没有特定的限制；后者的信托目的则局限于特定的公益目的，如扶助某个地区的残疾人。

根据《信托法》及《信托公司管理办法》中对于公益信托的定义，包括以下几种公益信托。

（1）救济贫困。救济贫困是各国信托法公认的一项重要公益目的，通过公益信托帮助贫困的人，是维持社会稳定的一个重要手段。一般来说，下列行为都属于救济贫困。①对贫困者、孤寡老人和其他生活困难的人提供一般性经济资助，或者资助其生活费、医疗费等费用，或者进行物质资助。②直接收养、照顾孤寡老人、孤儿弃婴



等。③为穷人建立免费施舍食物处、济贫院、护理所等。

(2) 救助灾民。发生自然灾害或者其他灾害时，直接向灾民提供资金、物质帮助，或者通过其他机构提供经济或物质资助，帮助灾民解决生活、生产困难等救助灾民的行为。

(3) 扶助残疾人。残疾人是社会的弱者，由于身体的障碍，生活一般比较困难。帮助残疾人是整个社会的责任，因此，通过提供财物设立信托来扶助残疾人属于公益信托。

(4) 发展教育、科技、文化、艺术、体育事业。发展教育、科技、文化、艺术、体育事业的范围比较广泛，只要提供财物设立信托的目的是发展这些事业，都可以成为公益信托。比如：出资设立学校或者维持现有学校的运行，设立奖学金、帮助贫困学生，设立或资助新学科、新课程等，出资设立或者维护博物馆、美术馆、图书馆，资助公共艺术团体或组织，资助公共体育运动以及资助相关的科学研究等。

(5) 发展医疗卫生事业。设立或者维护公益性的医院、诊所，救助某种疾病的患者或者一般性的救助病人，资助医学研究等。

(6) 发展环境保护事业，维护生态平衡。《公益事业捐赠法》已经明确，发展环境保护事业、维护生态平衡属于公益目的，《信托法》再次确认，一般来说，出资或者捐物设立信托，用于防止或清除环境污染，植树造林，采取措施防止沙漠化危害，科学处理工业废料和生活垃圾等致污物，进行环境保护方面的科学研究等。

(7) 发展其他社会公益事业。由于公益事业的范围随着社会、经济的发展而变化，采用列举的办法确定公益事业的范围，显然难以适应这种变化。为此增加这项规定，以便今后增加相应的公益目的。在一些发达国家，戒毒、戒酒，建立和维护社会公众休闲设施等公共设施，保护动物不受伤害，增强国家的防御力量，发展宗教等，也被看成是公益事业。

3. 公益信托制度的本质属性

信托本质上是一种代人理财的机制，是财产的转移、管理或安排。按照信托法理，信托财产的独立性是其制度设计中的核心，信托财产独立于所有主体，公益信托财产本质上并不属于公众（受益人），更不属于国家或某个组织所有，任何人不得挪用或侵占，或将公益信托财产混同于自有财产，更不得将信托财产及其盈利分配给捐助人、管理人员。一旦公益信托有效设立，信托财产即从委托人、受托人、受益人的自有财产中分离，成为仅服务于信托目的的独立财产，可以免遭委托人、受托人和受益人三方债权



人的追索。

英美法系中，信托财产的独立性源自双重所有权的设定，受托人享有的权利是普通法上的所有权，受益人享有的是衡平法上的所有权。在大陆法系的所有权采取“一物一权”的原则，财产权是绝对权利，不存在双重归属问题，信托制度带来了一种新的权利设计，虽然《信托法》中对信托财产的独立性有了一定的说明，但是现实运用中《信托法》的效力与适用范围还值得商榷。

公益信托相比于私益信托有着显著的特点。一是受益人的不特定性，公益信托的受益人是不特定的个人或单位，但收益的作用范围是特定的。二是公权力介入，公益信托的运作过程受到公益管理机构的监管。

4. 公益信托适用的特殊原则

(1) 禁止永久权规则的排除适用。禁止永久权规则的含义为财产所有人控制财产的自由不能超过受益人终生加 21 年再加合理的妊娠期，否则其控制无效。英国的法院和立法机构认为，委托人不应该永远控制财产来无限期地服务于其信托目的，同时，为了公益目的，财富自由流转不应永远为财产所有人的意志所控制。因此，一方面，财产可以固定用于私人目的，但是必须限定在一个合理的期限内；另一方面，财产如果服务于公益目的，则可以无限期、固定不变地进行服务。因此，对于公益信托而言，英美法系通过禁止永久权规则的排除适用，使得公益信托得以长期存续。

(2) 近似原则。在私益信托中，如果信托目的实现或者不能实现，信托即告结束，信托财产由有关的权利归属人所得。而公益信托采取“近似原则”，如果公益信托设立后因社会或者法律制度发生变动导致原设立的公益信托目的消灭或无法实现或造成公益信托不合法时，可以根据信托的本意，为实现类似目的而让信托继续。将该财产或剩余价值投向尽可能类似的另一公益目的，也体现出对委托人意志的尊重。

该原则在各国信托法中均有所体现，英国《公益法》、日本《信托法》、韩国《信托法》都说明当公益信托终止而无信托财产归属权利人时，主管机关可以根据类似原则，使信托继续存在并且调整为类似目的。我国《信托法》规定，公益信托终止，没有信托财产权利归属人或者信托财产权利归属人是不特定的社会公众，经公益管理机构批准，受托人应当将信托财产用于与原公益目的相近似的目的，或者将信托财产转移给具有相似目的的公益组织或其他公益信托。

在公益信托实践中，委托人可能基于误解而为一个不存在的受益人群体设立了教育信托，这属于信托目的无法实现的情形。如果严格按照信托法处理，上述信托就应



归于无效。而按照信托法理，法律可以通过探明当事人的真实意思，将该信托挽救为“为类似目的”而设立的信托。这就是公益信托中的著名的“近似原则”。近似原则的前提条件是委托人具有一个“慈善目的”，否则，如果信托无效，信托财产应该归属于委托人或其继承人。通过这个制度设计也保护委托人或其遗产继承人、利益相关者的利益，从而最终利于激发社会对公益信托的信任和参与。

5. 公益信托的监管

(1) 注册登记制与设立许可制之分析。英美法系对公益信托普遍实行事后登记制度，手续简便，登记迅速，有力地促进了公益信托事业的发展。英国自1960年《公益法》颁布后，成立了公益委员会作为公益信托的主管机构，对公益信托采取事后登记注册制度。美国公益信托受托人需要在信托成立后向州检察长报告。

大陆法系大多采取设立许可制，未经批准不得以公益信托名义进行活动，设立难度较大。日本《信托法》与韩国《信托法》均明确规定，受托人接受公益信托时，需经主管官署的许可。

(2) 两大法系法制对公益信托运作的监管。英国公益委员会对于信托运作有监督权，一是可以对任一公益信托行使检查权，要求受托人出示重要文件与报表，并且对不当行为采取防护措施；二是能够在受托人已经无法执行其义务，危及公益信托运行时解除受托人职务；三是能够任命新的受托人；四是对受托人针对信托财产的处分予以认可。美国根据《统一公益信托受托人监督法》，将监督权放在州检察长上，州检察长可以制定规则，规范公益信托营运，享有检查权等，同时受托人还必须定期向州检察长进行书面报告。

日本、韩国两国对公益信托的监督由主管官署执行，其权限与英国公益委员会、美国州检察长类似，不过由于主管官署还负责事前审批公益信托，相对而言对公益信托的管理能力更大。

(二) 公益信托的制度价值

1. 公益信托的制度功能

(1) 安全——受益人利益之确保的功能。

①信托财产独立性。信托财产的独立性有三重含义：一是信托财产独立于信托公司固有财产，二是信托财产独立于委托人固有财产，三是信托财产独立于受益人固有财产。因此，在受托人破产清算时，收益人可以优先取回信托财产或者收益，或者选任新的受托人；信托财产既已排除于委托人的财产范围之外，委托人的债权人也不得



就信托财产要求实现其债权；同时信托财产不属受益人自由支配，不受受益人债权人的追及。信托财产独立性充分保障了信托财产权利以及信托当事人的权利，同时也排除与限制了交易关系中第三人的权利。从而，为了特定公益目的而设立的信托能够独立地依照信托文件运作，不受委托人、受托人与受益人的影响，能够确保受益人利益。

按照信托法理，信托财产的独立性是其制度设计中的核心。在国外，为防止前述侵犯信托财产的行为，英国、美国等国设立专门的组织，例如英国的慈善委员会，美国的检察总长将提起相关诉讼，受益人也可向受托人或侵犯信托财产者提起诉讼。在英国、美国等国，慈善事业管理机构和税务部门还可聘请审计机构在公益信托的募集、使用和费用支出等进行审计，一些独立的社会中介组织也参与慈善组织的评价工作。而审计和评价结果会极大地影响该信托或管理人的善款募集能力。

②内部治理透明性。我国《信托法》规定，公益信托必须设立监察人，而监察人有权代表受益人提起诉讼和实施其他维权行为。目前从国内仅有的几例“准公益信托”的实践来看，监察人主要是律师事务所和会计师事务所。为防止受托人暗箱操作，受托人必须每年向公众公告其信托事务处理情况及财产状况报告，即所谓的“年报制度”。公益信托的信托监察人制度和信息公开制度等将有利于杜绝内部治理上的不透明性。

（2）高效——增值之确保的功能。

①专业化管理。随着受托资产保值和增值的需要，可以由信托公司甚至委托第三方专业机构管理公益财产，这样公益财产可以享受到比较专业的投资服务和管理服务。专业的信托机构能够抓住市场行情变动、政府政策变化、经济环境更替等来确定投资时机；而在投资能力上能够通过多样化的组合方式科学地降低与分散风险，并且保证一定的收益。同时，专业的信托机构能够安排专门团队长期投入财产的运作，并且能够随时根据需要调整投资策略和投资团队。信托机构拥有丰富经验、先进技术、长期时间、专业团队，这都是个人或者非专业人士难以做到的。

②灵活满足需求。公益信托多通过合同或委托人意思表示而成立，信托的存续期限又可灵活约定，例如委托人可以约定在一定期限内成立公益信托，而在一定期限届满或目的实现后终止该公益信托将财产取回或成立一个以自己的亲属子女为受益人的私益信托。公益信托这种灵活性的安排可以满足不同委托人的委托意愿，从而鼓励他们设立不同类型和期限的公益信托。



③责任界限清晰。信托的“有限责任”机制也大大提高了信托作为公益制度的效率，由于信托事务处理所发生的债务都只以信托财产为限承担责任，一旦发生债务损失的只是信托财产本身，与受托人无关，这能够大大增强受托人处理信托事务的意愿。

(3) 运营成本较低。

①不需要经营场所。公益信托并不需要固定的经营场所，资金型公益信托只需要设立托管账户即可。

②不需要大量人力物力。公益信托在设立初期需要一些投入，运行起来以后并不需要长期大量占用人力物力，专人定期管理并且定期接受第三方监督即可。

③收费较低。由于公益信托往往是信托公司履行社会责任的选择，在收费上比普通的营业信托要低，甚至可以不收费。

④收入避税功能。作为公益事业的信托收入可以减税或者免税，这减轻了信托财产需要承担的税负。

2. 公益信托与现行基金会制度的比较

(1) 基金会与财团法人制。国内的公益法人包括公益性事业单位法人、公益型社会团体法人、基金会，还有部分公益性法人型民办非企业单位。

虽然我国基金会采取财团法人制的方式运行，但从法律制度上看我国并没有财团法人制。同时，我国只规定了信托公司可以充当公益信托的受托人，基金会并不能够担任受托人，无法运用信托手段保持基金的保值增值，长期以来只能依靠银行存款、债券等作为投资标的，影响基金的发展。

(2) 我国基金会的弊端。

①设立不简便。慈善基金会属于财团法人，比如我国法律规定，设立公募基金会必须要有法人章程、固定的场所和董事、理事等高级管理人员。设立全国公募性慈善基金会法人注册资本不少于800万元人民币，且必须是货币资金，其成立后也只接受现金捐赠。

②运营成本高。为维持基金会法人的办公所需要场所和人员等，基金会的管理成本较高。基金会的注册资金和后来的募集资金并不直接用于资助社会，基金会工作人员的工资和办公费用在基金收入中开支，除了工作人员的工资福利费用，在基金的管理运作过程中还存在着大量业务费用，包括社会活动经费、宣传费、交通费、出版费等。



③内部管理流程不规范透明。我国慈善基金会内部管理的规范化程度与透明度不够已成业内共识，尚未形成类似于公益信托的外部监管和内部约束机制。近年来以“郭美美事件”为代表的慈善基金会运营过程中违法问题集中表现出来，严重损害了处于成长期的慈善基金会的公信力及中国慈善事业本身。

④组织管理制度落后。我国慈善基金会的组织管理往往官僚化，内部沟通效率极低，并且缺乏有效的组织管理制度，人浮于事。慈善基金会的工作人员往往缺乏明确的权责与分工，导致工作效率低下，并且无法完全发挥专业人员的作用。

⑤缺少必要的激励机制。我国慈善基金会因为以公益为目的运营，缺乏必要的激励机制，导致人才匮乏与人才流失，有能力的人不愿意把公益当成事业来做。

⑥基金难以保值增值。由于我国基金会的管理人员一般来源于社会知名人士、政府退休干部、其他专职非政府工作人员等，大多远离资本市场，难以拥有专业的理财技巧和丰富的投资经验；同时由于基金会成立规模较小，资金来源有限，大多数管理人员只关注于基金的筹集，而无暇顾及基金的保值增值。同时，对外联络、宣传以及社会活动占用了基金会管理人员的大部分时间，无暇再去关注资本市场情况，大部分基金会均不敢轻易涉足投资领域。

（3）公益信托之于基金会的制度优势。

①设立简便。与慈善基金会相比较，公益信托设立极其简便。从资金门槛、设立形式、财产多样化、受托人类别广等方面均充分体现它对基金会法人的优势。个人或多人以数额不大的资金，甚至设备（如救灾帐篷）、不动产、知识产权等均可设立一个公益信托。设立方式可以是书面，甚至是公证方式。英美等国甚至允许自然人或其他组织以口头的方式设立宣言慈善信托，即以口头方式宣布将自己的一部分财产独立出来设立一个为公共利益存在的信托，而受托人就是委托人自己。

②运营成本低。由于公益信托并不是法人，它就可以利用受托人的办公场所和管理架构而减少运营成本，从而使更多善款直接服务于委托人的设立目的和受益人对象。在采取委托第三方管理时，公益信托以弥补管理人成本为原则与管理人协商管理费水平。

③管理规范透明。我国《信托法》规定，公益信托必须设立监察人，而监察人有权代表受益人提起诉讼和实施其他维权行为。目前从国内仅有的几例“准公益信托”的实践来看，监察人主要是律师事务所和会计师事务所。为防止受托人暗箱操作，受托人必须每年向公众公告其信托事务处理情况及财产状况报告，即所谓的“年



报制度”。

④忠诚与注意义务。公益信托并不仅仅是财产法上的概念，也不局限于信托设立行为，在信托设立后，现代信托法以受托人义务为核心构造了区别于慈善基金会法人的内部治理机制，即受托人按照信托法应该向受益人承担受托人义务，这一义务主要内容为忠诚义务和注意义务。所谓忠诚义务就是不得采取通过关联交易、在职消费等方式损害受益人利益和信托财产。所谓注意义务就是指在信托财产的管理和运营中，应该本着行业的审慎标准和合乎公益慈善目的的做法和标准，包括不得将信托财产置于过度风险的商业投资活动中，对股票的投资必须限定于一定的比例和金额，对投资品种也有“列表管理”。对违反受托人义务的受托人除了不得担任受托人外，还要承担赔偿责任，而赔偿金额归属于信托财产。

三、我国公益信托的现状

（一）公益信托与“准公益信托”

自2001年《信托法》实施以来，我国公益信托逐步发展。在汶川地震、玉树地震等自然灾害下，部分信托公司积极探索运用公益信托制度服务灾区，但目前成功发行的公益信托项目屈指可数，规模偏小，与快速增长的社会捐赠规模明显不相匹配。2013年我国各地共接收社会捐赠款物折合566.4亿元人民币，福利彩票年销售1765.3亿元人民币，两项合计2331.7亿元人民币，^①但对于这些公益资金的管理，极少采用公益信托制度。因此，总体上看，尽管我国公益信托制度原则已基本建立，但在实践中仍面临诸多细节难题；尽管中国已经产生了几何类似公益信托的案例，但严格意义上的公益信托业务模式还没有产生。

我国公益信托的发展应该分为法律界定和实践两个部分来看。从严格的法律意义来说，2001年颁布的《信托法》第一次明确了“公益信托”的定义。在此法颁布之后，只有完全符合《信托法》第六章“公益信托”界定要求的信托产品才能真正称为严格法律意义上的公益信托。目前，符合严格法律意义要求，并以“公益信托”字样出现的公益信托产品仅有个案，例如2008年西安国际信托有限公司（长安国际信托股份有限公司前身）发行的“5·12抗震救灾公益信托计划”。然而从实践中来

^① 数据来源：民政部《2013年社会服务发展统计公报》，<http://www.mca.gov.cn/article/zwgk/mzyw/201406/20140600654488.shtml>。



看，早在《信托法》颁布之前，就存在一些信托产品与社会公益事业结合在一起，具有公益信托的部分特性，我们可以称为“准公益信托”。例如，1999 年华宝信托有限责任公司成立的“宝恒组合投资信托计划”，以信托收益定期发放“宝钢奖学金”和其他针对教育的资助。

目前，严格符合法律定义的公益信托产品数量要低于“准公益信托”。公益信托与“准公益信托”的主要区别如下。首先，公益信托的成立目的只能是单纯以公益事业为唯一目的，而“准公益信托”大都拥有多重目的，公益部分仅是其中部分目的。其次，公益信托的信托财产和收益不能用于非公益事业，而“准公益信托”往往仅将部分或全部信托收益用于公益事业。再次，公益信托必须设置信托监察人，而“准公益信托”多为传统资金信托，没有该项强制设置。最后，公益信托必须涉及公益事业管理机构并经过相关批准，而“准公益信托”没有相关强制要求。

表 1 公益信托与“准公益信托”的区别

	公益信托	“准公益信托”
成立目的	单纯以公益为目的	可以包含非公益目的
信托收益	必须全部用于公益目的	可以部分用于非公益目的
信托监察人	必备条件	没有硬性要求
公益事业管理机构	必须涉及并经过其批准	没有硬性要求

资料来源：根据公开法律法规资料整理。

本文将严格意义的公益信托和“准公益信托”进行了一定程度的模糊处理。由于社会观念、捐赠发票以及行政监管等多重因素，目前完全意义的公益信托远不如“准公益信托”普及。在可预见的未来，“准公益信托”有可能比单纯的公益信托更加受到投资者的认可。因此，我们认为“准公益信托”的推广是公益信托推广的重要渠道和前站。因此，将这些“准公益信托”也列入了讨论和研究的范围。

（二）近年来公益信托发行情况一览

根据公开资料将近年来成立的公益信托和“准公益信托”进行了梳理。从这些不完整的统计中可以看出，20 世纪 90 年代至今，包括长安信托、百瑞信托、紫金信托、华宝信托、北京信托、上海信托、万向信托、平安信托、华润信托、云南信托、重庆信托和中信信托在内的十余家信托公司都成立过标准的公益信托或“准公益信托”产品。这些信托产品的初始资金规模从 60 万元人民币到 10 亿元人民币不等。

从时间进程来看，2008 年发生的四川汶川大地震是标准意义上的公益信托产品诞生的关键时点。尽管《信托法》早在 2001 年已经颁布，而我国首个标准意义上的



公益信托却在2008年才呱呱落地。西安信托（长安信托的前身）发行的“5·12抗震救灾公益信托计划”是国内首个标准意义上的公益信托产品。随后百瑞信托和紫金信托都发行了类似的标准公益信托产品。

从资金公益运用方向来看，教育是最受青睐的领域。无论是直接资助贫困学生家庭，还是支持灾后重建学校都以支持教育为中心。其他公益信托和“准公益信托”资金运用在公益事业的方向还包括文物保护、环境保护、大病救治、特殊群体关怀等。

从投资者门槛来看，标准的公益信托不受《信托公司集合资金信托计划管理办法》约束，不需要满足100万元人民币的起点要求。例如长安信托正在募集的“长安信托奖学金公益信托”成立最低规模要求仅为10万元人民币。紫金信托“厚德二号公益信托计划”50余名委托人的初始委托资金仅为60万元人民币。较低的投资者门槛有利于为公益信托找寻到更多的委托人。

从公益事业管理机构来看，受托人所在监管地的民政和教育主管部门通常担当此任。例如西安信托（长安信托前身）“5·12抗震救灾公益信托计划”的公益事业管理机构和批准机构为陕西民政厅。百瑞信托发行的“郑州慈善公益信托计划”的公益事业管理机构和批准机构为郑州市民政局。

表2 我国部分公益信托和“准公益信托”一览

产品名称	成立时间	受托人	委托人	初始资金	公益运作模式	监察人	性质
宝恒组合投资信托计划	1999年	华宝信托	宝钢教育基金会	3500万元人民币	信托收益捐赠发放教育奖学金和资助	无	“准公益信托”
爱心成就未来—稳健收益型集合资金信托计划第一期	2004年	云南信托	23名投资者	536万元人民币	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	无	“准公益信托”
新疆助学公益信托	2005年	平安信托	深圳市政府财政	1亿元人民币	信托收益全部捐赠给新疆教育厅资助当地贫困家庭	无	“准公益信托”
爱心满中华集合资金信托计划	2007年	重庆信托	未披露具体人数，但为集合信托	10亿元人民币	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	无	“准公益信托”
同心慈善1号新股申购集合资金信托计划	2007年	北京信托	招商银行理财产品客户	4599万元人民币	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	无	“准公益信托”
5·12抗震救灾公益信托计划	2008年	西安信托（长安信托前身）	西安信托等四家机构	1000万元人民币	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	标准公益信托



续表

产品名称	成立时间	受托人	委托人	初始资金	公益运作模式	监察人	性质
郑州慈善公益信托计划	2008 年	百瑞信托	百瑞信等 79 名委托人托	159 万 元 人民币	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	标准公益信托
中信开行爱心信托	2008 年	中信信托	招商银行理财产品客户	10 亿元人民币	信托收益超过预期收益部分 960 万元人民币全部捐赠给宋庆龄基金会用于四川灾区重建	无	“准公益信托”
金管家—爱心传递集合资金信托计划	2009 年	华润信托	不详，但为集合资金信托	不详	信托收益超过预期收益率部分的 10% 捐给“华润信托·爱心传递梦想中心”支持四川灾区重建	无	“准公益信托”
紫金·厚德一号公益信托计划	2011 年	紫金信托	商贸投资集团为单一委托人	100 万 元 人民币	全部资金用于救助患重病的儿童	立信会计师事务所江苏分所	标准公益信托
紫金·厚德二号公益信托计划	2012 年	紫金信托	54 名 委 托 人	60 万元人民币	全部资金用于救助患重病的儿童	立信会计师事务所江苏分所	标准公益信托
长安信托奖学金公益信托	2013 年	长安信托	未知	未知，成立规模不低于 10 万元人民币/年，期限为 10 年	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	陕西简能律师事务所	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 年	百瑞信托	救助中心、基金会、企业	不详	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	类公益信托
华宝爱心信托	2013 年	华宝信托	机构客户等特定投资者	100 万元人民币	信托本金及收益全部用于委托人指定或符合一定条件的公益机构	无	类公益信托
“上善”系列公益类信托	2014 年	上海信托	不详	不详	信托本金及收益全部用于云南贫困地区中小学教师来上海培训项目	不详	标准公益信托
中国自然保护公益信托（募集中）	2014 年	万向信托	社会公众	不详	信托的本金及收益全部用于资助在中国境内的自然保护项目	德勤华永会计师事务所北京分所	标准公益信托

资料来源：根据公开资料整理。



（三）全国首只标准公益信托——“5·12 抗震救灾公益信托计划”

我国首只标准的公益信托产品“西安信托5·12 抗震救灾公益信托计划”诞生于2008年。2008年5月12日，四川汶川等地区发生了严重的地震灾害。造成了巨大人员伤亡和财产损失。受“5·12”特大地震波及，陕西省各地普遍产生强烈震感，特别是靠近四川的汉中、安康等市，部分群众生命财产受到较大损失，中小学校等公共设施遭受严重损坏。为帮助和支持灾区重建工作，在陕西银监局的关心和指导下，西安国际信托有限公司（长安信托前身，以下简称西安信托）严格按照《信托法》、《公益事业捐赠法》等相关法律和文件精神，顺利推出全国首例仅以公共利益为信托目的的信托计划——“西安信托5·12 抗震救灾公益信托计划”，通过金融创新向参与公益事业的捐赠者提供了一种新的途径和公益活动模式。

该信托计划于2008年6月6日成立，共募集信托资金1000万元人民币，信托期限为3年（可根据项目实施情况提前结束或适当延长），委托人为西安国际信托有限公司（长安信托前身）、上海证大投资管理有限公司、深圳市淳大投资有限公司及深圳市思科泰技术有限公司四家单位，参与该信托计划的委托资金分别为200万元人民币、370万元人民币、320万元人民币及110万元人民币。

该信托的资金运作方式为由陕西省民政厅负责协调、安排，由西安信托（长安信托前身）作为受托人对资助项目进行确认；或由其他合法组织推荐由受托人进行确认；或由受托人亲自选择确定项目。受托人与民政部门或其他公益机构签订定向捐赠协议，就捐赠资金的使用、资助项目的管理等进行约定，确保本信托资金用于本信托计划规定的抗震救灾公益项目。

该信托计划由上海东方爱心基金会担任公益信托执行顾问，为信托的管理和运作提供专业指导。由上海锦天城律师事务所担任公益信托法律顾问，为信托计划提供法律审查意见及为信托计划的管理和运作提供专业指导。西安希格玛有限责任会计师事务所担任信托计划的信托监察人，对信托计划项下资金运用进行监督。信托计划成立后，西安信托（长安信托前身）与陕西省民政厅签订了《定向捐赠协议》，对捐助对象、项目实施及资金划转等进行了充分约定。

信托计划成立后，按照《定向捐赠协议》，受托人西安信托（长安信托前身）与陕西省民政厅多次接触，积极就抗震救助事宜进行磋商。根据信托文件约定，受托人积极考察由陕西省民政厅推荐的援建项目，并于2009年底确定了陕西省镇巴县上报的5所学校为援建项目。随后受托人与陕西省教育厅及镇巴县人民政府签订了《公益



信托项目捐赠实施三方协议》，并据此落实项目捐赠条件。2010年初，受托人在对项目捐赠条件的落实情况进行充分核实后，并征得捐赠人书面认可以及陕西省民政厅书面确认，将该公益信托资金人民币1000万元在信托监察人的监督下，一次性转入《定向捐赠协议》约定的“陕西省救灾募捐办公室”专用银行账户，资金定向用于上述救助项目。同年3月，陕西省民政厅已将捐赠资金一次性拨付至由镇巴县文教体局监督使用的救助项目银行账户，项目资金实行专户储存、专人管理、专款专用、独立核算、封闭运行。

2010年10月，上述捐助项目建成完工，西安信托（长安信托前身）在该信托计划清算后，将因该信托计划财产运用所产生的剩余财产也进行了捐赠并向所有受益人披露了清算报告。我国首只标准的公益信托计划圆满结束。

（四）我国公益信托实践中存在的问题

根据国内部分已经开展标准公益信托业务的信托公司经验来看，制度障碍是主要困难。首先，税收问题打击了企业和个人以委托人身份参与公益信托的积极性。根据财政部2010年颁布的《公益事业捐赠票据使用管理暂行办法》，各级人民政府、公益事业组织和团体在接受公益性捐赠时应该开具捐赠发票。显然非公益组织团体的信托公司也就不具备开具捐赠发票的合法性。同时，由于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捐赠发票。正是由于公益信托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捐赠发票抵税优惠。而能否获得捐赠发票抵扣税款将会对参与公益信托的企业造成重大的影响。在《企业所得税法》中规定，企业的公益性捐赠支出，在年度利润总额12%以内的部分，准予在年度应纳税所得额时扣除。例如，1家税前利润1000万元人民币的企业，如果其当年公益捐赠总金额为120万元人民币（利润的12%），在获取捐赠发票后该120万元人民币捐赠就可以免征企业所得税合计30万元人民币（120万元×25%的所得税税率）。

公益信托开展的第二个主要障碍是审批机构不明确的问题。一方面，根据《信托法》，公益信托的开展需要得到公益事业管理部门的报批。而公益事业管理部门会因捐赠人所在地、受托人所在地、公益项目所在地、公益项目类型的不同而不同。例如一个北京捐赠人经过华宝信托向西藏的教育项目作出捐赠，就可能涉及北京市民政局、上海市民政局、西藏自治区教育局、民政局等多个可以审批机关。而现行法律法



规中没有明确这些公益事业管理部门在公益信托中的实际职责，造成这些管理部门对公益信托的认知度不够，容易出现“踢皮球”现象。特别是受捐助所在地和受托人不是同一个省区时，表现得更为明显。例如，公益信托委托人是北京的企业，希望将资金捐赠给云南的教育事业；而受托人为陕西的信托公司。该公益信托可能牵涉的监管和公益事业管理部门可能包括陕西银监局、云南银监局、陕西民政、云南民政和教育等多个部门。信托公司可能疲于奔波于这两省的各级监管和管理部門之中，导致审批流程过长，增加了运作成本。另一方面，信托公司还需要向属地的银监部门报告，进行事前备案。尽管中国银监会有明确的《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》作为依据，但也未对其他用于公益目的的公益信托或“类公益信托”有任何书面意见，使得信托公司在报备沟通的工作中也要投入大量的时间精力。

公益信托开展的第三个障碍是公益信托报酬率偏低的问题。按照中国银监会2008年颁布的《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》，公益信托受托人和监察人的报酬每年度合计不能高于信托财产总额的千分之八。由于目前国内公益信托的开展规模普遍较小，1000万元人民币规模的公益信托每年仅有不超过8万元人民币能给受托人和监察人支付成本。目前信托公司在处理公益信托业务时大都采取了免收信托报酬的办法，支持公益事业。从长远来看，该模式难以支持信托公司将公益信托规模做大。

四、其他国家和地区公益信托的发展及借鉴

（一）公益信托制度简况

1. 英国公益信托概况

英国是信托制度的发源地，公益信托（又译为慈善信托）更是英国信托制度中最具创造性的法律制度，在英国公益事业中享有举足轻重的作用，并随着英国的殖民扩张传播到世界各国。

英国法院在1804年“莫莱斯诉达拉谟主教案”、“帕姆赛尔案”中对慈善信托目的进行分类，将慈善信托目的分为救济穷人、促进获取知识或教育、发展宗教以及促进通常公共利益目的^①。英国公益信托即从早期以宗教目的、救济扶贫为主要目的，

^① Mohammed Ramjohn, Source Book on Law of Trust, Cavendish Publishing Ltd., 1995.



而后扩展至发展教育、医疗等其他慈善领域，成为具有现代意义、承担福利国家公共服务职能的公益信托。

19 世纪普遍出现的公益信托财产滥用、受托人违反忠诚义务的情况^①，导致公共利益受到损害；而随着社会财富的增加，同时期英国社会对慈善信托用于救济贫困、发展教育等需求也不断增长。随着矛盾日益突出，英国出现自上而下的改革并推动公益信托法律制度的变革。在立法层面，1812 年《慈善捐赠法》、1832 年《济贫法》、1852 年《慈善信托法》及其 1855 年、1860 年修订版、1872 年《慈善受托人组织法》、1888 年《永久营业与慈善信托法》等对以往制度进行完善；英国议会设立布鲁姆委员会对各地的慈善信托进行调查取证，每年依据调查的事实向国会提交评议报告并公开报告内容^②，向议会提出建议^③并得到采纳。

20 世纪英国在总结司法实践的基础上，将公益信托制度以成文法的形式固定下来，颁布了 1925 年《受托人法》^④，对信托中的基本关系作了全面规定，包括受托人管理财产的责任、受托人投资义务、受托人违反信托义务所承担的责任。1960 年《慈善法》试图建立一个全新的慈善信托体系，扩大了力求近似原则的适用范围，并扩大了慈善委员会的权利，之后的 1992 年《慈善法修正法》、1993 年《慈善法》，进一步满足社会的需求，全面开启了公益信托成文化时代。到 2000 年《受托人法》和 2006 年《慈善法》的颁布，确立慈善信托的慈善目的，对职业受托人的注意义务提出更高要求。经历了几个世纪的发展，英国的慈善信托从成立到运行，再到终止，都全部置于英国法的有效调整之下^⑤。

2. 中国台湾地区公益信托概况

中国台湾地区“《信托法》”于 1996 年 1 月 26 日公布施行，当时其草案的起草以日本于 1922 年及韩国于 1961 年所公布施行的《信托法》为蓝本，间接参考英国、美国、法国的相关理论，并配合中国台湾地区社会实际需求而定。其中列有“公益信托”专章（第八章）。依该法第六十九条规定，“称公益信托者，谓以慈善、文化、

① 1818 年 10 月英国政治家亨利·彼得·布鲁姆（Henry Peter Brougham）发表“致塞缪尔·罗密里的一封信：关于慈善财产的滥用”（A Letter to Sir Samuel Romilly M. P. : Upon the Abuse of Charities），该文列举了各种各样慈善信托财产被滥用的事例。James J. Fishman, *The Faithless Fiduciary and the Quest for Charitable Accountability 1200 - 2500*, Durham: Carolina Academic Press, 2007.

② 经过 20 多年，对英国将近 30000 个慈善信托进行调查，耗资 25000 英镑，汇成 40 卷工作报告。

③ 其中一个最重要的建议便是设立全国性的常设慈善委员会。

④ 何宝玉：《英国信托法原理与判例》，北京，法律出版社，2001。

⑤ 解锟：《英国慈善信托制度研究》，北京，法律出版社，2011。



学术、技艺、宗教、祭祀或其他以公共利益为目的之信托”。

有关公益信托的许可及监督办法，依照“《信托法》”第八十五条规定，应由不同目的事业主管机关订定；^①目前“中央政府”已有“内政部”、“金管会”、“教育部”、“体委会”、“文建会”、“法务部”、“原能会”、“环保署”与“消费者保护委员会”等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。据此，中国台湾目前已有“《法务公益信托许可及监督办法》”（1996.12.04）、“《内政业务公益信托许可及监督办法》”（2000.12.30公布、2003.08.22修正公布）、“《教育公益信托许可及监督办法》”（2001.06.16公布、2004.01.20修正公布）、“《体育业务公益信托许可及监督办法》”（2002.08.05）、“《消费者保护公益信托许可及监督办法》”（2002.10.02）、“《文化公益信托许可及监督办法》”（2002.12.09）、“《原子能业务公益信托许可及监督办法》”（2003.03.26）、“《环境保护公益信托许可及监督办法》”（2003.05.14）、“《银行相关业务公益信托许可及监督办法》”（2004.06.30）。^②

2001年经中国台湾地区“法务部”核准设立的“公益信托陈春山法制研究基金”是台湾地区第一个公益信托。该公益信托以“协助财经法制之研究、促进台湾地区公益信托事务之发展”为信托目的。依据最新业务统计资料显示^③，截至2014年第一季度，台湾地区各银行担任公益信托受托人，并已完成设立公益信托的案件共有108件，管理信托财产总金额逾新台币446亿元。其中，管理规模最大的公益信托是由中国信托商业银行作为受托人管理的“公益信托恩典社会福利基金”，其管理信托财产总金额逾新台币116亿元。

3. 日本公益信托发展概况

比之于英美法系国家，日本秉承大陆法系立法传统，两者在法律文化上存在极大差异，因此，日本在移植信托制度方面遭遇到了法学理论和文化上的碰撞。然而，尽管如此，在社会存在广泛需求的前提下，日本成为最早引进该制度的大陆法系国家，也是移植该制度最成功的国家。^④我国作为后继的大陆法系国家，在公益信托的移植方面也可参考日本的成功经验，从而为科学、合理地构建我国公益信托法律架构提出的立法建议。

^① 中国台湾地区“《信托法》”第八十五条规定，“公益信托之许可及监督办法，由目的事业主管机关定之”。

^② 彭俊亨、陈秋政：《台湾公益信托实务发展之分析：公益行动的蹊径》，载《政策与人力管理》，2011（2）。

^③ 资料来源：<http://www.trust.org.tw/statistics/WebStatistics1.asp?Action=Search&pno=40>。

^④ 赵磊：《公益信托法律制度研究》，北京，法律出版社，2008。



日本公益信托制度同公司法制度类似，很大程度上都是从英美移植。日本的新兴信托业务主要为金融信托并为商业银行所主导（与我国类似）。1902年，日本兴业银行成立后首创信托业务。1922年制定经营信托业务必须遵循的《信托法》和监督经营信托事业的《信托业法》，并于1923年实施。这两部法律作为信托基本法，使日本信托进入新的历史时期。

然而，20世纪六七十年代，日本公益法人制度的弊端逐渐暴露出来：中小规模的公益法人无力负担人员工资和行政费用；企业法人成立公益法人作为避税的手段；一些公益法人因接受财政支持，丧失中立地位，甚至成为主管部门安置其退休人员的去处。在这样的背景之下，日本外务省于1977年颁发了外务大臣所管公益信托受托许可证及监督法令，建筑省、文部省也相继制定了相关的许可颁发和监督法令。^①从该年起，日本公益信托的件数成逐年上升趋势。

2006年，日本对《信托法》进行翻天覆地的修改，公益信托作为《信托法》的特别法从《信托法》中分离出来，单独立法，即《公益信托法》。有关公益信托的规定从10条增加到了12条，内容上较原来更为翔实。但就公益信托的设立程序仍承袭以往的许可规定。另外，公益信托不适用受益人非特定情形下的20年信托存续期间的限制。公益信托专项立法的发展极大地推动了公益信托的发展。

总体来看，日本公益信托制度呈现出以下特点：

第一，信托标的以金钱为主。日本公益信托的开展，因其受托人多为信托银行，而信托银行又是擅长资金管理运营的，所以导致日本公益信托的特点集中表现在金钱信托方面。

第二，受主管机关的监督。监督内容和审查标准以主管机关共同制定的《关于公益信托的受理许可审查标准》为依据。一般的信托中需要法院监督的事项，在公益信托的场合则由主管业务机关取代法院进行监督。

第三，与财团法人不同，设立公益信托，无须办理法人登记和设置办公场所。此外，因办理许可申请的工作是由作为受托人的信托银行向行政主管机关申办的，因此对出捐人而言非常简便。

第四，公益信托出捐单位设立灵活。为了唤起国民关心慈善、公益的爱心，公益信托的出捐金额逐渐出现小额化趋势。可根据期间的长短和财产规模的大小，灵活设立。

^① 赵磊：《公益信托法律制度研究》，北京，法律出版社，2008。



第五，在公益信托的名称中允许载入财产捐赠企业或个人的名称以赞颂其善意，进而鼓励更多的普通民众从事公益信托。

第六，地方公共团体在公益信托中发挥作用。如2002年静冈县抗震救灾志愿者公益信托，就是由静冈县及相关关联团体设立。这种由地方公共团体牵头设立的公益信托，运用范围不断扩大。由于该机制运行透明、设立简便，同时能够帮助缓解地方财政压力，因而颇受行政机构的认可和推崇。

第七，为保护不特定多数的受益人，信托银行不但负有严格履行信托法规定的忠实义务、分别管理义务，而且还必须依照行政指导，设置信托管理人等，并附有安全运用财产、严格处理信托事务的义务。

第八，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。委托人为个人时，可享有免征捐赠部分之所得税、遗产税，若委托人为法人时，其捐赠金额可列入费用认列额度中。

日本公益信托的设立及运行通常包括如下步骤：

第一，委托人（即出捐人）与受托人（通常为信托银行等），首先就公益目的的具体选定和实现方法进行协商。

第二，经行政主管机关许可，设立公益信托。申请许可人，即受托人，而非委托人。受托人应提交下列文件：①设立公益信托的申请书；②信托合同；③相关当事人的履历表、就任承诺书；④财产目录；⑤证明财产权利和价值的文件；⑥事业计划书和收支预算书。

第三，行政主管机关对上述文件审查后作出是否许可的决定。在公益信托中，行政主管机关的许可是公益信托成立的必备要件。

第四，取得行政主管机关的许可后，委托人和受托人签订“公益信托设立契约”。在信托设立后，提交附有合同书副本的信托财产转移报告书。

第五，行政主管机关可就公益信托的事务处理进行检查、命令受托人为必要之处分等。

第六，信托管理人作为不特定多数受益人的代表，对受托人职责的履行实施监管，并就重要事项享有给予同意的权利。

第七，运营委员会（由该公益信托目的之领域的专家学者所构成），根据受托人的咨询遴选资助对象，并就重要事项提出建议。



第八，受托人对财产进行管理运用，并按照运营委员会的意见交付资助金、管理信托事务。

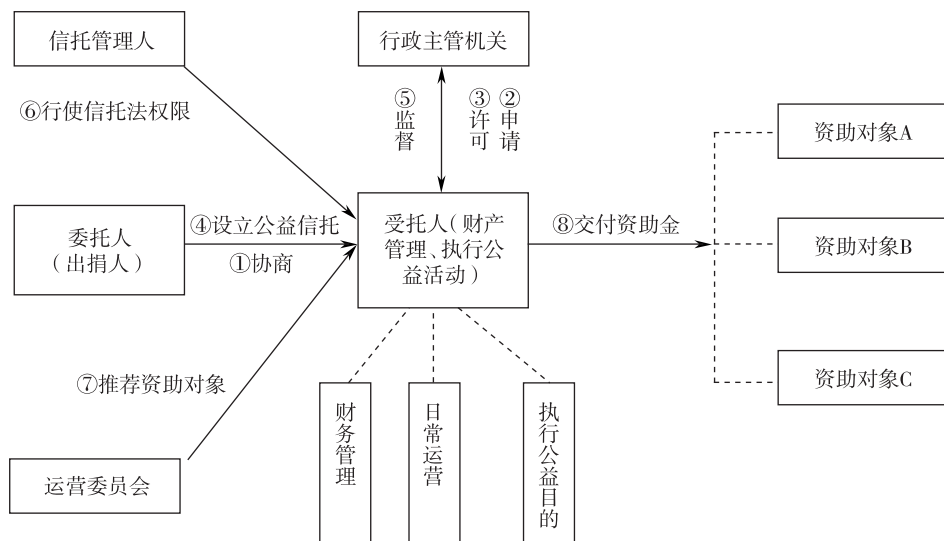


图1 日本公益信托流程图

（二）公益信托制度借鉴

1. 公益事业管理机构

由于公益信托的属性是以实现社会公众利益为目的，同时又因为受益人为不特定多数人的特点，因此，无论是普通法系还是大陆法系，都对公益信托采取较为严格的监管。由于法律传统等原因，两大法系对公益信托的监管模式颇为不同。

（1）英国：慈善委员会。英国建立了全国性的常设公益信托专门监管机构——慈善委员会。从最初1601年《慈善用益法》建立5名慈善专员组成的地方性慈善委员会，到1853年《慈善法》成立全国性常设慈善委员会，再到1960年、1993年和2006年《慈善法》，慈善委员会逐渐成为英国全方位公益信托监管制度的监管核心。

（2）中国台湾：特定目的事业主管机关。中国台湾地区公益信托主管机关为特定目的事业主管机关，“中央政府”、“内政部”、“金管会”等九个部会依其主管业务成为不同目的公益信托的主管机关。例如，向大学生提供奖助，则以“教育部”为目的事业主管机关。如以信托银行作为受托人，就信托事务的执行，则分别由信托业之



主管机关（即“财政部”），与目的事业主管机关为双轨制之监督。^①

中国台湾地区“《信托法》”第七十条、第七十一条规定，公益信托之设立，应经目的事业主管机关的许可，并且必须以公益目的为限。此举目的在于防止公益信托滥设，变相为图谋私利的工具，以确保社会大众的利益及公益的本质。第七十二条第一项更进一步指出“公益信托由目的事业主管机关监督”。

（3）日本：公益事业主管机构。日本公益信托的设立必须经过主管机关许可，而许可标准非常严格。根据日本《公益信托法》第二条规定，“公益信托的承受，其受托人必须取得政府主管机构的许可，否则不发生效力”。值得注意的是，这种批准或许是对受托人承办信托的许可，并非是对委托人设立信托的许可。

公益信托的行政主管机关，因信托公益目的不同而不同。换言之，公益事业的主管机构都是以其所属领域的行政管理作为主要业务，公益信托的监管只是其众多业务范围中的一种。如以给付学生奖学金为目的的公益信托，其对象为日本全国各地的学生时，该行政主管机关则为文部科学省；若为县级学生时，则县教育委员会为行政主管机关。另外，即便同为文部科学省，但对象因大学生和高中生的不同，其负责的部门也不相同。

2. 信托监察人

（1）英国：公益信托专门监督员。英国历史上还出现公益信托专门监督员制度，类似我国的信托监察人制度。1831年前公益信托委托人在设立信托时被允许设立专门监督员，早期的教会和一些慈善机构要服从专门监督员管理。专门监督员通常由委托人进行任命，若委托人没有任命专门监督员，由委托人的继承人担任该公益信托的法定监督员。如果委托人没有继承人，或者无法找到继承人，或者继承人不具有行为能力，则由国王任命专门监督员，实践中由衡平法院法官代表国王行使该权力。由于专门监督员是由委托人设立，属于公益信托内部监管，该专门监督员的权力不受法院控制。

（2）中国台湾：公益信托监察人。中国台湾地区的“《信托法》”用一章专门规定信托监察人制度，对信托监察人制度的规定比较全面。中国台湾地区“《信托法》”第五十二条规定，“受益人不特定、尚未存在或其他为保护受益人之利益认有必要时，法院得因利害关系人或检察官之申请，选任一人或数人为信托监察人。但信托行为定

^① 吕佩珊：《台湾应用公益信托促进社区环境营造之研究》，国立台北科技大学建筑与都市设计研究所硕士学位论文，2005。



有信托监察人或其选任方法者，从其所定”。由该法条所知，中国台湾地区“《信托法》”将设立信托监察人的情况规定为受益人不确定、尚未存在或其他为保护受益人利益的必要情形。我们还可以发现，中国台湾地区“《信托法》”对信托监察人的选任方式和组成方式规定较为完善。信托监察人或者由信托行为选任，或者由法院依利害关系人申请选任，还规定了检察官有申请法院选任信托监察人的权力。信托监察人的组成可以是一人，也可以是多人。另外，中国台湾地区“《信托法》”第五十八条和第五十九条规定信托监察人的指定或选任之人，可以在信托监察人怠于执行职务或有其他重大事由时解任信托监察人，法院也可因利害关系人或检察官的请求而解任，这是对信托监察人的解任情形和方式的规定。另外，中国台湾地区“《信托法》”对于信托监察人的任职条件、信托监察人的职权和权利、信托监察人的义务、信托监察人的议事规则也规定得较为详细。中国台湾地区“《信托法》”关于信托监察人的任职条件规定于第五十三条，其规定不得担任信托监察人的情形有三种，分别是未成年人、禁治产人以及破产人。也就是说，台湾地区“《信托法》”对于信托监察人的民事行为能力以及财产状况有所要求。台湾地区“《信托法》”第五十二条第二款规定了信托监察人的职权。信托监察人为了受益人的利益，可以以自己的名义进行有关信托的诉讼行为或者诉讼外行为。台湾地区“《信托法》”第五十六条、第五十七条规定了信托监察人的报酬请求权和辞任权，第五十四条规定了信托监察人的善良管理人之注意义务。台湾地区“《信托法》”第五十五条则是有关信托监察人议事规则的规定。其规定：“信托监察人有数人时，其职务之执行除法院另有指定或信托行为另有订定外，以过半数决之。但就信托财产之保存行为得单独为之。”

另外，中国台湾地区“《信托法》”第七十五条规定，“公益信托应置信托监察人制度”，这与大陆《信托法》将公益信托监察人制度作为公益信托法律制度的强制性规范的规定是相同的。^①

(3) 日本：信托管理人。在日本，信托监察人被称为信托管理人。信托监察人属于信托法律关系的当事人，但是因性质与地位的特殊，其权利与义务的设置也颇具特色。

与普通法系国家相比，民法法系国家没有受托人与受益人相互制衡的双重所有权制度。法院也没有灵活的衡平法规则可以依据，更无英美法院那样大的自由裁量权。为了克服这些先天不足，日本在引入信托制度时，创制了信托管理人制度。日本

^① 李清滢：《论我国公益信托监察人制度的完善》，中南民族大学硕士学位论文，2012。



1922年《信托法》第八条第一项规定：“受益人不特定或尚不存在时，法院可根据利害关系人的请求或依其职权选任信托管理人，但依信托行为另有指定的信托管理人时，不在此限。”

信托监察人虽非《公益信托法》规定必须所设机构，但是为了维护不特定多数人的利益，使公益信托得到妥善经营，一般都是通过信托契约设立信托监察人，从而成为公益信托的许可条件。根据新法第一百二十三条、《公益信托法》第八条，按利害关系人请求或主管机关依职权，均可选任信托监察人。

3. 受托人

受托人在公益信托法律关系中起着核心作用。委托人基于信赖将信托财产转移于受托人，受托人在特定公益目的的限制下，为受益人的利益而实施行为。受托人的选择得当与否、受托人是否具有管理信托财产的能力、能否恪尽职守，决定着公益信托的成败。

(1) 英国。公益信托涉及公共利益，并享受税收优惠，而受益人的不确定以及受托人直接参与信托财产的管理容易造成信托财产的滥用，因此英国法对公益信托受托人的要求更高，监管也更为严格。

①受托人权利。1960年《慈善法》规定，慈善委员会有权设立官方托管人，在信托财产托管期间担任公益信托受托人的角色，该托管人是独立法人，其负责人由慈善委员会任命，其对公益信托的管理是无偿的。

1993年《慈善法》对公益信托受托人的条件规定了“负面条件”，曾经有过违反诚信或欺诈行为的、被宣告破产或财产被扣押尚未解除的、在管理慈善事务中出现行为不当或管理不当的个人应负责任的，或该行为被慈善委员会或高等法院发布命令撤销慈善受托人资格的、有犯罪记录的等，不能担任受托人。传统上英国法不允许公益信托受托人以受托人的身份获得报酬，而是实行自愿管理。到2000年《受托人法》颁布，该法第三十条规定，公益信托的受托人是一家信托公司或者以专业身份进行管理，国务大臣有权就其报酬事宜制定规章进行规定。该法规定受托人可以为他提供的管理获取报酬，但是报酬获取的权利不同。2006年《慈善法》规定，个人受托人全心尽职对公益信托进行管理付出额外劳动，则无须征得慈善委员会同意获得报酬，但是需信托合同不禁止支付受托人报酬且由文件证明该个人为公益信托受托人。英国法中受托人的权利分为明确要求的权利和自由裁量权，前者是委托人明确授予受托人的权利，后者是委托人授权受托人运用自己的判断决定是否行使的权利。然而无论受托



人行使何种权利，都须对其自身滥用权利行为负责。

②受托人义务。前文所述，受托人依照信托文件规定的内容行使权利，同样也依照信托文件相关条件履行义务。在履行相关条款的基础上，在管理信托财产的过程中，产生了信赖义务。

信赖义务是衡平法院发展来的概念，指一方承诺为另一方利益，或者双方利益而为的特定行为，使得对方利益优先于自己的利益，信赖义务又分为忠实义务和谨慎义务两大部分，忠实义务是公益信托受托人应遵循的道德准则，而谨慎义务则是在信托财产管理过程中的注意性义务和保护性义务。

如今受托人的信赖义务已经扩展到各个国家和地区，成为受托人义务重要组成部分。

(2) 中国台湾。中国台湾“《信托法》”第二十一条规定，未成年人、禁治产人及破产人，不得为受托人。由于公益信托具有社会公益性，其运行成败直接关乎公共利益，而公益信托受托人的选择是否得当，又直接决定公益信托的成败，所以对公益信托受托人的资格通常有更严格限制。中国台湾地区“《信托法》”虽没有关于公益信托受托人限制的特殊规定，但赋予目的事业主管机关审查公益信托受托人资格的权力。以设立“文化公益信托”为例，受托人申请文化公益信托设立与受托人许可，应向主管机关提交包括受托人履历书及身份证明文件在内的文件，主管机关应审核“受托人是否确有管理或处分信托财产之能力”，审查合格者，方发公益信托设立及受托人许可书。

(3) 日本。在日本，公益信托因涉及不特定人的公共利益，因此，其所受约束比私益信托更加严格。主要表现在两方面：第一，公益信托受托人的选任、辞任方面都要受到行政主管机关的许可；第二，规定公益信托受托人的定期报告义务。

第一，公益信托受托人的选任与辞任。日本《信托法》虽然未对公益信托情形下的受托人做出限制性规定，但赋予了主管机关审查公益信托受托人资格的权力。获得许可的公益信托受托人多为财产管理或运用上具备丰富知识和经验的信托银行。

对于公益信托而言，受托人的辞任比私益信托严格得多。一方面，如果受托人随意辞任，不利于信托的正常运转和信托目的的实现；另一方面，出于公益信托管理的连续性，在公益信托受托人辞任环节也会有公益事业主管机关介入。日本《公益信托法》第七条就明确规定，公益信托的受托人辞任须经主管机关批准。

第二，公益信托受托人的报告义务。如前文所述，公益信托受托人不特定，公益



信托主管机关负有保护受益人权益的职责，当然，获悉信托事务和财产状况的相关信息同时也是主管机关的权力。因此，相对应地，法律规定受托人有向公益事业主管机关报告公益信托事务的义务。日本《公益信托法》第四条规定，受托人应每年一次定期向主管机关报告信托业务和财产状况。

4. 公益信托税收优惠

公益信托通过将资金或物资直接用于社会公益事业的发展，可以增加社会公共资源，有利于整体社会福利。现代社会，税收存在的必要性在于它能够有效地提供公共物品，满足公共需求，实现国家职能。税收与公益信托在目的功能上是一致的，这点决定了公益信托应享有相应的税收优惠待遇。虽然各国信托立法与税收制度不尽相同，但大多不同程度、不同范围地规定了对公益信托的优惠措施。

(1) 英国。当一个公益信托被认定具备慈善目的和公益性之后，英国法给予很多税收优惠。1906年《慈善法》确立全国公益信托登记制度之前，是由国家税务署决定慈善委员会登记的公益信托是否符合税收优惠要求，当事人如果对该决定不服，可以向国内税务署内部的特殊机构进行申诉。如果对申诉仍然不服，可以向法院提起诉讼。

英国法对公益信托的税收优惠主要分为对公益信托本身的优惠和对委托人的优惠。

在英国设立公益信托，可以要求免除所得税、增值税、土地税等税种。

第一，所得税。公益信托不为其所从事的商业活动支付所得税，这些活动包括纯粹慈善目的的活动以及主要目的为慈善目的的活动。但是，当公益信托的收入或者可以支配的资金每年超过10000英镑，并且这些财产所得用于1986年《金融法》第七条规定的“非许可花费”，则这类收入不享受税收减免。

第二，增值税。一般情形下，公益信托有义务缴纳增值税。但是，如果该信托的目的是救济贫困，那么该信托在出售捐赠物时无论以何种形式都可以免增值税。另外根据1992年《慈善收益税收法》，只要信托财产用于慈善目的，则该公益信托免征资产增值税。

第三，土地税。慈善组织有权要求对其所占有的土地及土地上的建筑减免50%的税费，慈善组织占有的宗教性质的建筑可以享有彻底免费；并且可以向地方政府提出要求对剩余50%的税费减免，如果经过批准则可以享有全部税费的减免。1992年《地方政府财政法》将土地税改为地方税，由地方政府自由裁量。



英国政府给予公益信托众多税收优惠，对英国慈善事业发展起到重要作用，同时国家在征税过程中也节约了许多征税成本。

此外，对委托人的税收优惠包括，以遗嘱方式设立的公益信托，则可以免除全部或部分遗产税。不是以遗嘱方式设立的公益信托，则可以免除财产转让税、所得税。如果是将不动产转让给慈善组织，则还可以免除印花税。设立为期3年不可撤销的公益信托的委托人，在公益信托存续期间，每年可享受到最多3000英镑的所得税抵税权。

（2）中国台湾。

①所得税法上之优惠^①。

第一，受益人免纳所得税。提供财产成立、捐赠或加入符合下列各款规定之公益信托者，依“《所得税法》”第四条之三规定，受益人享有该信托利益之权利价值，免纳所得税。受托人为信托业法所称之信托业^②；各该公益信托除为其设立目的举办事业而必须支付之费用外，不以任何方式对特定或可得特定之人给予特殊利益；信托行为明定信托关系解除、终止或消灭时，信托财产移转于各级政府、有类似目的之公益法人或公益信托。

第二，成立、捐赠或加入公益信托财产适用捐赠之规定。依“《所得税法》”第六条之一规定，个人及营利事业成立、捐赠或加入符合该法第四条之三各款规定之公益信托之财产，个人得适用该法第十七条综合所得税列举扣除额之规定，在所得总额20%额度内，申报捐赠之扣除，但对政府之捐赠不受金额限制；营利事业得依“《所得税法》”第三十六条规定，列报捐赠费用，额度除对各级政府之捐赠及经财政部专案核准之捐赠不受金额限制外，余以不超过所得额10%为限。

第三，给付公益信托之所得、利益之规定。扣缴义务人给付公益信托之所得，除短期票券利息所得、政府举办之奖券中奖奖金外，得免依“《所得税法》”第八十八条规定扣缴税款。公益信托实际分配信托利益时，应以受托人为扣缴义务人，依规定办理扣缴（“《所得税法》”第八十九条之一）。

②遗产及赠与税法上之优惠^③。

^① 吕佩珊：《台湾应用公益信托促进社区环境营造之研究》，国立台北科技大学建筑与都市设计研究所硕士学位论文，2005。

^② 此处所称信托业，谓依本法经主管机关许可，以经营信托为业之机构。

^③ 吕佩珊：《台湾应用公益信托促进社区环境营造之研究》，国立台北科技大学建筑与都市设计研究所硕士学位论文，2005。



第一，遗产税之优惠。遗赠人、受遗赠人或继承人提供财产、捐赠或加入被继承人死亡时已成立之公益信托，并符合下列各款规定者，“《遗产及赠与税法》”第十六条之一规定，该财产不计入遗产总额：受托人为信托业法所称之信托业；各该公益信托除为其设立目的举办事业而必须支付之费用外，不得以任何方式对特定或可得特定之人给予特殊利益；信托行为明定信托关系解除、终止或消灭时，信托财产移转于各级政府、有类似目的之公益法人或公益信托。

第二，赠与税之优惠。因委托人提供财产成立、捐赠或加入符合“《遗产及赠与税法》”第十六条之一各款规定之公益信托者，受益人得享有信托利益之权利，依该法第二十条之一规定，不计入赠与总额。

③房屋税上之优惠。依“《房屋税条例》”第十五条第一项第十一款规定，经目的事业主管机关许可设立之公益信托，其受托人因该信托关系而取得之房屋，直接供办理公益活动使用者，免征房屋税。

④营业税上之优惠。依“《加值型及非加值型营业税法》”第八条之一第一项规定，受托人因公益信托而标售或义卖之货物与举办之义演，其收入除支付标售、义卖及义演之必要费用外，全部供作该公益事业之用着，免征营业税。

前项标售、义卖及义演之收入，不计入受托人之销售额。

(3) 日本。日本的公益信托从开始实施以来就一直享有税制上的优惠政策。随着1987年、1988年两次税法修改，公益信托的税制得以逐步完善。根据税法，在符合《公益信托法》第一条规定、并获得行政主管机关许可的公益信托，还要符合“一定要件”的规定，才可享受税收优惠，此种公益信托即为特定公益信托。具体而言，特定公益信托需要满足的要件如下：

①受托人应为信托银行等。

②下列诸项必须在信托行为中予以明确：信托终止时，信托财产应归属于国家或地方的公共团体，或继续用于近似目的的公益信托；不得以合意而终止信托；所接受的信托财产限于金钱；信托财产应以下列方法营运，即存储款、集合运用金钱信托；国债、地方债、依特别法规定所发行的债券或贷款信托的受益证券；指定信托管理人；受托人处分信托财产时，必须听取营运委员会的意见；支付给信托管理人和营运委员会的报酬，其金额不得超过完成其任务所需的正常情形下的金额；信托报酬作为处理事务的经费，应以不超过正常必要的金额为准。

③满足以上要件，还需获得主管公益信托的大臣证明。



符合上述条件的公益信托即享受税收优惠。根据公益信托的不同环节，课税关系及优惠措施也有所不同。

第一，在公益信托的设立环节，围绕着捐款的课税关系，委托人享有以下各项优惠措施：委托人为个人时，对认定的特定公益信托捐款，适用所得扣除（即捐款扣除）。继承人、受遗赠人，因继承或者遗赠所取得之金钱，于遗产税申报期限前捐赠给特定公益信托时，其财产价格不计入遗产税课税价格的计算基础。委托人为法人时，捐给特定公益信托的捐款，可作为一般捐款在计税基础的限额范围内予以扣除。

第二，在收益发生时的所得课税环节，围绕委托人的课税关系，不管是个人委托人还是法人委托人，对由公益信托的信托财产所发生的运用收益，均不予课税。

第三，给付的课税关系，即公益信托的受益人领取给付时的课税关系，其处理办法如下。

①受益人为个人时，关于由信托财产进行给付的资助金的课税情况：委托人为个人时，可征赠与税；委托人为法人时，作为临时所得可征所得税；作为税制上的特例，有关来自财务大臣指定的学术贡献表彰或以学术研究奖励为目的的特定公益信托的金钱物品、来自于财务大臣的指定和以学费资助为目的的特定公益信托的金钱物品，不课征赠与税和所得税。

②受益人为法人时，收益事业相关者为法人税课税对象。公益法人和无法人人格的社团或财团，除收益事业相关者外，不课征法人税（企业所得税）。

第四，委托人死亡时因继承而发生的课税关系。遗产税法并没有就设立公益信托的委托人的死亡而发生的继承作出明文规定。一般认为，委托人的地位应由继承人继承；当设立公益信托的行为中没有就剩余财产^①的归属作出明确规定时，视其剩余财产的权利归属人为继承人和一般继承人，而有关信托的权利也应由继承人及其他一般继承人取得。因此，在受益人不特定的信托方面，于继承委托人的地位时，有关信托的权利由委托人的继承人通过继承而取得财产。但是，在满足特定公益信托要件的公益信托方面，对继承人而言，并不会产生与信托财产相关的任何经济利益，因此，其信托权利被视为“零”价额。

第五，依委托人的遗嘱而设立公益信托时，其课税关系并无明文规定，但在实务上的处理方法与前述第四项相同。

^① 即信托终了时的剩余财产。例如，在一定期间内把自己的财产提供出来用于公益目的，期满之后，由委托人及其继承人指定剩余财产的权利归属人。



（三）经验借鉴

正如前文所述，从世界范围来看，以英国为代表的普通法系国家，公益信托制度较为成熟，公益信托事业得到了很好的开展。大陆法系的日本，在公益信托引入后，曾因制度整合困难、文化传统差异等原因影响过其发展，但随着信托的重新修订和政府的适当引导，公益信托事业在日本也得到了较快发展。我国公益信托法律制度的完善，首先应对英美法系和大陆法系发展公益信托的经验予以甄别，从中汲取适合我国信托法律体系及现实情况的办法和思路。

1. 英国公益信托之制度借鉴

第一，以准则主义为公益信托设立原则。如前文所述，公益信托与社会福利有着共同价值取向，作为公益信托监管机构，不能限制公益信托的发展，而应该在保障其合法运行的前提下，尽可能地为公益信托的发展提供便利，鼓励社会主体设立公益信托，推动社会公益事业的发展。而我国在公益信托设立方面，采纳了大陆法系的严格设立许可主义，即“未经公益事业主管机构的批准，不得以公益信托名义进行活动”。一方面，大陆法系的这种严格的公益信托设立核准主义，其初衷在于，防止公益信托滥设、避免人们通过公益信托的方式逃避税收。这种看法的出发点固然很好，但信托目的的公益性属于实质要件，是无法通过事前审批来准确识别一项信托是否具有公益性的。另一方面，许可主义徒增公益信托设立的成本并易生流弊，会阻碍公益事业的发展。因此，宜采取更为科学的普通法系国家的准则主义。也就是说，申请人设立公益信托要符合法律所规定的设立条件，向登记机关申请登记即可设立，无须经特定机关批准。

第二，统一监管主体。如前文详述，大陆法系国家的公益事业主管机构都是以其所属领域的行政管理作为主要业务的，公益信托的监管充其量是其众多业务范围中的一种。从以日本为代表的大陆法系国家信托立法来看，普遍采用不同主管机关对公益信托监管的方式。此种模式最大的弊端在于不同的公益信托设立程序与监管方式不同，增加委托人设立公益信托的难度，往往使得当事人不胜其烦，放弃捐赠行为。

与之相比较，英国的慈善委员会是一个独立的专门机构，负责慈善事业的登记与监管。促进慈善事业、为从事慈善捐赠的人提供便利条件、为慈善事业的组织运行、保障慈善捐赠的正当使用是其宗旨，对慈善事业的管理是其唯一业务。可以说，英国公益信托制度的规范和发展很大程度上归功于慈善委员会的工作，其公益信托登记制度、对公益信托的财务监督权、建议权、调查权，对公益信托受托人的撤销中止、对



近似原则的适用等，对英国公益信托实行了有效的监督。慈善委员会不仅是公益信托监管体系中全国性的一元监管中心，并且还被赋予了特殊的地位，其对议会负责，每年向议会提交年度报告，并且政府每年提供资金支持。在此基础上，英国其他部门如国内税务署、遗嘱事务署等机构在其职权范围内对公益信托进行监管，建立起全方位的监管体系。

未来我国公益信托管理机构的设置，不妨借鉴英国慈善委员会制度，建立统一的专门的监管机关，从而避免分散的公益事业管理机构对信托业进行监管而导致的弊端，图2是公益信托法律架构理想模式图。

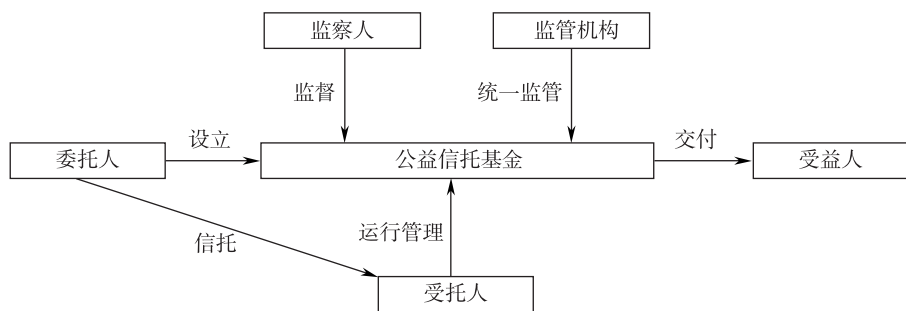


图2 公益信托法律架构理想模式

2. 中国台湾公益信托之制度借鉴

从比较法的角度来看，英国、日本、中国台湾的公益信托各具特色，但也并非大陆公益信托制度的最佳平台，不能全盘照搬，只能择其益者，结合大陆的法律制度特征，善加利用。就公益信托监察人制度来讲，各主要国家或地区对其任职资格并未作出明确规定，但已达成共识的是，基于监察人职务的专业性须具有相应的背景方能胜任此项职务。中国台湾地区在立法层面上作出了相应设计，值得借鉴。

大陆《信托法》（或未来的单行公益信托法）可在公益信托监察人制度的规定基础上，植入监察人任职资格，从而把监察人限定在特定人员范围内，一方面避免公益信托监察人的不专业性，另一方面有利于将公益信托外的风险降到最低。具体而言，可参照中国台湾地区“《共同信托基金管理办法》”第四十条规定，信托监察人为自然人者应具备下列资格之一：①曾任职金融机构总机构副理以上或同等职务，且具有信托业务经验达五年以上，成绩优良者。②持有会计师或律师执照且具有事务工作经验达五年以上者。③曾于国内外专科以上学校教授金融、会计、法律、信托等相关课程达五年以上者。④担任与信托业务有关的金融行政管理工作经验达二年以上，并曾



任荐任九职等以上或同等职务者。⑤有其他经历足资证明可有效执行信托监察人之职务及维护受益人之权益者。鉴于经营管理信托财产有较高的实务性和专业性要求，建议参考该办法的第一款、第二款、第四款，在此基础上作出更为科学的界定。

3. 日本公益信托之制度借鉴

日本的公益信托经过多年的发展，一方面在吸收和转化原本来自英美法系的信托制度方面有着丰富的经验；另一方面，从信托制度发展历程可以看出，中日两国的信托业发展有诸多相似之处。因此，这些经验对于我国公益信托的理论和实践发展都有重要的借鉴意义。

第一，小额公益信托之借鉴。我国现行《信托公司集合资金信托计划管理办法》第六条对集合资金信托计划的合格投资者作出了规定，在此规定下，公益信托若采用集合资金信托计划方式募集资金，则热心公益的普通大众无疑被挡在了公益信托的门外。因此，未来公益信托立法，须区别于一般私益信托，对公益信托的设立不做最低金额和份数的限定，以此鼓励小额化公益信托的开展。

第二，配套税收制度之借鉴。我国公益信托发展滞后的一个重要障碍，就是开展公益信托的税收措施没有出台，影响了委托人设立公益信托的积极性。关于公益事业税收优惠的法律法规主要有《公益事业捐赠法》、《企业所得税法》、《个人所得税法》、《个人所得税法实施条例》，但是上述法律文件都没有明确税收优惠措施可以适用于公益信托。当然，从公益信托的性质和目的上看，也属于对公益事业的捐赠行为，理论上，公益信托应当能够推定适用。建议在公益信托税制设计上，借鉴日本经验，根据公益信托不同的运行环节，确立公益信托税收政策基本框架：

(1) 公益信托设立环节。委托人转移信托财产与受托人接受财产并未产生实际的利益，此时对其征税是不合理的。从信托导管原则可知，委托人将财产转移到受托人，受托人将财产分配给受益人，这种表面上的两次转移，实际上只相当于一次真实转移，应避免对名义转移行为的课税，消除重复征税。委托人将信托财产交付给受托人，可视为委托人向社会公益的捐赠行为，应当允许委托人加大所得税前列支的额度。出于扶植的考虑，应当免予征收本环节的印花税、契税、营业税等税收。

(2) 公益信托存续环节。对于受托人经营管理公益信托所获得的信托报酬可适当减征营业税、企业所得税等，同时对托管人由于托管信托资金业务带来的收入给予营业税和所得税优惠，以提高相关机构经营公益信托的积极性。而对于信托财产运营带来的信托收益，则应本着鼓励公益信托本金扩大的原则而免予征收各类所得税和商



品流转税。受益人在此环节获得的信托收益也应减免缴流转税和所得税等税收，否则有违公益信托的目的。具体而言，对于公益信托受益人可区分以下情形进行税收减免：对于以扶危济困、救死扶伤或者抢险救灾等慈善事业为目的的公益信托受益人免征印花税、所得税等；而对于以支持发展科教文卫各项事业为目标的公益信托受益人，给予一定额度减免，超过部分可以使用低税率减征。

(3) 公益信托终止环节。同样出于鼓励的考虑，在公益信托终止时，应当免征相关的所得税和商品流转税以及契税、印花税等税种。

第三，建立公益信托的激励机制，允许在公益信托的名称中冠以捐赠财产的企业或个人的名称，或者采取其他荣誉激励措施。如日本三菱信托银行，2007 年发起特约资金信托，名为野鸟与绿信托基金，以最低 10 万日元的方式来招募会员，将募捐而来的款项捐给日本野鸟学会来购买野鸟保护区的土地，若捐款金额超过 100 万日元，可在保护区内留下永久纪念碑。我国公益信托的未来开展业务不妨借鉴日本此项经验，并在公益信托配套政策中予以明确。

五、公益信托的业务模式

(一) 公益信托的结构设计

中国的信托公司，被定位为金融机构，主要的专长在“管钱”，而不是运作具体的公益事务。公益事务处理不当，反而会给信托公司带来声誉风险。各类社会公益组织，专长在于“管事”，即具体运作公益事业。基于当前的实践，“管钱”与“管事”专业分工，有效合作，是信托公司开展公益信托业务的切入点。

公益信托是依据信托法设立的一类特殊的信托，在公益信托的结构设计中，除了普通信托所包括的委托人、受托人、受益人、资金托管人等以外，还涉及公益信托特有的并且是法律要求的信托监察人，公益事业管理机构等，此外，根据需要，公益信托的参与主体还可以包括公益项目顾问和咨询或管理委员会等。作为一个标准的公益信托，其结构设计就应充分考虑各参与主体。

第一，受托人义务是公益信托业务模式中的核心，也是保证公益信托公平、透明运作的前提。第二，由于公益信托的资金来自公众的捐赠，因此公益信托的资金使用是公益信托设计中的主要关键点，也是公益信托运作的主要风险点。为了提升公益信托的公信力和透明度，在公益信托的结构设计中，需要充分考虑到信托公司在开展具体公益事业时自身能力的局限性和专业能力的不足，因此，通常需要在结构设计中引

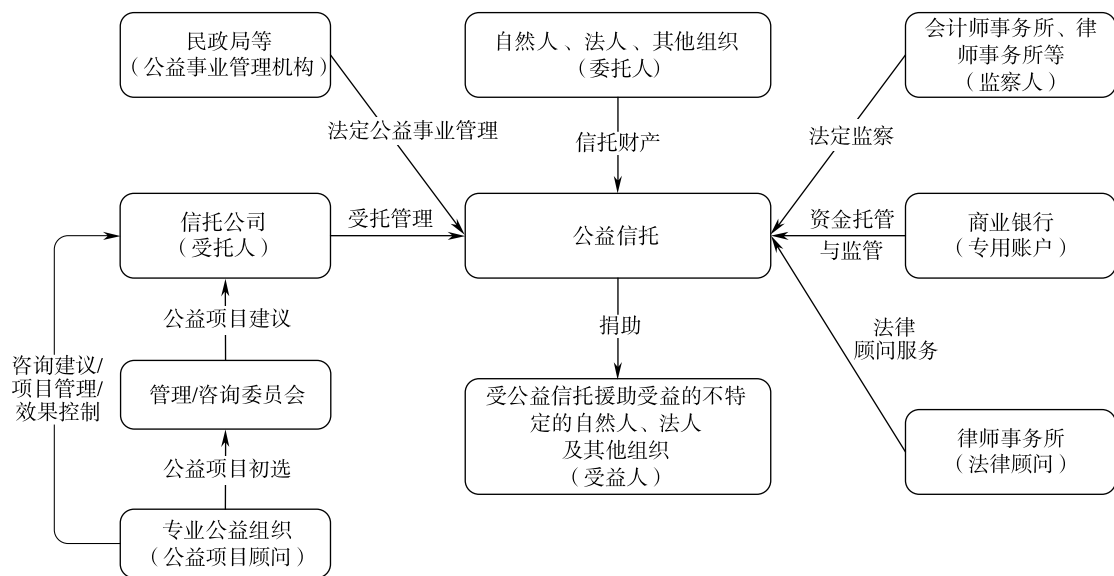


图3 公益信托业务模式

入专业的公益慈善组织，通过该组织的专业能力来运作具体的捐赠项目，即由该组织出任公益事业顾问一职。第三，建议在公益信托中设立管理委员会或咨询委员会一职，负责对日常捐赠项目和资金使用进行必要的审核。通过引入信托公司外部的力量进行审核，一来可以提高专业性，二来可以提高公信力，降低信托公司自身面临的声誉风险。第四，通过外聘法律顾问的形式，还可以进一步完善公益信托的结构，增强对项目运作合规性的监控。

（二）公益信托的参与方及协调机制

公益信托的主要参与方包括委托人、受托人、公益事业管理机构、信托监察人、法律顾问、公益项目顾问、咨询委员会和资金托管人等。由于涉及多个参与主体，相互间的协调就显得尤为重要。

通常，由于公益信托是由作为受托人的信托公司发起，因此信托公司居中处于核心位置，其起到发起设立公益信托，寻找并确定信托监察人、法律顾问、公益项目顾问等其他参与方等多种作用，信托公司需要严格履行信托财产管理职责，并保持公益信托的投资运作的自主性和独立性。

1. 各参与方的权利和义务

设立有效协调机制的基础是明确各参与方的权利和义务。对其概述如下：

信托监察人的职责包括：



(1) 对受托人提交公益信托事务处理情况及财产状况报告、处理信托事务的清算报告提出意见。

(2) 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。

公益事业管理机构行使下述权利和相关事务：

(1) 对公益信托设立的必要性、可行性予以审核，批准设立公益信托。

(2) 受托人每半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，并由受托人予以公告。

(3) 若公益信托受托人违反信托义务或者无能力履行其职责的，由公益事业管理机构变更受托人。

(4) 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。

(5) 公益信托终止的，受托人应当于终止事由发生之日起十五日内，将终止事由和终止日期报告民政部门。

(6) 公益信托终止的，受托人作出的处理信托事务的清算报告，应当经信托监察人认可后，报公益事业管理机构核准，并由受托人予以公告。

法律顾问的服务内容包括：

(1) 公益信托的法律文本起草和法律意见。

(2) 公益信托日常运营相关文本的合法合规性审核。

(3) 公益信托设立前和运行过程中的法律咨询服务。

公益项目顾问的工作职能为：

(1) 为咨询委员会提供经初选的公益项目。

(2) 向受托人提供公益事务管理相关的咨询建议。

(3) 受咨询委员会指定参与公益项目执行小组并对具体公益项目进行项目设计和管理督导、执行技术指导、项目执行质量监测等。

(4) 为公益信托宣传和募资提供支持。

公益项目顾问应当对其提供的初选项目、顾问意见和公益项目执行承担责任。

咨询委员会的工作职能为：

(1) 具体负责公益项目的筛选标准、筛选流程的制定以及对申请公益项目进行审核和筛选，为受托人确定捐助对象提供建议。



(2) 就公益信托运作过程中的其他问题向受托人提出意见和建议。

2. 制度化的流程设计

有效协调的具体体现是在于合理的制度化的流程设计，以保证各参与方各司其职。具体表现如下。

捐助项目筛选流程。

(1) 由咨询委员会认可的公益项目顾问对拟捐助项目进行初审，初审通过后提交咨询委员会审核，咨询委员会评审通过后，形成《公益项目建议书》提交给受托人。《公益项目建议书》中应包含以下内容：项目情况介绍、项目可行性分析、项目预算情况、项目执行主体和负责人、项目执行计划表、项目预计公益效果及检验方式、潜在风险评估和对策。

(2) 受托人根据《公益项目建议书》作出是否捐助公益项目的决策。

(3) 选定捐助公益项目后，应设立项目执行小组具体负责捐助资金的运用。小组应由受托人和公益项目顾问共同组成。捐助项目执行小组组长可由信托经理担任。

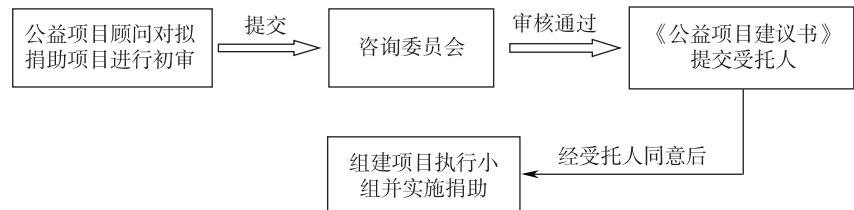


图4 捐助项目筛选流程

资金申请、批准及拨付流程。

(1) 项目执行小组根据审核通过的《公益项目建议书》中规定的预算安排、实施计划以及公益项目的实际运作进度等，向咨询委员会秘书长提交《公益项目用款申请》。

(2) 咨询委员会授权成员签署复核意见后向受托人提交《公益项目用款申请》。

(3) 受托人结合《公益项目建议书》、《公益项目用款申请》自主作出用款决策，并对资金托管人下达拨款指令，进行资金拨付。

(4) 受托人有权不采纳《公益项目建议书》的建议，或对已经实施捐助的公益项目暂停或终止捐助。

(5) 已实施捐助的公益项目如需要增加捐助预算，需经公益项目筛选流程审核通过。

(6) 受托人有权要求受捐助的公益项目执行主体（如具备开具捐助发票的资格）



向委托人开具捐赠发票。

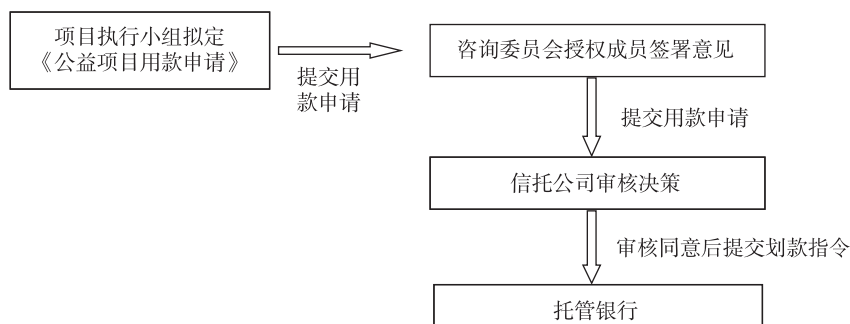


图5 资金拨付流程

（三）公益信托的监督机制

1. 多主体参与的监督机制

由于公益信托是出于公共利益的目的而设立的，因此对其监督要明显严格于普通信托。其中，信托法明确规定公益信托应当设置信托监察人，就是实施有效监督的一项制度保障。公益事业管理机构也可行使监督之责，两者的具体职责前文已有论述。

除此之外，受托人也负有重要的监督职责。具体包括：

（1）受托人有权要求公益项目执行主体和负责人完整、有效和及时披露公益项目执行情况、公益效果。

（2）受托人有权聘请公益项目顾问或其他第三方专业机构对受捐助的公益项目进行质量控制和结果检验。

（3）受托人有权聘请监察人或其他第三方专业机构对受捐助的公益项目的资金运用情况进行审计并公布审计意见。公益项目的资金预算中可包括审计费用。

2. 完整有效的信息披露

通过完整有效的信息披露，使公益信托的运作接受社会监督，也是监督机制的有机组成部分。

受托人在受托人网站上进行信息披露，并存放于受托人办公场所备查。相关公益项目的信息披露将以摘要和链接的方式披露，具体信息由公益项目执行方公开披露。首先是信托文件的公布，包括公益信托合同、信托说明书、风险申明书、公益信托确认书及相关的修订和补充，其次受托人发布公益信托成立公告。

（1）定期信息披露。受托人在公益信托成立之日起每满半年后 30 个工作日内作出公益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



构及中国银监会核准或备案后，予以披露。

(2) 临时信息披露。公益信托存续期间，如发生下列事项，受托人将在知道该事项发生之日起三个工作日内在公司网站上进行信息披露：①公益信托财产可能遭受重大损失；②相关法律法规或监管制度发生重大变化；③发生其他严重影响本公益信托目的实现或严重影响信托事务执行的事项。

(3) 清算报告。处理信托事务的清算报告，经信托监察人认可后，报公益事业管理机构核准，并由受托人予以公告。

(四) 公益信托操作中的若干设计

1. 促进与公益事业主管机构的沟通

目前，信托公司在发起设立公益信托的过程中，经常遇到的困难是难以获得公益事业主管机构（通常是民政部门）的批复。为此，可以进行多方面工作。

首先，加强对信托行业的介绍和宣传，促进各方面对信托的了解。由于信托的私募性质，各方对信托行业的了解比较有限，信托的爆发式发展也是最近几年的事情，因此，加强对信托行业的宣传是非常有必要的。

其次，处理好与现有基金会和慈善组织的关系，形成一种良性互动、优势互补的格局。鉴于公益信托与传统慈善组织间可能存在一定的竞争关系，因此有必要理顺两者的关系，打消来自慈善组织和政府相关部门的顾虑，共同推进慈善公益事业的发展。

最后，信托公司加紧公益信托方面的实践，来推动相关管理机构的进程。当前，已有许多信托公司开展了公益信托和类公益信托的实践，对其中的典型和成功案例可以进行宣传，扩大影响。

2. 税收优惠

从国外经验来看，税收优惠在促进公益信托发展方面具有重要作用，但目前中国税法在这方面尚缺乏系统性规定。因此，在梳理中国现有与公益信托相关税收政策的基础上，借鉴国际经验，提出有针对性、可操作性的政策建议。

目前，中国尚未建立单独的信托税制，公益信托税制更是几近空白，与之相关的法律规定散见于各相关部门的条例、通知当中，主要涉及企业所得税、个人所得税、印花税等。中国《公益事业捐赠法》规定，公司、企业、自然人和个体工商户以及境外人士向公益性社会团体和公益性非营利事业单位捐赠可依照法律、行政法规的规定享受所得税等方面的优惠。《企业所得税法》第九条规定，企业发生的公益性捐赠支出，在年度利润总额12%以内的部分，准予在计算应纳税所得额时扣除。《个人所



得税法》第六条规定，个人将其所得对教育事业和其他公益事业捐赠的部分，按照国务院有关规定从应纳税所得中扣除。《个人所得税法实施条例》第二十四条规定，个人将其所得通过中国境内的社会团体、国家机关向教育和其他社会公益事业以及遭受严重自然灾害地区、贫困地区的捐赠，捐赠额未超过纳税义务人申报的应纳税所得额30%的部分，可以从其应纳税所得额中扣除。财政部、国家税务总局、海关总署发布的《扶贫、慈善性捐赠物资免征进口税收暂行办法》第二条规定，对境外捐赠人无偿向受赠人捐赠的直接用于扶贫、慈善事业的物资，免征进口关税和进口环节增值税。《印花税法暂行条例》规定，财产所有人将财产赠给政府、社会福利单位、学校所立的书据免征印花税。

大体来看，目前中国税法对于公益支出的相关税收优惠仅限于此，其他税种尚未对公益事业出台明确的优惠措施，也无针对公益信托的特殊规定，显然上述两个问题势必会对中国公益信托的发展形成明显的制约。综合来看，当前中国公益信托税制主要存在以下问题：

一是针对公益性捐赠的激励程度较低。对企业和个人用于公益性捐赠的收入给予税收优惠是世界各国的常用做法。我国税法中也有相关规定，而且2008年开始实施的企业所得税法提高了公益性捐赠的扣除限额，但无论是与其他国家和地区的税法规定相比，还是与捐赠人的实际需求相比，这一比例仍然相对较低。此外，因受赠人的差异，捐赠人实际能够享受的税收优惠也有所不同。这是由于虽然税法 and 行政法规对企业、个人公益性捐赠的税前扣除限额作出了规定，但是一些效力层级较低的行政规章和规范性文件中又对公益性捐赠行为规定了更为详细具体的优惠标准，使得只是针对某些特别受赠人的捐赠可以享受到税前全额扣除的优惠。很显然，这些纷繁复杂、优惠不一的税收政策造成了各公益性捐赠人税收待遇的差别，也影响了公益资金的流向，违背了税收法定原则、税收公平原则。

二是现有规定过于笼统，在实践中难以执行。在中国慈善组织可以给捐赠人开具捐赠证明，用于抵税，但在实践中公司可以方便地抵税，但个人抵税时往往不予认可。根据公益信托相关法规，公益信托应该由相关部门审批，审批后可以出具抵税证明。但目前因为审批部门不明确，操作的没有经审批的公益信托，都是类公益信托，信托公司无法出具被税务局认可的抵税证明。

为出具抵税证明，目前类公益信托的做法主要有两种。第一种方式是慈善组织做信托的委托人。在这种模式下，慈善组织收到捐款时已经开具抵税证明，信托公司无



须再次开具。缺点是慈善组织做的一般信托，捐赠人无法直接加入信托，无法发挥信托公司的资产隔离职能、监督作用。第二种方式是信托公司直接募集信托资金，捐赠给公益组织。在这种模式下，捐赠给慈善组织时，慈善组织应信托公司要求为信托委托人开立地税证明。缺点是信托资金并未直接用于最终公益用途，信托公司的资产隔离职能、监督作用难以充分发挥。

境外公益信托税收优惠规定对中国的经验借鉴主要包括：第一，从公益信托设立、存续到终止，各环节均应享受税收优惠；第二，税收优惠表现为具体的税种条文优惠规定，集中体现在所得税、增值税、继承税等主要税种上；第三，境外对公益信托税收优惠幅度比较大，凡是涉及公益事业的信托基本免除大部分税收；第四，鼓励个人进行公益信托，个人享受的税收优惠比例高于组织享受的税收优惠比例。

出于委托人公益捐赠减税的需要，公益信托的委托人即捐赠方有着开具发票的现实需求，而信托公司本身又无法出具发票。为了解决这一矛盾，信托公司当前较为务实的做法是与基金会合作，通过基金会来出具发票。

六、在现有制度下促进公益信托发展的若干建议

（一）促进公益信托发展的建议措施

鉴于目前中国公益信托的发展现状和面临的实际问题，对中国发展公益信托提出如下建议。

第一，由于《信托法》规定公益信托要获得公益事业主管机构的批准，而在实际操作过程中，经常遇到无法获得民政部门批复的情况，因此，建议从顶层设计着手加以解决。鉴于民政部门对社会公益事业管理的经验和能力，明确民政部门作为公益信托的公益事业主管机构进行统一管理，同时明确赋予其审批权限，做到权责清晰明确。

第二，由于信托的私募性质，导致普通民众缺乏对信托的了解，而在公益信托的开展过程中，需要普通民众的积极参与，因此建议在政府支持下，对信托公司及其开展的公益信托业务进行有效宣传，提高社会认可度。

第三，对信托监察人一职，建议设立准入门槛，并对信托监察人不履行职责或不当履行职责时应承担的责任进行明确规定。

第四，行业协会出台相关公益信托的业务操作指引。中国信托业协会在推进公益信托事业方面已经做了大量的工作。2013年雅安地震后，中国信托业协会酝酿出面统筹



各信托公司发起设立公益信托，为支援灾情提供金融支持，由于审批受阻，最终无奈搁浅。此外，中国信托业协会还组织会员单位开展了许多的公益信托研究工作，并形成了相应的研究报告。随着条件的逐步成熟，中国信托业协会可以适时推出相关公益信托的业务操作指引，从而引领行业内的信托公司更加高效地开展公益信托事业。

（二）信托公司推进公益信托业务的建议

1. 中国公益事业的实际需求和必然取向

一方面，中国人口众多，经济发展正处于转型阶段，虽然一直以来经济领域取得了长足的进步，但是人民群众的收入水平与经济的发展和并不是很协调；而另一方面，中华传统文化让人民群众都有关注公益、参与公益的意愿，少数先富起来的人也积极投身公益。即使如此，近年来公益基金会曝光的各种负面新闻，让本来对公益事业充满热情的人民群众对参与公益事业产生了怀疑，同时网络众筹、互联网公益等新兴的公益参与方式也转移了人们对于传统公益的关注度，人们需要的是运作更加透明、参与更加直接、目的更加专一明确的公益参与方式。同时，越来越多的基金会寻求财产保值增值的方法，也将视线转移到了金融领域。这个时候，作为中国《信托法》赋予受托人资格的信托公司，发展公益信托有着很大的现实需求。另外，公益信托比财团法人的众多优势，结合境外的实践，未来可能最先产生与基金会合作的公益信托，然后过渡到纯公益信托的模式，这是公益事业发展的必然取向。

2. 发展公益信托的可行性

目前中国在法律上已经有了公益信托的基本框架，《信托法》对于公益信托的模式也给出了明确的定义，同时信托公司也已经推出了很多的“准公益信托”进行有益尝试。

当前信托业的主管部门是中国银监会，而按照《信托法》的规定，公益信托应当受到公益事业管理机构的管理，国务院规定公益事业机构管理人是指国务院以及各级政府的民政部门等。目前中国银监会非常支持信托公司在公益信托上进行创新，中国银监会主席助理杨家才在 2013 年中国信托业年会上提出的六大转型方向就包括大力发展公益信托，因此目前推进公益信托可以先在中国银监会的管理下，逐步向民政部等相关部门报批。

同时，基于目前业内已经有了丰富的准公益信托实践经验，可以在现有信托产品的基础上，选取一些典型有代表性的案例进行宣传，规范准公益信托的运作模式并进行推广。在真正的公益信托出现之前，通过准公益信托来探索利用信托模式从事公益



事业中的种种问题，也能够为公益信托的出台提供很多宝贵的参考意见。

另外，在立法层面，虽然《信托法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》并没有针对公益信托作出具体的操作指引，但是目前中国银监会与中国信托业协会也在积极推进相关法律法规的修订，相信随着更多的信托公司参与到社会公益事业中来，未来法律法规的修订完善指日可待。

（三）完善中国公益信托税收优惠的建议

目前中国公益信托还没有专门的税收规定。而发达国家的公益信托或公益性的私人基金会则具有避税功能，因此中国现行税制对信托业的发展非常不利，甚至存在重复征税的问题。建议有关部门在设计信托税制时，能充分考虑公益信托的特殊性，给予一定的税收减免优惠。

1. 完善中国公益信托税制的基本原则

基于公益信托的特殊性，公益信托税制一方面应体现公益信托税制的合理性，另一方面体现公益信托课税的税收优惠宗旨，具体原则如下。

（1）税收优惠原则。对于公益信托进行税收优惠就是为了公益事业的发展，减轻政府对公益事业的负担，从而提高国家的整体福利水平。给予公益信托的财产及其收益在税收方面的优惠是各国税法上的一个惯例。对于需要给予优惠的公益信托应在税法中加以明文规范。对个人和企业捐赠的公益信托财产的扣除、公益信托的管理也应有详细的规定。税收优惠的正当合理性判断标准有三：一是有助于公共利益，二是须符合比例原则，三是须符合平等原则。

（2）实现主义课税原则。实现主义课税原则相对应的就是发生主义课税原则。当采用所得或信托财产增益发生时，以纳税义务成立的原则为发生主义原则；如采用所得或信托财产增益发生时无纳税义务，而等到所得实现，受益人真正取得信托利益时发生纳税义务的原则为实现主义原则。在公益信托纳税时点选择上应该坚持实现主义课税原则，应与一般的信托课税采取发生主义原则相区别，即当所得发生时不认为受益人取得利益，应以信托导管理论为基础，等受益人真正取得利益时为所得实现，依法由受益人负起纳税责任。

2. 具体建议

（1）依据公益信托运行环节，明确公益信托税收政策基本框架。在公益信托设立环节，视同委托人向社会公益的捐赠行为，出于扶植的考虑，免征收本环节的印花税、契税、营业税等税收；在公益信托存续环节，对受托人经营管理公益信托所获得



的信托报酬适当减征营业税、企业所得税等，同时对托管人由于托管信托资金业务带来的收入给予营业税和所得税优惠。对于信托财产运营带来的信托收益，免于征收各类所得税和商品流转税。受益人在此环节获得的信托收益也应免缴所得税等税收，在公益信托终止环节应当免征相关的所得税和商品流转税以及契税、印花税等税种。

(2) 从所涉各具体税种看，应给予公益信托税收优惠。在所得税方面，适当提高现行税法就企业纳税人用于公益目的的捐赠额准予税前扣除的比例，以鼓励企业向公益信托积极捐赠或发起设立公益信托。对于受托人经营管理公益信托而获得的信托报酬，适当减免企业所得税等。对信托财产运营带来的信托收益，应当免征受托人企业所得税。针对现行税法就自然人纳税人用于公益目的而捐赠的额度准予税前扣除的比例相应过低这一问题，为鼓励个人对公益事业的捐赠，建议将捐赠限额的比例取消，在计算个人应纳税所得额的时候将捐赠额度全额扣除。对于公益信托委托人的财产捐赠行为，在取得相应凭证后，即可抵扣该纳税人年度应纳税所得额。受益人取自公益信托的收入应当免于缴纳所得税。

在营业税方面，对社会公益机构提供的有关应税劳务，给予减免税。受托人以公益信托资金从事经营活动，免征营业税；公益信托受托人接受营业税纳税人的应税劳务、无形资产和不动产，提供方免征或减征营业税，或可向其提供免税证明；公益信托受托人根据信托合同的约定向公益信托受益人转让无形资产，同样应免征营业税。另外，为促进公益信托的发展，对信托资金的托管人也应给予一定的营业税优惠。

在契税方面，明确规定，以不动产设立公益信托或以公益信托资金从事不动产经营活动的，其所涉契税应予免除。具体而言，受托人承受委托人的土地和房屋权属，应免征契税；受托人因办公需要取得的土地和房屋权属，应免征契税；受托人以公益信托资金从事不动产经营活动的，若受托人作为不动产接受方应免征契税；信托受益人接受土地和房屋权属，可同样考虑免征契税。

在印花税方面，委托人与受托人签订公益信托合同，双方均免缴印花税；受托人以公益信托资金从事经营活动的，经营活动涉及的单方、双方或多方均应免征印花税；受益人接受受托人的信托收益，免征双方印花税。

(3) 完善相关征管配套措施。为保证税收优惠政策的落实，当前应尽快明确公益信托审批部门，建议由信托公司直接开立抵税证明。



个人养老投资信托产品可行性研究

课题牵头单位： 中国对外经济贸易信托有限公司

课题组成员： 魏晓雪

朱闵铭

丁 智



摘 要

截至2013年末,我国65岁以上老人占总人口比例已达到9.7%,按照联合国的标准,我国已经步入老龄社会。在过去几十年间,人口红利曾作为重要驱动因素推动我国经济快速增长。然而随着人口抚养比的逐渐上升,人口红利将逐渐衰减。加速推进的老龄化进程给家庭和社会都会带来一定冲击,使我国传统的养老金制度也面临巨大挑战。目前,我国养老金保险结构不够合理、覆盖度不高,国家养老相关财力准备不足,公共服务体系薄弱,养老金运作的市场化程度较低,投资回报不足,养老金相关法律法规和监管制度不够健全。随着我国人口老龄化程度的快速加深,养老金缺口将快速激增,这些问题如果不能妥善解决,将会严重制约我国经济的健康发展。

面对我国刚刚起步的养老产业及其巨大的需求潜力和发展空间,金融机构有望凭借其在资产管理方面的特长深度介入养老市场的发展,而信托公司开展养老金业务更加具有天然的优势。在制度方面,信托财产独立运作,具有破产隔离功能;信托关系以信托财产为中心,一经成立信托契约便具有长期性和连续性,与养老金安全性高、期限长等特点相吻合。同时,信托公司在投资方向和经营领域的选择上非常灵活,投向可以跨越货币市场、资本市场和实业投资市场,能够在更大的范围内分散风险,确保养老金运作安全并获得可靠的收益。此外,信托业经历了几十年的发展,在人才储备、运营管理等方面都积累了一定优势。

我们设计的个人养老投资信托属于契约开放式结构化组合集合资金信托投资基金。委托人为符合法律要求的合格自然人、机构,信托公司作为受托人和投资管理人对信托财产进行管理,或将部分投资管理职责委托于其他专业机构代为投资管理。个人养老投资信托在交易结构设计上采取TOT形式,具有组合交易管理的结构,即资金来源上由个人、机构组合构成,资金运用上由金融产品投资和股权投资组合构成,产品目标设定上由养老保障和理财获利组合构成。在进行投资策略选择时,需要充分考虑收益目标和风险容忍度,妥善将信托财产在固定收益、权益、另类投资等领域进行配置,以谋求信托财产的保值和增值。

关键词: 养老金 信托 TOT 投资管理 资产配置



目 录

一、我国养老市场概述	441
(一) 我国当前面临的老龄化形势	441
1. 我国人口老龄化的发展趋势	441
2. 我国人口老龄化的主要特征	443
3. 老龄化带来的影响和挑战	443
(二) 我国养老产业发展概述	444
1. 养老产业的内涵	444
2. 我国养老产业的特点	445
3. 我国养老产业相关政策支持	446
(三) 我国养老保障体系存在的主要问题	447
1. 养老金结构不合理	447
2. 未来养老金缺口较大	448
3. 基础养老保险投资收益较低	448
二、国内外主要养老模式分析	450
(一) 国外养老金运作模式	450
1. 美国：以市场化为主	450
2. 日本：以政府引导为主	451
3. 欧洲：主要依赖于政府	451
4. 智利：私营化管理	452
5. 国外养老经验的启示	453
(二) 我国的主要养老模式	453
1. 政府购买的居家养老服务	453
2. 商业保险对接养老社区	454
3. 以房养老	455
三、信托公司开展养老业务的可行性分析	456



(一) 信托嵌入养老业务的法律适用性	456
1. 信托财产所有权与受益权相分离有利于养老目的的实现	456
2. 信托财产独立能有效确保养老金的安全	457
3. 信托管理的承继性符合养老金稳定的特征	458
(二) 信托公司开展养老业务的必要性	458
(三) 信托公司开展养老业务的可行性	459
四、个人养老金投资信托方案框架	459
(一) 个人养老金投资信托的内涵与法律基础	459
1. 个人养老金投资信托及其财产的概念	459
2. 个人养老金投资信托与一般信托的比较	460
3. 个人养老金投资信托相关法律关系	461
4. 个人养老金投资信托政策环境	462
(二) 个人养老金投资信托的目标	463
1. 安全性强	463
2. 收益稳定	463
3. 具有一定流动性	463
(三) 个人养老金投资信托的交易结构	463
1. 产品运营模式	463
2. 资金来源	464
3. 资金运用	465
4. 资产管理业绩	466
5. 信托利益支付方式和流动性安排	466
6. 交易结构设计的合法与合规性	467
五、个人养老金投资信托的运行和管理	467
(一) 运行流程	467
1. 主要责任主体	467
2. 日常运行流程	468
(二) 个人养老金投资信托相关主要风险及控制措施	470
1. 法律法规风险	470
2. 投资管理风险	470



3. 操作风险	471
4. 财务管理风险	471
5. 信息披露风险	472
6. 技术系统风险	472
7. 受托管理业务中当事人的管理风险	473
(三) 养老金受托管理相关内部控制	474
1. 对账户管理人的监督	474
2. 对投资管理人的监督	474
3. 对托管人的监督	475
六、个人养老金投资信托的投资策略	475
(一) 投资策略的主要决定因素	475
(二) 投资策略的选择	476
1. 战略型资产配置	477
2. 战术型资产配置	477
3. 积极资产配置	477
4. 消极资产配置	477
(三) 各类资产配置比例的设计	478
1. 可投资资产类别	478
2. 资产配置所采用的模型	478
3. 具体产品的资产配置举例	479
七、结论	479



一、我国养老市场概述

（一）我国当前面临的老龄化形势

根据联合国发布的《世界人口展望：2012 年修订版》^①，目前发达国家都已经步入老龄社会，而大多数发展中国家也正加速进入老龄社会。我国是比较早进入老龄社会的发展中国家，自 1999 年我国进入老龄社会之后，我国生育率长期处于较低水平，且人口预期寿命不断增加，进一步导致我国人口老龄化程度不断加深，并呈加速发展态势。总体来看，目前我国老龄化形势较为严峻，呈现出老年人口规模巨大、老龄化发展迅速、未富先老和农村与城市差距不断增大等趋势。这将改变我国的劳动力供给，引起消费和产业结构调整，对家庭结构和社会管理造成影响。

1. 我国人口老龄化的发展趋势

人口老龄化是指老年人口比例上升的过程，表现为人口年龄中位数的升高。根据联合国教科文组织制定的标准，当 60 岁以上人口比例超过 10%，或者 65 岁以上人口比例超过 7%，就意味着该国进入老龄化。

根据国家统计局公布的最新统计数据，截至 2013 年末，我国大陆人口已达 13.6072 亿人，60 岁以上的老年人占 14.9%，达到 2.0243 亿人，如图 1 所示。与此同时，65 岁以上人口占比为 9.7%，达到 1.3161 亿人。此外，我国老年抚养比（人口中非劳动年龄人口数中老年部分对劳动年龄人口数之比）也呈逐年攀升的态势，如图 2 所示，2007 年我国老年抚养比为 16.84%，至 2013 年，该指标已经增长到 21.58%。

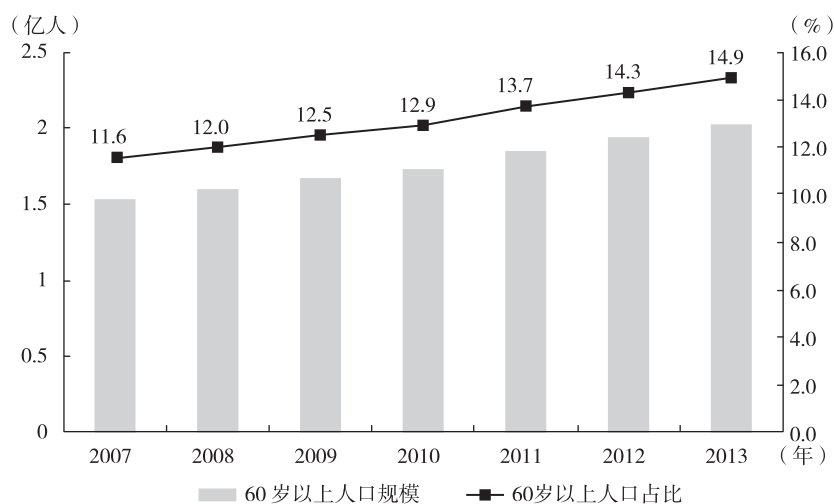
2006 年，全国老龄工作委员会办公室对我国人口老龄化的发展进行了预测，将我国人口老龄化发展趋势分为三个阶段^②。

（1）快速老龄化阶段（2001—2020 年）。平均每年新增老年人口近 600 万人，年均增长速度达 3.4%。到 2020 年，老年人口达到 2.45 亿人，老龄化水平达 17%。从实际统计数据来看，2005—2012 年，我国老龄人口平均每年增加 710 万人，即老龄化的步伐比预期更快。

（2）加速老龄化阶段（2021—2050 年）。平均每年新增老年人口约 620 万人，年均增长速度达 4%。在此阶段，由于 20 世纪 60—70 年代我国第二次生育高峰出生的

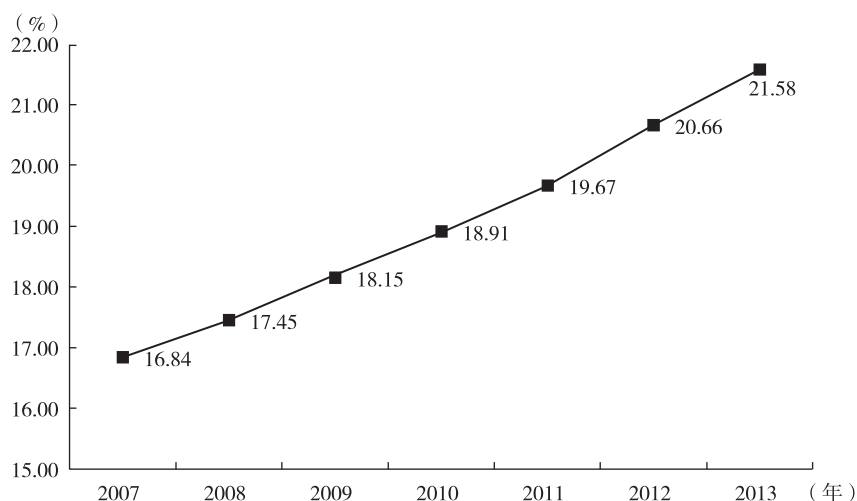
^① World Population Prospects (The 2012 Revision), p. 4.

^② 全国老龄工作委员会办公室：《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》，2006。



数据来源：2007—2013 年国家统计局《国民经济和社会发展统计公报》。

图1 2007—2012 年 60 岁以上人口规模及占比变动情况



数据来源：中国老龄科学研究中心：《中国老龄事业发展报告（2013）》。

图2 2007—2012 年我国老年抚养比变动情况

人群相继步入老年，老年人口数量迅速增长。至 2022 年，我国老年人口总量将增加至 2.6 亿人；至 2050 年，我国老年人口数量将达到峰值，约为 4.5 亿人。由于这一阶段我国总人口基本稳定，因此人口老龄化程度将加剧。预计到 2050 年人口老龄化水平将达到 30% 以上。

(3) 重度老龄化阶段（2051—2100 年）。至 2054 年，预计我国老年人口将达到峰值 4.7 亿人，之后开始小幅回落到稳定水平，老年人口规模将稳定在 3 亿~4 亿人，



老龄化水平稳定在 31% 左右。

2. 我国人口老龄化的主要特征

(1) 老年人口规模巨大。如前文所述，截至 2013 年末，我国 60 岁及以上老年人口已经突破 2 亿人，我国是世界上唯一老年人口超过 1 亿人的国家。根据联合国的预测，2050 年前，中国将一直是世界上老年人口最多的国家。

(2) 老龄化发展迅速。与其他大多数国家相比，我国老龄化的进程要明显快得多。根据联合国的历史数据统计，65 岁以上老年人口占比这一指标，从 7% 的水平翻倍至 14%，绝大多数发达国家用了 45 年以上，例如，法国用了 115 年，瑞典用了 85 年，瑞士、德国、美国用了 50 年左右，而中国只用了 27 年^①。

(3) 未富先老。发达国家经历的老龄化过程较为缓慢，因而经济、社会和家庭都获得了逐渐适应和调整的过程，基本实现了先富后老或者富老同步，而我国则是在经济尚不发达的情形下提前进入了老龄社会。发达国家进入老龄社会时人均国民生产总值一般都在 5000 ~ 10000 美元，而我国进入老龄社会时人均国民生产总值刚刚超过 1000 美元，仍属于中等偏低收入国家行列，我国应对人口老龄化的经济实力还比较薄弱，具有比较明显的未富先老和未备先老的特征^②。

(4) 农村与城市差距不断增大。随着城镇化的发展，农村劳动力持续流入城市，带来了农村老龄化速度高于城市。2000 年，城市和农村的老龄化率分别是 6.4% 和 7.5%，到了 2010 年分别为 7.8% 和 10.1%，差距从 1.1% 扩大到了 2.3%。农村作为我国社会保障的薄弱环节，养老面临的问题更为突出。

3. 老龄化带来的影响和挑战

(1) 改变劳动力供给。由于我国人口老龄化步伐不断加快，同时总人口规模趋于稳定，我国总人口中劳动适龄人口比重呈下降趋势，直接导致的后果便是劳动人口供给不足。据统计，我国劳动总人口在 2013 年达到峰值，约为 10 亿人，预计随后将逐年减少，到 2050 年，预计下降至 7.3 亿人。与此同时，我国劳动人口结构也受老龄化进程影响，不断趋于老化。我国 15 ~ 24 岁的低龄劳动人口迅速萎缩，而高龄劳动人口增加迅速，进而导致劳动参与率下降。预计未来我国的人口结构将从塔状变成柱状，甚至进一步发展成为倒金字塔状^③。

① 中国银行间市场交易商协会：《关于金融支持养老服务业的初步思考》，2013。

② 蔡昉：《未富先老与中国经济增长的可持续性》，载《国际经济评论》，2012（1）。

③ 全国老龄工作委员会办公室：《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》，2006，<http://www.china.com.cn/chinese/news/1134589.htm>。



(2) 引起消费和产业结构调整。人口增长下降和年龄结构的老化将会对以满足青少年需求为主的行业造成影响。与此同时,与老年人有关的消费和服务将会变得越来越紧俏,很有可能成为未来我国新的支柱产业。根据中国公益研究院养老研究中心的研究,2010年,我国老年人消费需求总金额约为1.4万亿元,占消费总额的6%;到2020年,预计老年人消费金额将达4.3万亿元,占消费总额的12%;到2030年,预计老年人消费金额将达13万亿元,占消费总额的15%。从服务市场来看,根据国务院办公厅印发的《社会养老服务体系规划建设规划(2011—2015年)》,到2015年,预计我国老年人护理服务和生活照料的潜在市场规模将超过4500亿元,养老服务就业岗位潜在需求将超过500万个。养老市场巨大的消费潜力有望促使养老产业成为朝阳和绿色产业。

(3) 对家庭结构和社会管理造成影响。伴随着老龄化进程的加剧,我国四代家庭数目不断增加,越来越多的家庭呈现出1:4:2:1的结构趋势,即一个祖老(80~90岁)、四个老人(60~79岁)、2个中青年(15~59岁)和1个孩子(1~14岁)。家庭赡养和扶助老人的负担不断加重,孤老、失独、空巢和残障老年人口家庭逐渐增加。同时,社会抚养老年人的压力也不断增大,养老金收入差距、农村养老保障低覆盖、进城农民养老保障等将成为社会管理中的突出问题。

(二) 我国养老产业发展概述

1. 养老产业的内涵

我国传统的社会养老福利享有者是社会的特困群体。政府遵循社会再分配原则,通过财政转移支出的方式,向特困群体提供包括社会救助和公共资助在内的福利。在老龄化社会中,特困老年群体依然存在,仍然需要传统的社会养老服务为这一群体提供保障。这类服务属于公共物品,需要由政府提供,具有“兜底”和“安全网”的作用。与此同时,社会上也存在一部分老年群体,他们对养老不仅仅局限于基本生活需求,更重要的目的是提高生活质量,这类社会养老服务具有私人产品的属性。这类产品可以由市场提供,属于具有商业性和营利性的养老产业,应该遵循的原则是“谁付费、谁受益”。相应地,这类产业也应成为金融企业重点关注的领域。

根据老年人的需求,养老产业细分如下。

(1) 金融服务:为老年人提供资金支持,满足其养老需求,包括通过创新金融产品和服务方式,为养老产业相关建设项目提供融资服务;为老年人的收入(养老金、子女赡养费)做出妥善的投资安排。



(2) 家政服务：上门家政服务和社区医院护理或养老院全天候护理服务。

(3) 病患医疗：定期上门为失能老人进行诊断护理，为病患老人提供医疗咨询服务；社区定期为老人提供用药、营养、康复训练和指导；定期为老人进行健康体检和咨询；养老院失能老人护理服务；设置老年人家庭急救呼叫系统。

(4) 文体娱乐：社区举办老年课堂和文体娱乐活动。

(5) 精神慰藉：对独居、空巢老人进行情感支持，建立心理咨询工作室。

2. 我国养老产业的特点

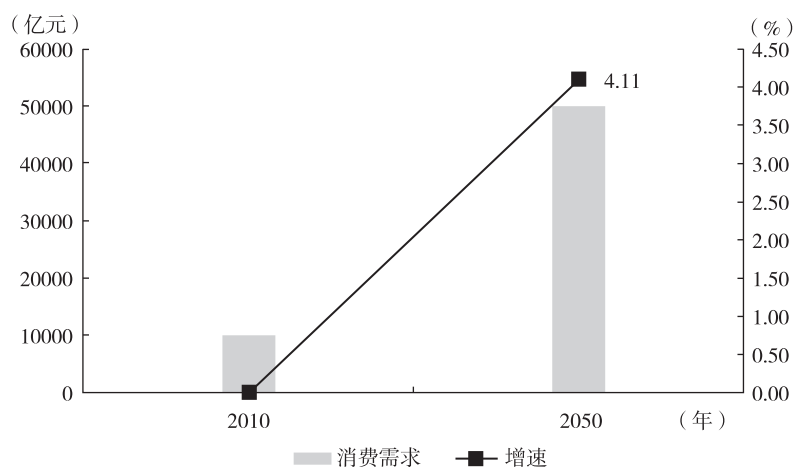
(1) 我国养老产业仍处于起步阶段。近年来，我国政府对养老相关产业给予的投入越来越大，不过相对于财政收入增长幅度和老龄化速度而言，财政对于养老相关社会保障的投入还有进一步完善的空间。2013 年，中国社会保障与就业财政支出占财政支出的比重约为 5%，远低于美国、日本等国 30% 的比重；社会保障与就业财政支出占 GDP 的比重仅为 1.26%，远低于日本超过 10% 的比重。

随着政府不断加大对社会养老服务体系建设的投入力度，大力鼓励社会力量参与，老龄服务基础设施建设得到快速发展。然而，从整体来看，我国依旧存在着社区养老服务设施和养老机构床位严重不足，供需矛盾突出，养老服务布局不合理，区域、城乡发展不平衡等问题。例如，2012 年末，全国共有养老服务机构 4.2 万个、床位 381 万张，平均每百名老人的养老床位拥有数约为 2.15 张，远低于发达国家 5~7 张的水平。同时，我国有相当部分的养老机构所提供的养老服务设施不完善，服务项目少，质量不高，难以满足需求。目前，我国养老产业发展仍处于起步阶段，老年消费市场还有很多商机有待进一步开发。

(2) 我国养老产业未来发展空间巨大。根据全国老龄工作委员会的数据，未来几十年间，我国老年人的消费需求和消费能力都将有较大幅度提升。2010 年，我国老年市场年需求约为 1 万亿元；到 2050 年，该需求将达到 5 万亿元^①，如图 3 所示。然而，截至 2010 年，我国年均为老年人提供的产品不足 1000 亿元，供不应求的现象较为严重。

同时，除了需求之外，我国老年人的消费能力的潜力也十分巨大。根据中国老龄科学研究中心的调查，我国城市老年人中有 43% 的人拥有储蓄存款。2010 年，我国老年人退休金总额为 8383 亿元；到 2020 年，将达到 28145 亿元；到 2030 年，将达到

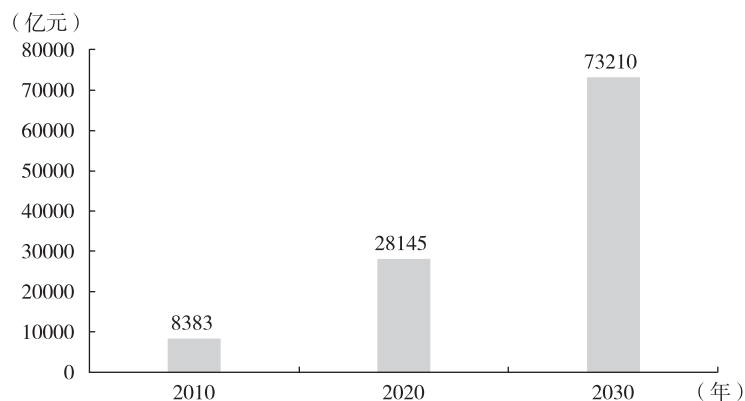
^① 中信证券：《国际经验看养老婴童产业：掘金浪潮之巅》，2013 - 11 - 18，<http://xiuqiu.com/8107212038/2619653>。



数据来源：中信证券：《国际经验看养老婴童产业：掘金浪潮之巅》。

图3 我国老年人消费需求规模和增速情况

73210 亿元，如图4所示。未来，在养老产业所涉及的众多领域，发展空间都十分巨大。例如，根据日本生命保险基础研究所的预测，到2040年，我国仅老人护理市场规模就达16万亿元人民币。



数据来源：中信证券：《国际经验看养老婴童产业：掘金浪潮之巅》。

图4 我国退休金变动情况

3. 我国养老产业相关政策支持

随着老龄化问题的日益严重，养老得到了政府越来越多的重视。2011年国务院印发《中国老龄事业发展“十二五”规划》，这是我国第一个国家级层面的养老事业规划。2011年以来，国家陆续发布《国家人口发展“十二五”规划》和《社会养老服务体系规划建设规划（2011—2015年）》，我国社会养老服务体系已经具备总纲式规划。



表 1 我国主要养老政策发展情况

时间	政策法规	主要内容
2014 年 8 月	8 省份试点以市场化方式发展养老服务产业	中央财政下拨服务业发展专项资金 24 亿元，支持在吉林、山东等 8 个省份开展以市场化方式发展养老服务产业试点；通过采取中央财政资金引导，地方政府、银行、企业共同出资设立基金平台，按市场化运作的方式，支持发展居家养老、集中养老、社区综合服务等多种形式、面向基层大众的养老服务产业
2014 年 4 月	《养老服务设施用地指导意见》	经养老主管部门认定的非营利性养老服务设施用地可采取划拨方式供地；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，鼓励以租赁方式供地
2013 年 9 月	《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》	到 2020 年，全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的，功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系，提出促进中小企业发展进入养老服务产业集群，发展养老服务消费市场
2013 年	地方养老细则	湖北、山东、浙江、深圳等多个省份、城市出台养老体系、养老服务等建设细则
2012 年 12 月	《中华人民共和国老年人权益保障法》（修订）	对 1996 年的保障法进行更新，使其符合当前国情，明确未来的发展方向
2011 年 12 月	《社会养老服务体系规划建设（2011—2015 年）》	到 2015 年，基本形成制度完善、组织健全、规模适度、运营良好、服务优良、监管到位、可持续发展的社会养老服务体系；每千名老年人拥有养老床位数达到 30 张，“十二五”期间，增加日间照料床位和机构养老床位 340 余万张，实现养老床位总数翻一番；改造 30% 现有床位，使之达到建设标准
2011 年 9 月	《中国老龄事业发展“十二五”规划》	以改革创新为动力，建立健全老龄战略规划体系、社会养老保障体系、老年健康支持体系、老龄服务体系、老年宜居环境体系和老年群众工作体系，服务经济社会发展大局，努力实现老有所养、老有所医、老有所教、老有所学、老有所为、老有所乐的目标
2000 年 8 月	《中共中央、国务院关于加强老龄工作的决定》	坚持老龄事业与国民经济和社会发展相适应，促进老龄事业健康发展；坚持家庭养老与社会养老相结合
1996 年 8 月	《中华人民共和国老年人权益保障法》	将应对人口老龄化提高至长期战略的高度，规定了老年人的基本权利，规定了社会保障体系和社会养老服务体系

除了国家层面出台了各类鼓励养老产业发展的政策外，自 2013 年以来，湖北、山东、浙江、江苏、北京、深圳等多个省份、城市也出台了养老体系、养老服务等细则。以北京为例，2014 年 8 月 13 日北京出台了《关于进一步推进本市养老机构和养老照料中心建设工作的通知》，在医养结合等方面形成一系列政策突破，通过简化审批、经费支持等手段鼓励养老机构和养老照料中心建设。

（三）我国养老保障体系存在的主要问题

1. 养老金结构不合理

根据世界银行的建议，各国在建立养老金制度时应有三大支柱，即国家基本养老、企业年金和个人补充商业养老，这三者的占比通常为 20%、40% 和 40%，某些



国家年金的占比会更高。^① 从我国养老金制度的建立情况来看，虽然也基本由这三个部分组成，但在结构上却和世界银行建议的比例差距较大，根据人力资源和社会保障部《2003—2012 年全国企业职工基本养老保险基金情况》，截至 2012 年末，全国企业职工基本养老保险累计结余为 22968 亿元，而企业年金仅为 4821 亿元，个人商业补充保险规模则不超过 10000 亿元，这样来看，国家基本养老、企业年金和个人补充商业养老三大支柱占比基本为 61%、13% 和 26%。也就是说，作为第一支柱的基本养老占比过大，而本应发挥更大作用的第二、第三支柱占比不足。第一支柱负担过重进一步造成的后果是养老金缺口较大、整体覆盖率不足，且运行效率较低。第二、第三支柱需要大力发展。

2. 未来养老金缺口较大

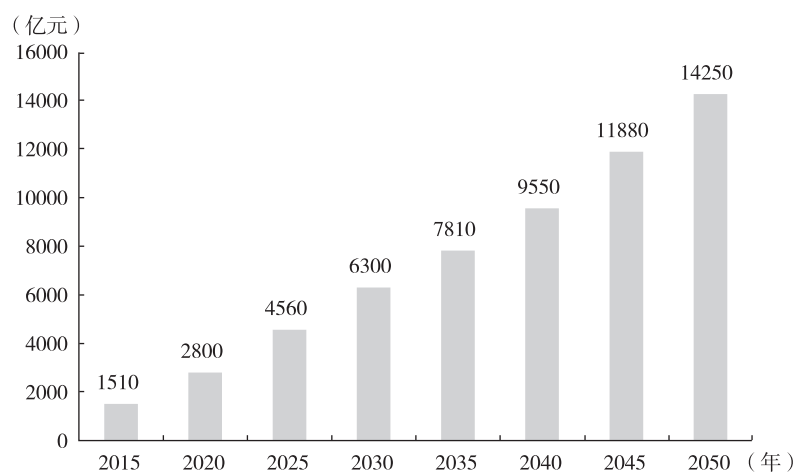
近年来，随着国家对老龄化的日益关注，我国养老服务业已有所发展，资金投入不断上升，资金来源渠道不断拓宽，除了地方政府的财政投入外，还包括中央的直接补助与财政贴息、社会捐赠资金和各类民间资本等。不过总体来看，资金投入与不断加速的老龄化进程和不断增长的社会养老需求仍不相适应。据测算，预计到 2015 年，我国基本养老金缺口将达 1510 亿元，到 2050 年，可能会超过 1.4 万亿元，如图 5 所示。由于我国养老金主要依赖现收现付的基本养老保险，老龄化程度的快速加深会进一步加重我国养老金的赤字程度。2012 年，如果没有财政补助，我国 19 个省份城镇职工基本养老保险基金当期收不抵支，其中，辽宁、黑龙江的缺口超过 200 亿元^②。

3. 基础养老保险投资收益较低

根据我国各地社会保障中心基本养老保险的收缴、支出和结余资金相关数据的测算，我国 2001—2011 年基本养老保险年均收益率不足 2%，而同期年均通货膨胀率为 2.47%。从目前我国基本养老保险的收入结构来看，2012 年，我国城镇职工基本养老保险基金收入中分别有 82.15% 和 13.23% 来源于征缴收入和财政补助，而依靠投资运用获得的收入占比仅不足 5%。我国基本养老保险整体投资收益水平低，难以抵抗通货膨胀，更无法满足养老金支付水平不断增长的要求。究其原因：一方面是由于我国基本养老保险投资范围狭窄，一般只投资国债和银行存款；另一方面是我国社会统筹结余资金和个人账户资金实行混合管理，虽然个人账户基金部分积累周期较长，资金规模不断增大，对应的风险承受能力也较高，但是由于缺乏相应的服务体系和投

^① 孙晓明：《养老：保险业“蓝海”》，载《财富管理》，2014（7）。

^② 郑秉文：《中国养老金发展报告 2013——社保经办服务体系改革》，北京，经济管理出版社，2013。

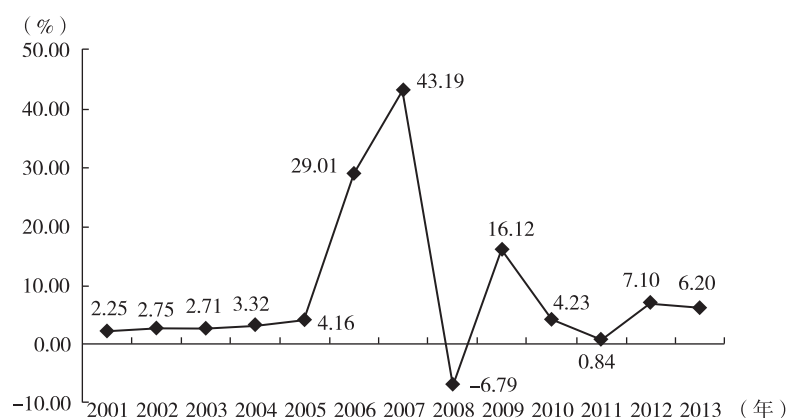


数据来源：世界银行，中信证券：《国际经验看养老婴童产业：掘金浪潮之巅》。

图5 我国基本养老金缺口预期金额

资金管理，没有对个人账户进行单独核算，造成了当社会统筹部分存在入不敷出的情形时，一些地方将个人账户基金中积累的资金也用于当期支付，进而导致一定比例的个人账户基金处于“空账运行”状态，对应的养老金严重缩水。

由于基本养老保险在养老金中占比较大，基本养老保险投资运作收益不足便造成养老金整体收益率偏低。相比之下，以相对市场化方式运作的全国社会保障基金收益率较高，2001—2013 年年均收益率为 8.13%，超过同期 2.47% 的年均通货膨胀率，但稳定性相对不足，如图 6 所示。



数据来源：杨燕绥：《中国老龄社会与养老保障发展报告（2013）》，北京，清华大学出版社，2014。

图6 2001—2013 年全国社会保障基金投资收益情况



二、国内外主要养老模式分析

（一）国外养老金运作模式

大多发达国家都早于中国步入老龄社会，其养老制度和养老产业发展时间较长，同时，发达国家的资本市场也较为成熟，因此，养老金制度、投资相关立法、资金筹措和运用，以及个人养老市场化运行等诸多方面，都有不少值得中国借鉴的地方。

1. 美国：以市场化为主

美国在 20 世纪 40 年代即步入了人口老龄化社会。进入 20 世纪 70 年代，美国 65 岁以上人口占比超过 10%，且老龄化加速，养老支出的赤字逐渐增大，1974 年的《雇员退休收入保障法案》开始致力于推动私人养老计划的发展，1978 年的“401K 计划”更是将养老金的运作推向完全的市场化，使得私人养老逐渐替代国家养老成为养老金的重要支柱。

从资金来源上看，美国养老金体系主要包括国家法定养老保险（Social Security）、福利雇主养老金计划（Employer – Sponsored Retirement Plans）和个人退休账户（Individual Retirement Account, IRA）三大支柱。其中福利雇主养老金计划由公司企业雇主或政府提供，“401K 计划”便是其中一部分。在美国的养老金计划中，IRA 和 401K 计划规模较大，截至 2012 年末，IRA、401K 的资产规模已经分别达到了 5.4 万亿美元和 3.57 万亿美元，综合导致美国个人或团体自愿缴纳养老金的比例较高，接近 40%，正因为如此，美国养老金体系中政府养老所承受的压力较小。^①从投资、运用上看，美国养老金的市场化程度比较高。国家法定养老保险由美国联邦政府统一管理，采取现收现付制度；年金计划和个人储蓄计划则引入非营利组织和私人投资，进行商业化运作，基本采取完全积累制度；个人退休账户由银行、人寿保险公司和共同基金等多种金融机构管理，投资方式多样化。

根据市场需求，美国开始推出混合型养老金计划，最为著名的是“现金余额计划”（Cash Balance Plan）。现金余额计划是美国养老金混合计划中发展较好、规模较大的一种私人养老金计划。该计划具有养老金成本较低、资金筹措有弹性、养老金给付享受政府担保、较好的激励机制和较强的透明度及携带性、为雇主和关键员工提供

^① 海通证券：《老有所养，时不我待——养老产业系列（1）》，2014-02-09，http://www.hibor.com.cn/docdetail_1215593.html。



更高的福利保障、与其他计划搭配的计划组合效应等特定优势。^①

2. 日本：以政府引导为主

日本在 20 世纪 70 年代就已经步入老龄化社会，且老龄化进程也较快，早在 90 年代便进入了人口负债社会。截至 2013 年，日本 65 岁以上老人占总人口比例已经达到了 25%。日本从 20 世纪 50 年代开始，就陆续出台了各种关于养老市场和产业的法规、制度及政策，逐渐建立起完善的法律体系，这为日本养老产业的健康发展指明了方向，提供了发展依据。

从资金来源上看，日本养老金体系主要包括公共年金、企业补充年金和个人储蓄年金三大支柱。公共年金由政府管理，具体包括国民年金、厚生年金和共济年金。其中国民年金是全体国民必须加入的基础年金，完全由政府负担；厚生年金和共济年金是分别针对企业员工和公务员等设立的年金，由企业或国家和员工共同承担。在日本老年人的收入中公共年金所占的比重约为 70%，老年人家庭当中只靠公共年金生活的占比近 60%。

从投资、运用上看，日本的养老金运作效果并不理想，虽然日本政府从 20 世纪 90 年代起便开始进行了一系列改革，但投资收益情况一直没有明显改善，这主要是由于日本政府在养老金的投向上仍占据主导地位，市场化程度不高，投资方向主要以国内债权为主。

日本政府在养老事业上的投入巨大，社会保障支出占财政预算的约 30%，且每年在养老金、医疗等社会福利方面的支出增加为 1 万亿日元。不过，近年来日本政府也在积极对社保体系进行改革。2014 年 6 月，日本政府对健保与长期照料体系系统进行改革，在建设自助、互助、共助、公助的社会保障系统的基础上，进一步拓展了“商助”的思维，希望通过引入民间企业力量和市场化的商业行为，加速养老事业发展。

3. 欧洲：主要依赖于政府

由于生育率的持续低下，欧洲老龄化问题也十分显著，大多数欧盟国家在 20 世纪 60 年代前就步入了老龄化社会。目前德国、意大利、法国、瑞典、希腊等国家的老龄化水平已经相当高，例如，截至 2011 年末，德国、意大利两国 65 岁以上老人占全部人口的比重已经超过 20%。

^① 陈志国、黄薇薇：《美国现金余额计划及其对我国的启示》，载《保险研究》，2010（6）。



从资金来源上看，欧洲的养老金体系包括公共养老金、企业年金和个人养老保险。欧洲大多数国家的福利制度较为慷慨，而养老金在福利支出中占有最为重要的位置。以葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊和西班牙（“欧猪五国”）为例，在其养老金体系中，雇主与雇员缴纳并进行投资的私人养老金并不发达，主要依靠公共养老金，不足的部分便依靠财政补贴。希腊、葡萄牙、西班牙的政府养老金替代率（退休后的养老金收入与退休前工薪收入之比，体现了退休金的待遇水平）均达到了 50% 以上，西班牙、意大利更是达到了 70% 以上，远远高于美国 38.3% 的水平。随着老龄化程度的加剧，养老债务仅靠政府财政难以维系，这也成为诱发欧债危机的重要原因之一。

欧洲大部分国家依靠政府支出提供基本养老，既给政府财政带来压力，又不能满足老年化养老债务需求，成为目前最为急迫需要解决的问题。

4. 智利：私营化管理

从 1990 年起的 20 年间，智利经历了快速老龄化的过程，每 100 个 15 岁以下人口对应的老年人数量从 1990 年的 35.4 人增加至 2009 年的 68.4 人，智利已经成为拉美地区老龄化程度仅次于乌拉圭的国家。

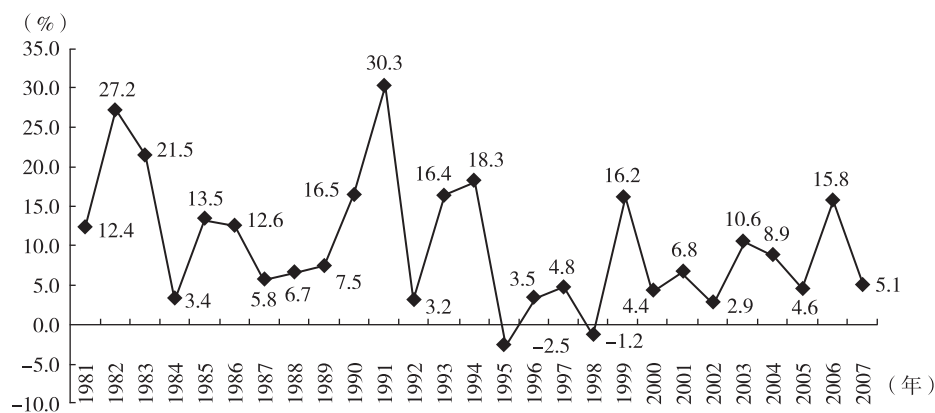
从资金来源上看，智利的养老金体系完全由个人养老金账户构成，分强制储蓄（完全由雇员强制性按月缴费，比例为工资的 10%）和自愿储蓄两部分。养老金由商业化的养老金管理公司管理，缴费者可以自由选择任何符合自己理财要求和规划的养老金管理公司。政府承担的责任主要是监督养老金管理公司的运行，财政支出方面的负担较小。在养老金管理公司发生破产的情形下，政府要保证残疾、遗属养老金和最低养老金的支付。

从投资、运用上看，主要以私人养老金管理机构的市场化运作为主，政府对其运营很少进行干预。养老金管理市场的准入门槛设置不高，只要注册资本不低于法律规定的最低注册资本额，私人养老金管理机构就可以进入养老保险基金市场，在法律授权的范围内吸收私人账户资金，自由参与市场竞争。与此同时，政府不断加强法律制度的健全完善，严格打击挪用养老金等不良事件。智利的做法通过市场竞争有效地实现了风险和收益的最佳组合，为社会保障基金积累了巨额资本。^① 智利养老金的投资收益相对较高，从 1981 年至 2007 年，虽也存在一定波动，但其年均投资收益率为

^① 华创证券：《中国养老保障体系重构路线图展望》，2013-12-04，<http://www.docin.com/p-736568712.html>。



10.2%，如图7所示。



数据来源：OECD，华创证券：《中国养老保障体系重构路线图展望》。

图7 1981—2007年智利养老金投资收益情况

从以上运作模式和平均投资收益来看，养老金管理机构采取市场化投资管理，政府很少进行干预，是其投资管理成功的主要原因。

5. 国外养老经验的启示

综上所述，结合美国、日本、欧洲和智利等的养老金运作情况可以发现，单纯依靠政府难以满足养老的需求，民间养老资本和机构的发展是必然。养老金的资金来源和管理应该尽可能面向市场，适当进行商业化运作，不断提高运作管理的效率。一些国家采取市场化方式运作养老金的模式及所取得的投资收益为我国完善养老金管理方式提供了有价值的借鉴。

（二）我国的主要养老模式

根据《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，未来我国将逐步建立起由个人、家庭、社会和政府共同组成的养老服务保障体系，分析人士预计未来会形成“9073”养老格局，即90%的老年人通过自我照料和社会化服务实现居家养老，7%的老年人通过社区机构照料实现社区养老，3%的老年人入住养老机构集中养老。近年来，国家和地方在遵循市场经济规律、大力推进养老服务业发展方面进行了大胆尝试，不少地方创造并实践了具有特色的养老服务业市场化运营模式。

1. 政府购买的居家养老服务

居家养老是把家庭养老与社会养老结合起来的一种养老模式，老年人在家中居住，社区为老年人提供生活照料、医疗康复、精神慰藉等上门服务。这种居家养老服



务主要以政府为购买者，同时让社会力量运营、社区力量参与，形成政府与社会联动式的居家养老服务体系、管理体制和运行机制。

在这种模式下，政府将养老服务委托给有资质的社会组织完成，并定期按照市场标准相互建立提供服务产品的合约；由该社会组织提供公共服务产品，政府按照一定的标准进行履约情况评估来支付服务费用。具备一定条件的老年人（通常为无收入和低收入的失能、半失能老人）可向政府申请享受政府购买的居家养老服务，待相关老龄办、民政局对其身份进行核实后，政府以“居家养老服务券”等形式按月向服务对象发放养老补贴，被服务的老年人将该券支付给上门服务的人员。

目前，上海、杭州、宁波、青岛等城市纷纷尝试了这种政府购买居家养老服务的养老模式。这种模式将居家养老与社区养老服务相结合，能够满足那些年龄偏大、体弱多病、行动不便老人的照料需求，使其在自己家里就可享受养老服务。不过，这种模式比较突出的问题是资金保障不足。社区养老服务从本质上具有福利特性，政府应给予适当的财政补贴，然而，除了沿海经济发达地区外，大部分地区目前经费来源渠道尚不固定，服务补贴标准明显偏低。

该种模式是政府基本养老模式有效对接本地养老真实需求的一个表现，在此模式基础之上，引入个人、社会资本，进行适当改造，提高运作效率，改善投入不足是值得研究的方向之一。

2. 商业保险对接养老社区

商业保险公司以保险产品对接养老社区是近来一种比较受关注的商业模式。商业保险公司设计出具有分红险性质的养老保险产品。与传统养老保险产品不同的是，这类产品提供给客户两种选择，一种是客户购买该保险产品可以选择从一定年龄（如退休时）起领取养老金，另一种是客户不领取养老金，而是用这笔养老金从保险公司购买相关的养老服务。如果客户选择第二种方式，那么便可在购买保险产品时获得入住养老社区的确认函，当其达到法定退休年龄后可获得入住养老社区的资格。

不过商业保险对接养老社区的模式大多还是瞄准高端人群，因为与养老社区对接的产品大多准入门槛较高，如泰康人寿推出的相关产品起价都在 200 万元，投保人至少需要分一次或多次（在十年内）缴纳不少于 200 万元的保费，能一下子拿出 200 万元保费的毕竟是少数。此外，交了 200 万元也不代表一劳永逸。根据合同条款，购买保险只是取得了入住养老社区的资格，相当于免除了未来数十年的房屋租金，即锁定了居住成本；而物业费、卫生费、水电费、护理费等仍需要入住后缴纳，即生活成本



还是需要入住后根据老人的需求及当时市场行情来确定。

该异地集中市场化养老模式正在成为保险公司和房地产企业纷纷看好的养老模式，对于高端人群具有一定的吸引力。在这种养老模式下，保险公司或房地产企业通常要负责养老社区的运营管理工作，对其相关管理能力是个考验。此外，这种模式的投资回收期通常较长，为8~10年。

3. 以房养老

以房养老模式，是指房屋产权拥有者把自有产权的房子抵押给银行、保险公司等金融机构，金融机构在综合评估借款人年龄、生命期望值、房产现在价值以及预计房主去世时房产的价值等因素后，每月给房主一笔固定的养老金。房主继续获得居住权，一直延续到房主去世。当房主去世后，其房产出售，所得用来偿还贷款本息。这相当于金融机构通过分期付款的形式收购老年人的房屋产权，类似于把住房抵押贷款反过来做，因此也称“反向住房抵押贷款”或“逆向年金抵押贷款”，即“倒按揭”。南京、上海、北京等城市都曾自发开展过各有特色的以房养老的尝试。

(1) 个人房产抵押贷款模式。在这种模式下，60岁以上的、拥有60平方米以上产权房的孤寡老人，可将房产抵押给老年公寓，然后入住老年公寓。在老人有生之年，老年公寓负责将其房屋出租，若房租高于老年公寓收费标准，超出部分交由老人进行自由支配。老人去世后，老年公寓可将老人房屋卖掉，房款归老年公寓所有。这种模式曾在南京推行，但实际运行效果并不理想，主要原因在于限制条件过于苛刻。规定中要求老人必须是“无儿、无女、无亲戚的孤寡老人”，并且“住房面积在60平方米以上”。同时，这种模式的实施主体通常都是民营机构，一方面资金实力不够强，难以满足以房养老业务对资金的要求，另一方面公信力相对低，无法使有需求的民众对其拥有足够的信心确认其可保证自身的利益。

(2) 售后返租模式。在这种模式下，65岁以上的老年人可以将自己的产权房与市公积金管理中心进行房屋买卖交易，交易完成后，老人一次性收取房款。同时，公积金管理中心再将房屋返租给老人，双方约定租期，租金与市场价等同。这种模式的核心在于利用房款与租金的差额提升老人的生活水平。这种模式曾在上海推行，然而从实际操作结果来看，这种模式也不成功，失败原因在于这种模式要求老人在与公积金管理中心签约时便丧失了房屋产权。老人都希望晚年能够安定平和，而安定的具体表现就是有一个稳定的居住环境。因此，这种模式不太容易被大多数老人所接受。

(3) 委托租赁模式。在这种模式下，60岁以上老人向养老机构提出养老需求，



养老机构负责将其原住房进行出租，老人入住养老服务中心，所有租金用于抵扣老人在养老中心产生的相关费用，房屋产权不变更。这种模式曾经在北京推行，结果也不成功，失败的原因主要在于老人对这种商业运作模式的实施主体信任度较低。

2014年6月，中国保监会下发了《关于开展老年人住房反向抵押养老保险试点的指导意见》规定，从2014年7月1日开始在北京、上海、广州和武汉四地开展试点，为期两年。模式基本为“住房反向抵押养老保险”，即拥有房屋完全产权的老年人将房屋抵押给保险公司，继续拥有房屋居住权，并按照约定条件领取养老金直至身故，老人身故后，保险公司获得抵押房屋处置权，处置所得将优先用于偿付养老保险相关费用。但试点一个多月以来市场上没有一家保险公司正式推出以房养老的保险产品，仅一家完成了产品设计并上报方案，但仍然没有正式推出。

综合来看，以房养老推行相对缓慢，遇到的障碍比较多，这主要与我国国情以及老年人的传统习惯有密切的关系。我国大多数老年人都将房产视作重要的家庭财产，通常都愿意将房子留给子孙后代，或者宁愿通过出租的方式获得养老保障，也不愿意把房子卖掉或交给银行、保险公司。预计在短期内，以房养老的模式还难以大规模铺开。如何解决自有财产权益归属与财产养老使用效用对称的问题，同时降低以房养老运营过程中的道德风险，是对以房养老模式继续深化研究改造的重要内容。

三、信托公司开展养老业务的可行性分析

（一）信托嵌入养老业务的法律适用性

信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。信托关系涉及委托人、受托人和受益人三者之间的关系。养老金与信托并不是偶然地结合，而是信托天然具有的一些属性与养老金的需求有着内在一致性。

将信托关系引入个人养老金运行，满足养老金支付目的和过程管理保障，就要妥善解决财产提供、权利归属、运行管理等问题，使得信托法律特征和信托公司资产管理方式能够顺利有效对接养老机制，逐渐形成对我国现有基本养老、补充养老和商业养老的重要补充。

1. 信托财产所有权与受益权相分离有利于养老目的的实现

作为一项独特的外部财产管理制度，信托的制度设计，实现了财产的所有权和管理权属与利益权属的分离，实现了财产的权利主体和利益主体的分离，使受益人无须



受到所有权的约束就能享受财产分配之利益，这正是信托成为先进财产管理制度的奥秘所在，也正是信托制度的本质所在。因此，在许多国家，信托在社会生活的各个方面都得到了充分的应用，财产管理、家产传继、投资融资、商事活动、公益事业、社会保障等，都可以利用信托的组织形式。信托法律关系明确提出了交付信托的财产的独立属性，清晰界定了委托人、受托人及受益人之间的权利和义务关系，强调保障委托人与受益人的权益，强调受托人应履行尽职管理责任，天然地与养老金的管理要求相吻合。

据统计，国际上养老金模式中普遍采用信托机制。例如，澳大利亚 2001 年 4940 亿澳元的养老金资产中，有 36% 是采取信托模式进行管理；美国 2002 年“401K 计划”的 1.5 万亿美元中，有 41.6% 是采取信托机制进行管理。境外采取信托模式进行养老金管理主要遵循信托法律中受托人的“忠实义务”、“审慎义务”和确定的受托人行为标准（具体包括一般行为标准和禁止行为标准）。养老金信托与普通信托有所不同，普通信托是受托人遵循委托人的意愿，而养老金信托则是为了实现受益人的利益，是否遵循委托人意愿并不重要。

根据信托制度的基本原理，信托行为具有“信托受益权对抗所有权”这一信托制度特有的法律效力，从而形成信托制度的债务风险隔离机制和破产风险隔离机制。这充分保证了养老金信托受益人的权益，是任何其他基于非信托法理运作的财产管理方式所完全不能企及的。

2. 信托财产独立能有效确保养老金的安全

信托财产完全独立于委托人、受托人和受益人三方各自的财产，信托一旦成立，信托财产就完全脱离委托人由受托人所有，而受托人虽然拥有了信托财产的所有权，但是信托财产与受托人自己所有的财产相分离，也与受托人的其他受托财产相分离。受托人可以依照信托目的进行管理和处置，但却无权基于自己的意愿进行任何物理上的处分；受益人虽然是信托财产的真正所有人，但是在受益权实现之前，其并不能够真正地行使其所有权，这部分财产也当然地独立于受益人自有的财产之外。因此，信托财产不受任何人包括委托人、受托人、受益人及其债权人的追及。

由于养老金关系到社会上绝大多数劳动者的晚年生活及社会稳定，因此其最基本的要求即是安全性。如前所述，如养老金与信托相结合，信托财产独立性的特点恰好可以保障养老金不被委托人、受托人以及受益人、债权人追及，也不会因为委托人、受托人等的分立、破产等被列为破产财产。



境外养老金信托正是运用了信托财产独立的法律特征，因为通过信托方式设立养老金信托，交付的信托财产与委托人、受托人、受益人的资产在信托期间是独立隔离的，原委托人、受托人和受益人没有所有权，从而保证了养老金的支付。因此，保证养老金的信托利益支付是最为根本的信托目的。

3. 信托管理的承继性符合养老金稳定的特征

受托人基于委托人的信赖，忠实地按照委托人的意愿为受益人的利益管理和处分信托财产。信任需要在长期稳定的合作关系中产生，贯穿于信托行为的始终，是信托制度安排的核心。而且，除信托合同中有明确规定外，原则上信托成立后委托人不可随意撤销，而且信托不因受托人的变更和欠缺而影响其存续。

信托是一个具有连续性的理财制度，而养老金同样具有长期性和稳定性，属于长期储蓄，因为劳动者只有到退休后可以支取。这与信托制度的长期性是完全吻合的。委托人将财产支付受托人以使指定受益人实现养老信托目的的意愿，通过具备法律效力的信托合同约定，约束信托公司作为受托人长期连贯地履行应尽的义务和责任。

（二）信托公司开展养老业务的必要性

当前我国在基本养老金管理方式上实行的是社会统筹和个人账户相结合的统账结合的管理模式，然而在实施的过程中，由于种种原因导致我国的养老金一直保持混账管理，即允许社会统筹基金和个人账户的基金相互调剂使用，将已退休职工纳入这个体系之中，用在职职工的社会统筹基金来支付他们的养老金，当这笔钱不够用时，又挪用在职职工为自己缴纳的个人账户基金来填补。于是个人账户不得不空账运行，成为名义上的账户。截至2012年末，我国养老金个人账户空账达到2.6万亿元，而且基本以每年1000多亿元的速度在增加。个人账户大规模空账运行使得越来越多的人开始担心政府用社会在职人员的养老基金来填补已退休人员养老金缺口，这既不能够从根本上解决养老金入不敷出的情形，同时还为未来保障机制的健康运行埋下了隐患。近几年来我国已经逐步开始以一些省市为试点做实个人账户，未来在全国范围内做实个人账户是改革的必然趋势。

要想做实个人账户，就需要一个相对独立的机构来管理。我国的养老金一直是由地方政府直接进行管理，在一定程度上束缚了养老金保值、增值的动力。同时由于政府的直接管理，缺乏多重有效的监督机制，也难以防范养老金在管理运作过程中被挤占、挪用、侵吞、滥用等现象的发生。与此同时，从投资领域上看，由政府直接管理



的养老金大部分都是存入银行，单靠利息很难实现保值、增值。如何同时兼顾养老金的安全与增值，就需要一个独立的专业化机构来承担，由专业人员来操作，信托无疑成为了养老金比较理想的选择。

（三）信托公司开展养老业务的可行性

信托公司在综合金融服务方面的经验积累，使信托公司在不同方向上形成多元化投资管理能力，这是以专业管理优势为特长的其他金融机构所不能比拟的。养老金具有资金来源的长期性、安全性要求高等特点，适合于通过运用多种金融产品的结构性安排组合，以获取较低风险匹配下的最大收益。经过几年的业务实践，信托公司以资金信托、财产信托和财产权信托为载体，在资金市场、资本市场、实业产业领域，通过单个和组合的债权、股权、夹层、证券化、融资租赁方式，结合优先次级结构化安排等，为信托受益人财富的增值、保值发挥了有目共睹的作用，形成了多元化的投资管理能力，同时通过产品设计创新在货币、资本和产业市场中搭建了结构化的投资组合，充分显示出混合经营的优势。信托产品的资产管理业绩在金融市场理财产品中体现出显著的比较优势。信托公司直接面对各类投融资市场，为养老金运用方式及运用领域的拓展与创新提供了广阔的空间。

以信托的方式投资养老产业，可以在投资者、经营者之间建立信息的利益链条，这在国外已经有成功经验。例如，荷兰国际集团（ING）依据权益型 REITs 模式设立生活社区地产项目，主要投资于澳大利亚、加拿大、美国的老年社区以及美国、新西兰的学生公寓等房地产。以美国为例，ING 投资在美国养老社区的资金占全部投资基金资产的 54%，涵盖了美国对养老社区有固定需求的 27 个地区。ING 委托经验丰富的 Chartwell 公司帮助 ING 建立房地产信托基金，让该养老社区的受益凭证上市交易。

因此，从信托的法律适用性以及信托公司开展养老业务的必要性和可行性综合来看，基于信托与养老资产在资产独立、风险隔离、长期保值等方面的匹配性以及信托公司在资产管理方面的资源禀赋，信托有能力成为构建养老产业的平台。

四、个人养老金投资信托方案框架

（一）个人养老金投资信托的内涵与法律基础

1. 个人养老金投资信托及其财产的概念

本文论述的养老金信托即个人养老金投资信托，本质上是以养老金保障为信托目



的的信托，一般是个人作为委托人通过受托人指定自益或他益受益人，定期缴纳资金形成个人养老金投资信托财产，并将其交给受托人管理运用，受益人退休后可以享受退休金的一种信托形式，是很多国家实现养老金计划的重要方式。最典型的做法是：由需要养老的个人交付一部分资金作为信托财产，交由受托人（信托公司）予以养老信托事务和存续财产投资管理，而参与此种信托的个人受益人在达到退休年龄或丧失工作能力时，由受托人自信托财产中支付养老金（可以一次性也可以定期支付）。由于引进了信托设计，个人养老金得到了权益保障和有效管理。在投资管理风险有效的情形下，个人的养老金实际上将不断增长，而且有助于社会安全和稳定。

个人养老金投资信托的基础资产为养老金，该信托属于商事信托中的资金信托和以养老为目的的特定目的信托。一个个人养老金投资信托计划通常涉及多个受益人，对应的基础资产是完全属于个人所有的私有财产，同时，由于个人养老金投资信托管理的是关系到是否能够实现养老保障目的资产，其财产牵涉广大受益人的切身利益，所以需要更加安全的保障和更加严密的监管，通常会受到与公益信托类似的比较强的公权力制约。在资产形成以及运作过程中，任何人不得侵害个人养老金投资信托财产的权益，即使受益人享受受益权，也必须在达到法定条件下，按照个人养老金投资信托的约定进行享有。所以，个人养老金投资信托的信托财产重点体现了信托财产权的独立性和专属性。为了保障养老金资产实现保值、增值，通常引入市场化运作的方式。面对市场波动，养老金资产的财产权属只有属于信托计划自身，才能隔离开信托计划各参与方可能带来的风险，以确保养老金资产的安全性。养老金的社会属性直接影响到信托当事人的权利和义务关系，例如，个人养老金投资信托的委托人、受益人不能撤销、放弃或转让受益权，受托人通常会受到法律更为严格的监管。

2. 个人养老金投资信托与一般信托的比较

作为信托中的一种，个人养老金投资信托具有一般信托共有的特征，但因为其以养老金为受托财产，养老金与一般信托财产在目的、性质、影响范围上存在显著差异，所以个人养老金投资信托又具有与一般信托不同的特质。例如，在交付的信托财产规模方面，一般信托的财产金额不一定，而个人养老金投资信托的信托财产经过长期积累，规模都比较大。在委托人方面，个人养老金投资信托的资金来源并非委托人单方，可能包含部分受益人，即个人养老金投资信托的受益人不是无偿受益人。在投资要求方面，一般信托的投资要求依据信托设立目的而定，而个人养老金投资信托通常都要求一定的投资回报率以实现资产的保值、增值。在影响力方面，个人养老金投



资信托的信托资产为养老金，资产规模大且具有较强的公众影响力，因此与一般信托相比，将受到政府对于信托各方当事人更严格的监管。^①

3. 个人养老金投资信托相关法律关系

个人养老金投资信托相关当事人包括委托人、受托人和受益人。三者之间的权利、义务关系由《信托法》进行规范，同时，还受到养老金特殊法律、社会属性的调整。

(1) 委托人。在个人养老金投资信托中，委托人交付养老金资产设立信托，委托受托人对养老金行使财产管理和进行处分，是建立个人养老金投资信托制度的主体。委托人根据养老金资金来源的差异而有所不同，例如，基础养老保险中个人账户养老金对应的信托计划委托人为个人账户资产所有人，企业年金对应的信托计划委托人为缴费企业或职工。

委托人的权利主要包括：①知情权，即要求受托人定期汇报信托账户管理情况、信托事务处理事宜，查阅信托账簿等。②监督权，当受托人管理方式不利于实现信托目的或不符合受益人利益时，委托人有权要求其调整管理行为。③对受托人处分养老金的申请撤销权，即当受托人恶意损害或出现明显失误导致信托受益人利益受损时，委托人有权申请法院撤销受托人对养老金的不当处分行为，并要求受托人进行赔偿。

委托人的义务主要包括：①按时缴费，确保信托财产按合同要求交付给受托人。②按时向受托人支付信托报酬等。

(2) 受托人。在个人养老金投资信托中，受托人通常是指对养老金进行占有、支配和经营管理的信托公司，作为信托事务的执行人，是个人养老金投资信托计划中最为关键的角色。在个人养老金投资信托计划中，受托人除了要面对委托人、受益人和监察人外，通常还需要面对众多养老服务的提供者和相关中介机构。

受托人的权利主要包括：①独立受托的权利，即独立对养老金资产进行占有、转移，并为交易提供结算和清算服务，及时收取信托财产滋生利益。②支付报酬请求权，可以请求委托人支付合理的佣金、报酬。

如果信托公司还同时作为投资管理人，那么享有的权利还包括：①独立运营权，即为实现养老金的保值、增值，运用信托资产进行投资、出具报告、建立相关的投资管理风险准备金等，具体自由裁量范围通常由信托协议约定。②报酬、费用、债务和

^① 刘巍：《中国养老金信托的财产权属问题研究》，清华大学硕士学位论文，2006。



损害赔偿的请求权，即受托人有权依据信托文件的约定取得报酬，受托人因处理信托事务所支出的费用、对第三人所负债务，以信托财产承担。

受托人的义务主要包括：①审慎注意义务，即受托人处理个人养老金投资信托事务时，应当尽到通常的技术及谨慎的注意义务，不得违反法律或道德的要求损害受益人的利益。②忠实勤勉义务，忠实义务即受托人严格约束自己的行为，不得利用信托谋私，也不得与委托方利益对立；勤勉义务即善良管理人义务，基于信托管理需要的一切义务均可以纳入其范畴，包括分别管理、亲自管理、计算和说明、转移养老金费用等。

(3) 受益人。受益人为符合法定退休条件或者按照约定可以享受个人养老金投资信托利益的人、机构或者其继承人，委托人可以将自己列为自益的受益人，也可以设定他人为受益人。

受益人的权利主要包括：①受益权，即信托财产管理运营中衍生的投资收益只能由受益人享受，受托人和委托人均无权分享。②选择建立、解除、变更信托关系权，即在第一次信托关系中，受益人有权选择养老金受托人及其组成人员，并根据其表现决定是否解除或变更。③知情权和监督权，即养老金的受益人有权知晓相关信托事务的处理过程并发表意见。④诉讼权，即当受益人的知情权受到侵害以及监管机构怠于履行监督职责致使养老金造成减值时，受益人可向法院提起侵权之诉以寻求救济。此外，受益人还享有查阅信托账簿等权利。

受益人可以有自身养老需求的人，也可以是其亲属、第三人或机构。

(4) 信托财产。信托财产可以包括现金、可转让的金融资产，以及可实现收益和确定权属的资产，还可以包括不动产、企业股权等。

4. 个人养老金投资信托政策环境

个人养老金投资信托在信托运行和投资管理过程中面临着特定信托财产交付权属登记以及税费政策问题，建议从以下几个方面给予政策支持。

(1) 特定信托财产交付的权属登记。除委托人交付的现金、可转让金融资产外，如果委托人交付的是需要权属登记的不动产、企业股权等信托财产，建议相关行政部门或信托登记中心给予信托财产的权属登记，完成信托交付、管理和分配各环节的信托财产确权登记。

(2) 信托运行税费。鉴于委托人设立信托的目的包括养老目的和理财目的，根据国际惯例和信托财产交付、管理、分配的过手非交易性质，建议相关税收部门对个



人养老金投资信托在信托财产交付、运行投资管理、信托利益分配等环节给予非交易性质认定，并免予征收印花税、营业税、所得税、遗产税。对于交付的不动产、企业股权等信托财产，同样给予非交易性质认定，并免予征收印花税、营业税、所得税、遗产税，以及以后增加调整的相应税费。

（二）个人养老金投资信托的目标

1. 安全性强

安全性是指养老金投资运营的收益与原始资本回收之间的保障程度，这是个人养老金投资信托运营的首要原则和目标。要想保持和增强个人养老金投资信托投资运营的安全性，一般措施主要包括投资主体的正确选择、投资组合工具的科学运用、监督体系的有效约束（包括养老金账户所有者监督、第三方监督、投资运营主体监督）。

2. 收益稳定

如前所述，目前我国养老金中基础养老保险部分的收益主要来自银行存款和债券的利息，而这些利息所得随着国民经济的发展也逐渐贬值，甚至在有的年份收益低于通货膨胀的增长速度；社会保障基金的投资收益率相对高些，但是波动率较大。因此，个人养老金投资信托计划的投资需要做到在风险与收益之间平衡，通过多元化投资工具的组合运用，合理分配无风险资产和风险资产的配置比例，实现相对稳定、高于一般储蓄和通货膨胀率的投资收益。

3. 具有一定流动性

个人养老金投资信托在投资运营时，既需要保证养老金投资的长期有效运营，又需要保证养老金的支付。完全积累的个人账户养老金对于每个受益人而言，在到期退休前不能提取，因此对流动性的要求较低，可以运用与期限相匹配的长期投资工具，以获得较高的收益。到期后，如果个人选择按月定期支取，那么需要考虑流动性的安排，可以在保证支付的流动性需要的基础上，安排一个相对稳定的余额进行长期投资。

（三）个人养老金投资信托的交易结构

1. 产品运营模式

委托人将资金以信托的方式交付给受托人进行管理。受托人由信托公司担任，按照信托合同约定的方式，由信托公司向受益人支付信托利益。与此同时，信托公司作为投资管理人，与委托人签订投资管理合同，负责对信托财产进行运用，包括资产配



置、分析、决策和投资管理实施。此外，信托公司作为账户管理人，负责为信托财产建立单独的账户，并及时记录个人养老金投资信托计划相关账户信息、账户变更信息、缴费信息等。托管人由银行担任，根据受托人与托管人签订的资金保管合同，托管人负责对信托资金进行保管。

在产品结构中，还包括信托公司的监管部门，主要负责监督信托公司作为受托人、投资管理人及账户管理人的相关权利与义务的履行。信托公司作为中国银监会管辖范围内的金融机构，还要接受监管部门、内部风险控制部门的常规监督。此外，产品结构中还涉及第三方中介服务机构，既包括律师、税务师事务所（为委托人、受益人提供专业的法律、税务咨询服务），还包括会计师事务所（对受托人、托管人、投资管理人进行年度审计）。具体产品结构如图8所示。

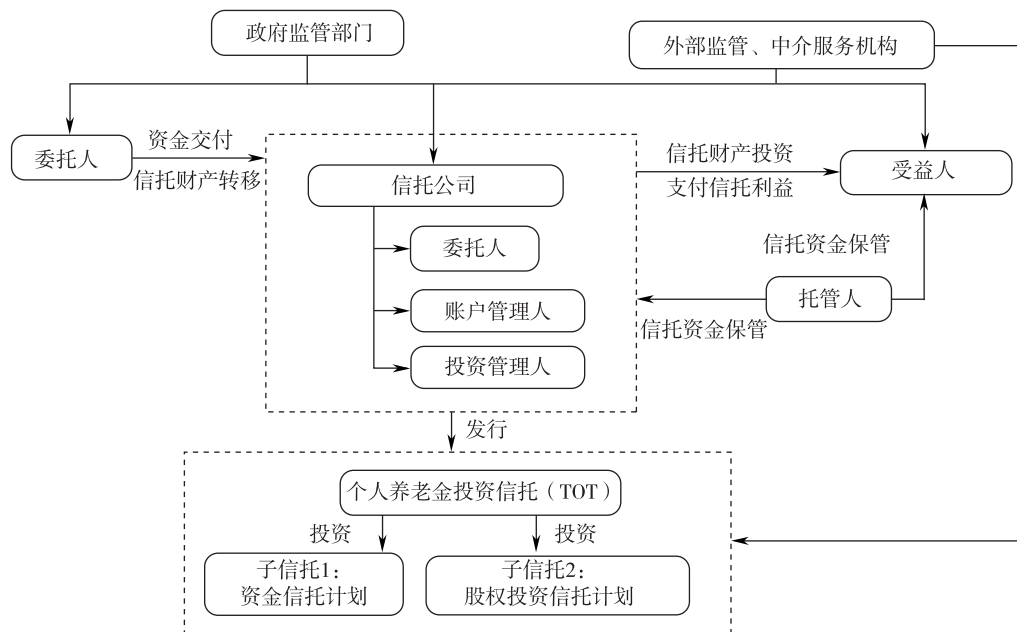


图8 个人养老金投资信托产品结构

2. 资金来源

结合我国养老保障体系来分析，个人养老金投资信托的资金来源可以包括个人缴纳的基础养老保险、企业年金、事业单位职业年金和社会资金。同时根据资金来源和委托人需求的不同，对个人养老金投资信托做出优先级和次级的结构化安排。

（1）基础养老保险中的个人账户养老金。我国的城镇职工基本养老保险制度采用社会统筹与个人账户相结合的方式运作，以前企业缴费大部分进入统筹账户，个人



缴费和企业缴费的一部分划入个人账户完全积累。长期以来，个人账户资金被用于支付统筹基金缺口，个人账户仅仅是记账的名义账户。国家“十二五”规划建议已经明确指出，要做实基本养老保险个人账户，即将个人账户变成一个“实账户”，每个参保者名下能够有实实在在的基金积累。这部分资金可以通过参与个人养老金投资信托计划，实现保值、增值，形成真正个人缴费的完全积累。

(2) 企业年金基金及其他职业养老金计划基金。2004年5月《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》实施，标志着企业年金作为我国企业养老金计划中的合格计划正式确立。这两个办法明确规定，企业年金采用信托模式管理基金。此外，《事业单位人事管理条例》作为我国第一部系统规范事业单位人事管理的行政法规，于2014年7月起施行，未来事业单位有望统一建立职业年金。事业单位职业年金可参照企业年金信托的模式参与到个人养老金投资信托投资计划中，通过妥善的投资工具的安排获得相对稳定的收益，也可为养老保险双轨制并轨做出一定贡献。

(3) 其他社会资本。这包括银行、保险公司等机构投资者的投资、个人投资者的投资和金融理财产品。目前，除了信托公司外，保险公司、银行等金融机构也都十分看重养老市场。例如，不少保险公司都在积极探讨尝试通过股权投资的方式参与养老地产、社区等项目。不过股权投资需要的资金规模较大、期限较长，从构建稳健的资产配置方案角度来看，这些金融机构通过参与个人养老金投资信托计划的投资，将其作为金融产品或固定收益产品中的一类，从而实现更均衡的资产配置。个人投资者既包括老年人（投资以自身养老为目的，受益人是自己），也包括年轻人（投资可能以父母的养老为目的，受益人是自己的父母，或者投资以理财为目的）。根据个人投资者年龄和投资目的的不同，需要做出分级安排。

资金来源以养老和理财为目的进行组合，不同的资金来源对应不同的委托人，由于参与个人养老金投资信托计划的目的不同，对于个人养老金投资信托的资金端需要采用结构化的分级设计：分为优先级和次级，其中优先级再按以养老为目的和以理财为目的进一步细分，次级均为以理财为目的。基础养老保险、以自身养老为目的的老年人可投资认购优先级中的养老份额，社会保障基金、年金可投资认购优先级中的理财份额，其他社会资本（包括机构投资者和以理财为目的的个人投资者）可投资认购次级。

3. 资金运用

在养老金投资信托的结构上，采用TOT（Trust of Trust），即通过信托公司成立一



个母信托，再由母信托选择金融产品或者股权进行投资。养老金投资信托采取TOT形式的目的是保证投资于不同运用组合的专业性投资管理。母信托构成养老金投资信托主法律构架。母信托委托人为认购份额方式的个人、机构和产品，其中产品认购份额为发行产品的机构代为行使委托人权利，母信托的受托人为信托公司，母信托的受益人为认购母信托份额的委托人指定的个人、机构和产品，该受益人包括自益和他益。根据信托基金约定的运用范围，分别设立不同运用方向的子信托，根据投资管理专业能力由信托公司以投资管理人身份进行投资管理，或由信托公司聘请专业投资顾问，委托其代为进行投资管理，信托公司行使监督职责。子信托委托人为母信托，子信托受托人为信托公司或其他具有优秀资产管理能力和卓越业绩的金融机构，子信托受益人为母信托委托人指定的受益人。母信托受益人和子信托受益人为同一人，通过母信托和子信托基金份额享有信托利益。

在资金运用方面，主要包括金融产品投资和直接投资。其中金融产品投资包括货币类、固定收益类、权益类和另类投资；直接投资主要是指对养老院或养老社区的股权投资，具体包括养老地产的新增投资和存量收购。直接股权投资通常投资规模较大、回收期较长，因此信托公司需要审视自身在养老产业价值链上所担当的角色，可选择在“地产开发”环节有丰富资源和经验的房地产企业或在“服务与运营”环节具有专长的物业管理、医疗和护理服务机构进行合作。

4. 资产管理业绩

个人养老金投资信托投资的根本目的是满足养老资金保障需求。虽然信托基金不承诺保本、保收益，但实际制定管理策略时，需要以个人养老金投资信托投资的根本目的为出发点，以保证本金、保证一定收益的实现为行为宗旨。如前所述，根据委托人投资目的的不同，个人养老金投资信托对委托人进行分级，对于以自身养老为目的的投资者仅限于投资购买优先级，而以理财投资为目的的投资者可投资购买优先级和次级。以理财为目的的次级投资者承担优先级投资的风险，同时获取对等的风险溢价收益；此外，以理财为目的的次级投资者需要承担更高的信托手续费率，即将实现的收益进行信托利益转移支付。

在设定预期投资收益率时，要考虑通货膨胀和同期银行存款利率，同时设定一定的浮动比例。如果在核算业绩时点时，投资净值年化收益率低于上述预计的目标，则受托人在母信托在下一个月或季度考核期及时调整资产配置比例。

5. 信托利益支付方式和流动性安排

对个人养老金投资信托优先级中的养老份额部分，从受益人满足一定年龄（如退



休后)开始,按照年金方式分配现金,或者直接向受益人提供养老院床位。而对于以理财为目的投资的优先级和次级,本着公平原则,允许委托人通过信托合同约定,向受益人通过赎回方式进行信托利益分配,分配方式为按年分配。为保障投资的可持续性,一般锁定期不少于三年。

为保障养老金投资和信托利益分配的持续积累,故在安排赎回时可以进行新的申购加入。由于委托人投资购买母信托的固定份额,且该份额穿透至子信托的具体运用份额,委托人赎回份额直接通过子信托份额赎回。新发行加入的份额也通过母信托贯穿于子信托,故没有借助新增发行弥补存量未收回的借新还旧现象,由此做出的流动性安排满足合规性的要求。

6. 交易结构设计的合法与合规性

个人养老金投资信托的主法律构架依据《信托法》建立,委托人交付资金信托财产,信托公司以受托人和投资管理人身份进行信托事务管理和信托利益分配,信托公司自身可以从事信托财产投资管理,也可以委托其他专业机构代为管理,这些皆符合《信托法》的规定。个人养老金投资信托受益人和以理财为目的的受益人既可以是委托人自己,也可以是其他人,故信托财产转移分配符合《信托法》的规定。

鉴于信托公司多功能信托财产管理运用的禀赋特征,个人养老金投资信托基金的资金来源、信托目的、组合型运用、结构化安排、申购和赎回的流动性安排等皆属于合规范畴。因为个人养老金投资信托基金是通过份额认购、份额投资、份额分配,实现了风险、收益、期限一一对应,与公募证券投资基金原理构架相同,不存在期限、风险、收益错配,也不存在不同份额之间的收益调节。母信托和子信托单独建账,子信托的法律地位实现了各子信托之间的资产独立和风险隔离,故子信托不属于资金池范畴,属于常规的基金产品。

五、个人养老金投资信托的运行和管理

(一) 运行流程

1. 主要责任主体

如前所述,在个人养老金投资信托的运营模式中,主要责任主体包括委托人、受托人、账户管理人、投资管理人和托管人,如图9所示。其中最为核心和重要的是受托人,作为养老金基金管理的中心枢纽,受托人不仅是管理处分养老金财产的权利



人，也是养老金管理事务的责任人。受托人可以根据自身情况，将投资管理、账户管理、托管职能交给其他法人机构。对于信托公司来说，若要同时兼任受托人、投资管理人和账户管理人，必须具备较高的综合素质、投资能力和风险管理能力；考虑到运用的资金涉及养老保险、企业年金等，因此只有具备相关监管和创新资质的信托公司才能担任对应的角色。

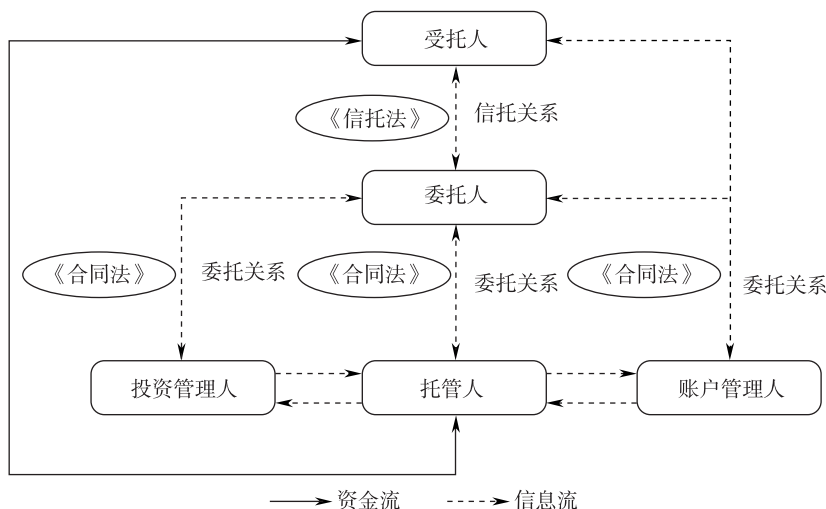


图9 个人养老金投资信托涉及的责任主体

2. 日常运行流程

鉴于该养老信托属于市场化产品，故不需要劳动部门批准备案。流程包括账户开设和管理，之后，进入日常运营流程，包括计划缴费、计价和交易、信息变更、投资处理、核算和估值、信息披露等环节。

(1) 账户开设和管理。账户管理人为委托人建立独立的机构缴费账户和职工个人账户，并及时记录机构账户信息和个人账户信息。托管人为个人养老金投资信托计划开设受托财产托管账户，用于养老金的归集和支付；同时开设投资资产托管账户，用于因投资而发生的资金交收和付费业务。根据投资管理人的投资需求，经投资管理人申请、受托人同意后，可由托管人开设证券账户、债券账户、开放式基金账户等投资交易账户。

(2) 计划缴费。机构、个人向受托人提交缴费明细表，受托人确认后，由账户管理人在系统中进行校验，并与机构、个人沟通核对；再经过受托人向机构、个人发送缴费账单；受托人同时依据缴费账单向托管人发送收款通知，机构、个人依据缴费账单的金额，缴费至托管银行；托管银行向受托人进行缴费到账确认，账户管理人将



缴费数据分配至个人账户及机构账户。

(3) 计价和交易。采取金额计量方式时，账户管理人根据托管人提供的收益分配日的养老信托基金财产净值和净值增长率及企业账户和个人账户期初余额，计算本期投资收益，并足额计入机构账户和个人账户。采取份额计量方式时，账户管理人记录托管人提供的收益分配日的个人养老金投资信托基金份额净值。账户管理人根据各类资金对应的管理办法以及账户管理合同的规定，分配养老信托基金的投资收益。

需要支付养老金待遇时，受益人先向受托人提交申请，受托人收到后通知账户管理人。账户管理人计算个人账户权益，生成个人账户权益支付表，发送受益人和受托人确认。受托人确认后向托管人下达待遇支付指令，并通知账户管理人。托管人按照待遇支付指令办理资金划转手续，并将资金划转结果通知受托人和账户管理人。账户管理人扣减个人账户权益，当个人账户权益余额为零时，办理个人账户销户手续并通知受托人。受托人将资金划转结果通知受益人。

(4) 信息变更。信息变更是指机构、个人向受托人提出申请，受托人确认后由账户管理人进行处理的过程，包括机构和个人信息变更、计划信息变更及人员信息变更三个部分。委托人按照《信托合同》的规定，将变更信息提交受托人，受托人确认后提交账户管理人。账户管理人对变更信息的真实性、合法性和完整性进行审核，审核无误后通知受托人。

(5) 投资处理。受托人、托管人和投资管理人就指令下达、确认和执行等程序达成一致，受托人和投资管理人还需要将发送指令的人员和权限通知托管人，受托人将养老信托基金的投资分配指令通知托管人和投资管理人。因证券市场波动、上市公司合并等客观因素造成投资管理不符合《信托合同》和《投资管理合同》约定比例或相应资金对应的管理办法规定的，托管人应及时通知投资管理人并报告受托人，投资管理人在合理期限内进行调整。

(6) 核算和估值。托管人和投资管理人分别根据养老信托基金投资组合独立建账和核算，分别完成养老信托基金投资组合的会计核算和估值。同时，托管人负责复核、审查投资管理人计算的投资组合净值。此外，托管人负责养老信托基金的会计核算，每个工作日对养老信托基金进行估值，并按照《资金托管合同》的规定及时将养老信托基金财产净值、净值增长率或份额净值等会计核算结果发送受托人和账户管理人。

托管人和投资管理人分别及时编制和核对养老信托基金投资组合的资产负债表、



损益表、净值变动表及附注等会计报表，并由托管人报送受托人。同时，托管人还应及时编制个人养老金投资信托财产的资产负债表、损益表等会计报表，并报送受托人。

(7) 信息披露。根据《信托合同》的约定，信托公司向委托人和受益人进行信托事务管理和投资事务管理的信息披露。托管机构和承担投资管理职责的其他机构，应向受托人提交各自管理的信息披露报告，由受托人汇集到受托人报告的信息披露中。

(二) 个人养老金投资信托相关主要风险及控制措施

1. 法律法规风险

(1) 定义。法律法规风险是指由于养老金相关的法律法规、相关规定变更而导致的业务运作的环节、流程等发生重大变更，从而给现有业务的运营带来损失的风险。

(2) 控制措施。

①公司风险法规部应密切关注养老金相关法律法规及制度的变动情况，在受托管理部门的配合下深入理解并定性评估法律法规变化给企业养老金业务带来的风险，在条件许可的情况下对相关规定的变化进行预判和预评，并形成书面报告，提供给受托管理部门、投资决策委员会、风险控制委员会以及相关决策人员进行决策参考。

②受托管理部门设立专门的养老金法律法规研究员，专门解读养老金相关的法律法规和制度，辅助风险法规部完成对法律法规风险的评估报告。

③受托管理部门、投资决策委员会和风险控制委员会应在接到风险法规部提交的对法律法规变动或预判的书面报告后，在最短时间内召开临时会议，对可能出现的风险做出定量评估，提出应急措施并落实到各个具体业务岗位。

④与委托人及养老金业务各当事人建立良好的沟通机制，各业务岗位在确定应急措施后应在第一时间与各当事人联系，就法律法规变化带来的业务风险以及采取的措施进行充分沟通，取得一致理解。

2. 投资管理风险

(1) 定义。投资管理风险主要是指养老金的投资管理人在制定投资政策中产生偏差或进行战略资产配置时不合理产生的风险。

(2) 控制措施。

①投资政策和战略资产配置决策必须坚持科学、审慎和与养老金承受能力相匹配



的原则，公司设立养老金受托管理投资决策委员会，负责确定和调整养老金的投资政策和战略资产配置方案；养老金投资政策的提出，必须以充分研究为前提，包括宏观经济和行业经济、各类投资品种的研究开发和模拟检验，到有关部门和企业进行尽职调查，并以此为基础做出谨慎的预测分析；养老金的资产配置方案设计，必须充分考虑养老金的风险承受能力、预期收益水平及投资限制；建立专门的研究和分析体系，对宏观经济、行业经济、各类投资品种进行研究，为制定投资政策和进行战略资产配置提供全面准确的信息和相关分析报告，供投资决策委员会决策参考；研究人员在资料搜集、实时跟踪和实地调研的基础上，提供预测分析及其他投资分析报告，在报告的表述过程中，应将客观事实和主观判断严格区分，并对重要事项予以明示；研究过程中所使用的工作底稿备份保存，期限自报告完成起不少于五年。

②投资政策和战略资产配置的实施应保持充分的灵活性，能够根据金融风险变动及投资管理人的操作风险做出有效的反应，将各类风险控制在最低限度。

③在对投资政策和战略资产配置进行调整前，养老金经理应与委托人进行充分沟通，取得委托人的理解并获得书面认可。

3. 操作风险

(1) 定义。操作风险是指业务人员在受托管理事务中因道德因素或操作失误有意或无意违反风险控制制度及业务操作流程导致公司或受益人遭受损失的风险。

(2) 控制措施。

①强化全员风险控制意识，创建风险控制制度及业务操作流程执行文化。

②建立和不断完善受托管理业务风险管理制度及业务操作流程规范。

③对重要岗位设立专职专岗、双人复核的岗位制度。

④通过完善的档案管理制度，妥善保管各业务环节的操作档案十五年以上，各项操作记录有据可查。

⑤结合运营总监和审计稽核部的稽核监督职能的发挥，建立行之有效的监督评价机制和奖惩制度。

4. 财务管理风险

(1) 定义。财务管理风险是指公司财务管理的制度缺陷或操作不规范等原因导致资金划转失控或账户记录失真的风险。

(2) 控制措施。

①公司设置专门的企业养老金财务会计岗位和人员，针对各个风险控制点建立严



密的会计系统控制，实时跟踪，监控公司与各有关当事人之间的资金划转，确保资金的划入和划出能够按时、按量地到达指定的账户。

②建立完善的逐级报告制度，业务经办人员若发现资金未能按照规定到账，要在催促有关当事人的同时报告上级。

③会计岗位人员应严格依照养老金计划及与相关当事人签订合同的相关约定，及时与各相关当事人进行账务核对，确保各账户记录上的一致性。

④运作期内，养老金经理要定期与委托人进行沟通，了解委托人动态，对未来养老金缴费、待遇支付和个人账户的转移情况进行判断，一旦有迹象表明委托人发生重大变故，可能发生缴费不足、大量账户转移时，应及时向上级书面汇报，并进一步密切跟踪了解情况。

⑤建立完善的档案管理制度，妥善保管养老金业务账目往来的会计资料十五年以上。

5. 信息披露风险

(1) 定义。信息披露风险是指公司在养老金受托管理业务经营过程中不能尽职履行信息披露义务，导致受益人利益遭受损失的风险。

(2) 控制措施。

①建设养老金账户管理系统，实现与账户管理人账户管理信息的实时异地双机备份及双系统运算复核，确保受益人账户信息查询服务的及时性、准确性、高效性及稳定性。

②公司制定严格的信息披露制度，并指派专门的信息披露负责人，严格依据国家法律法规及养老金计划定期向委托人、受益人和有关监管部门提供基金管理报告；在发生重大事件时，及时向委托人、受益人和有关监管部门报告。

③建立严格的养老金业务档案管理制度，确保在法定年限内，养老金业务信息档案的安全性、完备性、真实性，以便各方当事人查阅。

6. 技术系统风险

(1) 定义。技术系统风险是指在公司技术系统中存在导致基金持有人或公司损失的风险，主要包括技术人员风险、网络通信风险、软件风险、硬件设施风险、数据管理风险等。

(2) 控制措施。

①建立完善的技术风险控制组织机制、管理措施和相应的规章制度，并由风险控



制委员会执行，具体包括信息技术人员管理制度、计算机工作场所管理办法、计算机系统灾难演习规定、机房环境管理制度、电脑设备管理制度、软件管理制度、网络管理制度、数据管理制度、计算机安全管理制度等。

②建立完善的技术人员管理制度；技术人员必须具备足够的专业技能，并且经过严格的定期技术培训，持证上岗。专业人员在操作时必须按照规章制度进行，严禁主观妄为。技术人员的转岗和离任必须履行相应的手续，为确保信息安全，各种系统必须做相应的设置修改。

③进行计算机安全、网络通信安全风险管理。制定计算机安全管理制度、操作安全管理制度和计算机病毒防范制度。对系统定期或不定期进行安全检查，保证计算机系统安全运行；对于主要通信设备和通信线路，采用双设备备份和备用线路，减少通信设备和线路故障的风险；对于通信线路，在保证性能要求的前提下，采用不同类型的通信方式。网络建设时，实现“前台与后台分离”、“网络与数据分离”的要求。

④进行技术文档资料风险管理。技术资料必须分部门归档，统一管理技术文档资料，明确责任管理人；制定资料保管、保密管理制度和办法，借阅、复制技术资料须履行必要手续；重要资料必须有副本并异地存放；对于报废资料有严格的销毁和监销制度。

⑤应用软件设计身份验证、访问控制、故障恢复、安全保护、分权制约等功能。应用软件的系统管理权限与业务操作权限严格分开。软件开发、维护人员和实际业务操作人员严格实行岗位分离，软件开发环境和生产环境严格隔离。计算机技术人员不得擅自进行软件维护和系统参数设置。所有应用系统操作时，自动建立完整的操作日志，便于发现不规范和不正常的操作。

⑥建立业务数据管理制度和安全保密制度，避免数据的泄露；对业务数据库实行专人管理，信息技术人员不得拥有数据库管理人员权限，防止业务数据的直接操作修改；每个工作日后，必须制作数据备份并异地保存，确保业务系统出现问题及时恢复。

7. 受托管理业务中当事人的管理风险

(1) 定义。受托管理业务中当事人的管理风险是指在养老金管理当事人的选择、监督、评估、更换事务中不能公开、公平、公正地尽职行使管理职责，保证受益人利益最大化的风险。

(2) 控制措施。



①公司对相关当事人的选择必须遵从公开、公平、公正的原则。设立评标委员会，以招标或邀标的形式，开展对养老金管理相关当事人的选择工作；对全部备选者必须适用一致的评价标准；设立运营总监，有权同审计稽核部一并监督评标委员会的评价及决议过程。

②公司对相关当事人的管理必须坚持责任明确、层次清晰的监督与再监督原则。养老金受托管理部根据相关当人类别设置不同的管理岗位，形成相对独立、相互制衡的约束机制；各管理岗位对所对应的当事人负有直接监管责任，监督内容包括程序性、合规性和实质性监督；运营总监对管理岗位人员的管理工作负有直接监督职责；审计稽核部对各管理岗位及运营总监的监管及监督行为进行事后再监督。

（三）养老金受托管理相关内部控制

尽管受托管理、账户管理和投资管理三项管理职能都可以由信托公司担任，但各职能应由内部相互独立的不同部门承担，公司内部需要建立起完善的内控体系，从内控监督、操作流程的风险管控等方面着手，促使养老金能够安全、合规地运作。如果信托公司将账户管理、投资管理等职能委托外部机构，信托公司同样需要履行监督义务。

1. 对账户管理人的监督

信托公司应该及时稽核养老金的会计核算和估值工作，监督、检查账户管理人是否严格执行账户管理业务制度和流程、客户服务制度和流程。

信托公司对账户管理人的监督主要包括：（1）账户管理人是否遵循养老信托基金规则建立机构账户和个人账户。（2）账户管理人信息记录的及时性、准确性和完整性。账户管理人是否按照规则计算并及时、准确、足额将缴费、投资收益和待遇支付记入个人账户，并与托管人核对总额。（3）账户管理系统运作的安全性和高效性。（4）账户查询系统的完整性，数据是否更新及时，受益人是否能及时、准确了解其账户财产和投资收益情况。（5）个人账户信息的保密性，除法律法规和合同规定的特殊情况外，账户管理人是否违反规定向受托人、受益人以外的第三方泄露受益人的账户信息。

2. 对投资管理人的监督

信托公司应该及时稽核养老金财产净值，监督、检查投资管理人是否严格执行投资策略、养老金投资和风险管理制度等。

信托公司对投资管理人的监督主要包括：（1）投资管理人投资决策体系和机制



的完善性。投资决策体系应包括决策层和执行层，前者负责依照受托人确定的战略资产配置决策在每类资产中分配比例并对投资执行人员进行授权，后者负责具体投资品种的选择和投资组合的构建。投资决策机制应做到集体决策和个人决策相结合，分工明确、权责分明。（2）投资指令执行的规范性。投资管理人的投资决策过程和交易过程要分开，交易应由专门的部门完成。（3）投资管理人运作的投资范围、比例合法合规。（4）投资管理人应与托管人复核企业养老金的估值以及核对交易清算数据。（5）投资管理人风险管理和控制制度的完善性。投资管理人应使用量化的手段对投资管理工具的市场风险、流动性风险等金融风险进行管理。同时，投资管理人应建立内部稽核和控制制度，对模型风险、操作风险进行有效控制。

3. 对托管人的监督

信托公司应及时稽核养老金的会计核算和估值工作，监督、检查托管人是否严格执行交易数据及财务数据管理制度、投资管理风险评估程序等。

信托公司对托管人的监督主要包括：（1）养老金资产保管的安全性。托管人是否将养老金财产与固有资产、其他受托托管财产严格分开并定期核对资产；是否委托第三方托管养老金资产；是否设立独立的银行账户，并单独核算，分账管理；是否妥善保管养老金的托管合同、开户资料、预留印鉴以及实物证券凭证。（2）养老金会计核算的准确性。托管人是否指定专人负责养老金的会计核算和账册保管；是否建立了完善的估值系统，基金估值和计算投资收益是否准确；是否与投资管理人核对交易数据、账户处理数据和资产估值数据，并及时传送至受托人；是否对资金和证券及时核实等。（3）托管人是否对投资管理的行为实施了有效监督，包括对投资管理人投资范围、比例等限制的监督和提示等。（4）养老金清算的准确性和及时性。托管人资金清算是否按规定专设岗位、双人复核，并有效防止资金划拨延迟或清算延迟的情况发生。

六、个人养老金投资信托的投资策略

（一）投资策略的主要决定因素

个人养老金投资信托投资策略的制定主要依据信托计划的长期投资目标和风险容忍度。长期投资目标即养老金要实现的收益水平，风险容忍度反映了信托计划可接受风险的程度。个人养老金投资信托计划投资组合对应的收益与风险的关系用有效前沿来衡量。以投资组合的风险（方差或标准差）为横轴，以预期收益率为纵轴，在给



定风险水平下拥有最大预期收益率或在给定预期收益率下拥有最小风险所对应的点组成的曲线即为有效前沿。信托公司作为投资管理人工作的重心就是将养老金资产进行有效投资组合，可以使其风险与预期收益率对应的点落在有效边界曲线上；同时，对于那些还没有达到或接近有效边界的投资组合，可以通过进行多元化的投资，在不降低养老金资产预期收益率的前提下不断分散风险，或在不增加养老金资产风险的前提下不断提高预期收益率。个人养老金投资信托计划的有效前沿体现了信托公司对养老金资产进行投资管理时，通过有效资产配置从而在长期投资目标和风险容忍度之间做出的平衡。

个人养老金投资信托计划的长期收益目标和风险容忍度受到宏观经济与金融产品投资市场环境、个人养老金投资信托计划的盈余规模以及投资管理人的投资管理能力等诸多因素影响。金融产品投资市场环境体现了养老金资产可获得的市场投资机会，具体包括个人养老金投资信托计划可投资的金融产品种类、各类金融产品的收益和风险水平以及彼此间的相关性。发达和成熟的金融产品投资市场环境可以为投资管理人提供更多有效投资工具，促使信托计划实现有效分散风险、获得更稳定的收益。与此同时，个人养老金投资信托计划的盈余规模（养老金资产与负债之差）也会影响养老金长期投资目标的制定。一般而言，当个人养老金投资信托处于超额累积（养老金资产大于养老金负债）时，投资收益目标和风险容忍度都会高一些；相反，如果信托计划处于累积不足（养老金负债大于养老金资产）状态，投资收益目标和风险容忍度就会低一些。此外，信托公司的投资管理能力也是确定从养老金投资信托计划长期收益目标需要考虑的重要因素之一。当信托公司的投资管理水平较高时，个人养老金投资信托计划可适当提高其风险容忍度；相反，当信托公司投资管理能力不足时，为了确保个人养老金投资信托计划的支付，信托计划所能承受的风险水平也要适当降低。

总体来看，养老金的投资目标是要实现持续、稳定的收益，可以抵御通货膨胀，实现保值、增值；风险容忍度属于中、低水平。

（二）投资策略的选择

对养老金进行资产配置是个人养老金投资信托投资策略的核心内容，它是指将养老金在各类金融产品、股权投资等资产类别之间进行合理分配，可供分配的资产类别不仅包括大类资产，如货币市场类、固定收益类、权益类、另类投资等，也包括大类资产的细分类别，例如固定收益类具体包括债券、债券型基金、固定收益类的信托与



理财产品等。同时，从地域上看，既包括境内资产，也包括境外资产市场上各种可交易的资产类别。养老金投资策略主要包括战略型资产配置、战术型资产配置、积极资产配置和消极资产配置等。

1. 战略型资产配置

个人养老金投资信托计划的战略型资产配置是指围绕长期投资目标制订的资产配置计划，主要研究长期投资期限下的资产配置问题，投资期限通常为5~10年。信托公司进行投资管理时，在确定了可投资的大的资产类别后，从长期投资目标出发，制订战略资产配置计划，通过对历史数据进行分析，用蒙特卡洛模拟等手段对投资的预期收益率、方差和资产之间的相关性等做出预测，利用最优化技术构建最优组合，从而形成战略资产配置计划。战略资产配置一旦确定后，一般情况下在整个投资期内都比较稳定。战略资产配置的主要作用是从长期和总体上把握投资组合与市场相关的风险，也就是养老金的系统性风险。

2. 战术型资产配置

个人养老金投资信托计划的战术型资产配置是针对短期投资目标制订的资产配置计划，投资期限通常在一年以内，通常体现了信托公司对养老金进行投资时对于当前市场做出的短期的趋势性判断，主要目的是抓住短期市场的无效从而获取超额收益。

3. 积极资产配置

积极资产配置也称主动资产配置，指的是信托公司采取积极主动的态度对养老金进行资产配置，在分析宏观经济和资本市场基本面的基础上，积极对投资组合的收益和风险变化进行分析预测，定期监测和评价，通过不断调整各类产品的投资比例和期限来实现既定投资目标。如果信托公司进行投资管理时，认为市场是非有效的，可选择积极资产配置策略，以获取超额收益。

4. 消极资产配置

消极资产配置也称被动资产配置，指的是信托公司采取消极被动的态度对养老金进行资产配置，在整个投资期间，不管宏观经济和金融产品市场状况如何变化，信托公司都保持对各类资产的既定投资比例，不进行主动调整。如果信托公司进行投资管理时，认为市场是无效的，即对所有公开信息和历史数据的分析都对提高投资收益没有帮助，那么便可选择消极资产配置策略，从而降低交易成本。

在实际制定养老金投资策略时，通常会将上述几种策略组合运用。例如，首先依据长期投资目标进行战略型资产配置，确定最优组合后，在整个投资期内不再进行调



整。只有当资产严重偏离均衡状态时，才需要通过战术型资产配置来抓住市场投资机会，以确保对养老金投资总体风险的控制。信托公司可以依赖于自身的技术分析，尝试寻求市场上资产定价无效的机会，通过分析预测短期内资产的预期收益率、风险和资产间的相关性进行判断，定期评价投资组合，并在此基础上对各类资产配置比例进行适当调整。^①

此外，积极与消极资产配置的选择在很多时候以信托公司对养老金资产的投资管理能力为依据。积极资产配置对信托公司提出了很高要求，公司层面需要具备适应市场竞争需要的管理体制和运营机制，还要拥有一批优秀的投资经理，形成较强的投资管理能力。当信托公司的投资能力有限或者可供选择的投资工具类型无法充分发挥投资优势时，便可选择消极资产配置策略。

（三）各类资产配置比例的设计

1. 可投资资产类别

从大类上看，养老金可投资资产包括金融产品和股权投资。养老金传统的投资主要以现金资产、债权、股票为主，比较典型的配置计划是 60% 的股票加 40% 的现金资产和固定收益资产。随着近年来金融创新不断加强，养老金投资不断拓展投资资产类别，房地产、大宗商品、股权投资基金、直接项目投资、海外投资、对冲基金、金融衍生品等进入养老金资产配置的范围。尽管债券和股票在养老金资产配置中仍然具有核心地位，但是越来越多的养老金开始涉足海外投资、房地产、股权投资基金、商品期货等金融资产。

2. 资产配置所采用的模型

对养老金进行资产配置时，需要较好地平衡资金安全和较高长期收益两方面要求。资金安全性需要靠现金、债券等固定收益类产品来保障，而长期收益则需要由股票、股权乃至其他另类投资来实现。

根据个人养老金投资信托投资基金的长期收益目标和风险容忍度，运用 Markowitz 均值—方差最优化理论模型、Resample 模型、B-L 模型等金融模型计算出各类资产的投资比例。由于任何模型都是建立在一定假设条件基础之上，与金融市场的实际运行情况都会存在差距，导致通过模型得到的结论会存在一定误差，因此由模型得到的结论只

^① 熊军：《资产配置系列研究之二：资产配置的主要类型、功能和程序》，2009-05-05，<http://doc.mbalib.com/view/7cdd64d3b2715adf72f95fedc491d3dq.html>。



能为实际资产配置提供参考。信托公司以模型输出结论为资产配置依据之一，并根据具体投资实践与外部环境变化，对配置方案不断进行调整，逐步加以完善。

3. 具体产品的资产配置举例

主要根据个人养老金投资信托计划的投资收益目标、风险容忍度、信托期限等指标，运用资产配置模型进行分析，在各种投资产品中做出选择。表2列示出了保守型、中立型和激进型的资产配置比例。

表2 个人养老金投资信托资产配置举例 单位：%

资产类别	保守型	中立型	激进型
货币市场基金	20	10	5
债券基金	15	10	5
信托（固定收益类）	15	15	5
保本型银行理财产品	15	15	5
股票（主板）	10	15	20
股票（中小板、创业板、新三板）	5	10	15
股票基金	10	15	20
信托（权益类）	5	5	10
大宗商品	5	5	5
私募股权投资	0	0	5
对冲基金	0	0	5

七、结论

我国自20世纪末步入老龄社会后，老龄化程度快速加深。由于生育政策、收入分配、社会保障等政策存在缺陷，我国正面对未富先老、未备先老的局面，严峻的老龄化形势已经成为影响我国经济社会发展的重要因素。目前我国的养老产业仍处于起步阶段，未来发展空间十分巨大。与此同时，近年来国家围绕如何应对老龄化已经做出重要战略部署并出台了一系列指导意见和支持政策。面对定位于调结构、惠民生的养老行业，金融机构可以充分发挥自身在资产管理等方面的特长，积极参与养老服务体系建设和养老产业的发展。

信托公司作为重要的金融机构，在管理养老资产上具有天然的优势。在制度方面，信托财产所有权与受益权相分离有利于养老目的的实现。同时，信托财产的独立性能够有效确保养老金的安全，而信托管理的承继性又符合养老金稳定的特征。在管理方面，信托公司在综合金融服务方面的经验积累，使信托公司在不同方向上形成多元化投资管理能力，为养老金运用方式及运用领域的拓展与创新提供了广阔的空间。信



托公司可以通过运用多种金融产品的结构性安排组合，结合养老金期限长、安全性要求高等方面的特点，获取较低风险下的最大收益。

因此，个人养老金投资信托产品的研究和开发具有重要意义。个人养老金投资信托是以定期累积的养老金计划缴费为管理对象，以信托为管理手段，以为计划参加者提供稳定、丰厚的养老金回报为目标的财产管理方式。在资金来源方面，个人养老金投资信托可以包括个人缴纳的基础养老保险、企业年金、事业单位职业年金以及民间社会资金等。在交易结构方面，个人养老金投资信托可以采取 TOT 形式，同时设置风险收益组合转换和优先级最低收益率保障机制，并充分考虑流动性安排。在运行管理方面，信托公司作为受托人要充分发挥个人养老金投资信托基金管理的中心枢纽作用。在产品投向方面，根据养老金的投资目标和风险容忍度，信托公司要妥善进行投资策略选择，并安排资产配置。



养老信托与养老产业发展研究

课题牵头单位： 中诚信托有限责任公司

课题组成员：

王玉国 王 琛

中诚信托有限责任公司

马 勇 杨晓东

中国民生信托有限公司

曲晓燕 郑婉新

中融国际信托有限公司

李 勇 张路阳

兴业国际信托有限公司

卢晓亮 宋 军

华宝信托有限责任公司

简永军 许铁民

上海国际信托有限公司

和晋予 林 寅

昆仑信托有限责任公司

周东海 伍 伟

华融国际信托有限责任公司

陈建超 王 跃

中铁信托有限责任公司

刘文雯 章 隽

交银国际信托有限公司



摘要

未来一段时间我国人口老龄化将呈现加速发展态势，这一段时间也是人口老龄化问题最为突出的时期。人口老龄化既是我国社会经济政策无法回避的问题，更是千家万户必须正视的严峻问题。我国的养老观念和养老政策从以传统的家庭养老为主，逐步完善为个人、企业和社会统筹相结合的养老方式，其中“机构养老”在养老体系中的地位和作用不断提高。庞大的养老市场蕴涵巨大需求，然而我国养老产业供给明显不足。国务院和各地方政府出台了一系列支持养老服务业发展的政策措施，养老产业将成为富有潜力的“朝阳产业”。

我国居民收入和财富分布情况的现实表明，中高收入阶层可以而且必须安排家庭养老资金。除养老保险、养老储蓄外，养老信托也是家庭养老资金管理的重要方式。养老信托是信托制度在养老金管理和养老服务业发展上的具体运用。养老金管理信托指的是个人和家庭将养老金委托给受托人，由受托人按委托人的意愿，为委托人指定的受益人的养老服务进行资金管理和服务的行为和制度安排。信托公司可以利用信托独特的制度优势，根据养老服务业发展的前景和中老年人的养老需求，发起设立养老服务信托业务，开发建设养老服务业，委托人可以获得养老服务业的消费权益和投资的增值收益；信托公司还可以根据特定的养老需求，开发附加保障功能的养老信托和养老消费型信托，促进社会各界加大养老产业的开发建设，提高我国养老服务的供给能力。其中，养老地产是养老服务业的核心，养老地产信托的发展可以带动其他各类养老产业的发展。

我国社会养老金管理制度也可以进一步发挥信托制度优势，完善各类养老金管理制度，提高居民养老资产储备的积极性，促进养老资产配置优化，加快养老公益事业发展。

为了更好地发挥信托业务的创新动力，提升信托功能空间，本课题组提出以下几点建议：一是我国各部门、各地区应统筹安排各类养老资源，完善养老资产管理的顶层设计；二是完善信托财产登记等制度，进一步利用信托制度统筹中老年人的各类财产或财产权，服务于养老需求；三是统筹规划，推动“以房养老”信托的探索；四是完善养老产业发展政策，支持养老信托产品创新。

关键词：养老问题 养老信托 养老金管理 养老产业



目 录

一、我国人口老龄化与养老产业发展现状	487
(一) 我国即将进入人口老龄化问题突出时期	487
(二) 机构养老在养老政策演进中逐步被重视	487
(三) 我国养老产业处于起步阶段	488
(四) 社会养老保障和金融服务体系构建尚需时日	489
二、养老信托及其在养老产业发展中的运用	489
(一) 家庭养老金融管理的理论基础	489
(二) 养老金融和养老信托的界定	491
1. 养老金融	491
2. 养老信托	491
(三) 信托在养老金融体系中的独特优势	492
1. 养老信托具备财产隔离的安全性	492
2. 养老信托可以实现特定目的	492
3. 养老信托财产运用广泛、灵活	493
(四) 信托在养老产业发展中的运用	493
1. 融通社会资金，支持养老服务业的发展	493
2. 提供理财服务，促进家庭和社会养老财产的积累和规划	494
3. 发挥资源整合功能优势，促进养老市场供需平衡	494
4. 发挥公益服务功能，促进养老基础保障服务的改善	494
三、家庭养老资产管理信托业务创新	495
(一) 我国居民养老资产和来源分析	495
1. 我国家庭资产分布及配置状况	495
2. 我国居民养老资金来源与安排	496
(二) 生命周期型养老理财信托	497
(三) 附保障功能型养老信托	498



1. 协同运作型	498
2. 单独运作型	499
(四) 养老消费型信托	499
1. 交易结构概述	499
2. 相关主体权利和义务情况说明	501
3. 需要获得的政策支持	501
(五) 以房养老型信托	502
1. 以房养老型信托模式设想	502
2. 信托参与以房养老的优势	503
3. 以房养老型信托的发展方向	503
四、信托在社会养老金管理中的运用	503
(一) 信托参与基本养老金的管理	504
1. 我国基本养老金体系现状	504
2. 基本养老金管理运作	504
3. 信托参与社会保障基金管理运作情况	505
4. 国际社会养老金管理经验	506
5. 未来改革发展方向	506
(二) 信托参与企业年金的管理	507
1. 企业年金管理的主要模式	507
2. 我国企业年金业务的发展现状	507
3. 企业年金信托业务创新方向	509
(三) 信托参与商业养老保险资金的管理	509
1. 我国商业养老保险资金管理的现状	509
2. 信托公司与养老保险资产管理合作的发展方向	510
五、信托与养老产业发展	511
(一) 养老地产是养老产业的核心	511
(二) 养老地产运作模式比较借鉴	512
1. 国际养老地产典型模式	512
2. 国内养老地产典型模式	513
(三) 养老地产信托业务探索	515



1. 销售型养老地产中的债权投资信托	515
2. 持有型养老地产中的股权投资信托	515
3. 养老产业基金信托	516
4. 养老地产资产证券化 (REITs)	516
六、探索发展养老公益信托	517
(一) 公益养老在我国养老服务体系中扮演重要角色	517
1. 养老的公益性特征	517
2. 解决我国养老问题离不开公益信托的支持	517
(二) 养老公益信托的特征	518
(三) 养老公益信托可能的发展方向	518
1. 养老公益信托促进公益养老资金与信托制度相结合	518
2. 运用公益信托制度促进专业养老管理机构服务于公益养老机构	519
3. 采取混合形式, 将公益与市场相结合	519
七、相关政策建议	520
(一) 统筹规划, 完善养老资产管理的顶层设计	520
(二) 完善信托财产登记等制度, 以利于信托功能的发挥	520
(三) 政府扶持, 统筹规划, 推动以房养老型信托探索	521
(四) 完善养老产业发展政策, 支持养老信托产品创新	521
参考文献	521



一、我国人口老龄化与养老产业发展现状

（一）我国即将进入人口老龄化问题突出时期

人口老龄化是指老年人口（通常为 60 岁或 65 岁及以上人口）占总人口的比重逐渐增长的过程。按联合国的标准，一个国家或地区当中，60 岁及以上人口占总人口的 10% 以上，或 65 岁及以上人口占总人口的 7% 以上，则表明该国家或地区进入人口老龄化社会。2010 年 11 月第六次全国人口普查结果显示，我国 60 岁及以上人口占 13.26%，比 2000 年人口普查时上升 2.93 个百分点，其中 65 岁及以上人口占 8.87%，比 2000 年人口普查时上升 1.91 个百分点。这些数据表明我国老龄化进程正在加快。根据联合国最新的人口数据预测，2011 年以后的 30 年里，我国人口老龄化将呈现加速发展态势，60 岁及以上人口占比将年均增长 16.55%，2040 年 60 岁及以上人口占比将达 28% 左右。在这 30 年里，我国开始全面步入老龄化社会。到 2050 年，60 岁及以上老人占比将超过 30%，社会进入深度老龄化阶段。可以预见，解决人口老龄化问题既是影响我国宏观经济能否实现持续平稳发展所无法回避的重要问题，更是我国千家万户必须正视的严峻问题。

（二）机构养老在养老政策演进中逐步被重视

我国传统养老观念是以家庭为单位，家庭或者私人是养老的主力军。“养儿防老”是养老观念和养老政策的集中体现。随着城市化与工业化的逐步发展，养老政策和社会体制的逐渐改变也影响着养老观念的变化。我国养老政策从传统的家庭养老逐步演变为家庭、企业和社会统筹相结合的养老。

1991 年 6 月，我国制定了《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》，养老资金的筹集开始体现私人、家庭以及单位和社会的全方面结合，养老问题开始从家庭问题逐步转为社会问题。1995 年 3 月，国务院发布了《国务院关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》，明确提出了改革方向是实行私人、单位与社会统筹养老多种方式以及多层养老渠道的有机结合。2003 年 10 月，党的十六届三中全会通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，要求完善企业职工基本养老保险制度，坚持社会统筹与个人账户相结合，逐步做实个人账户，明确了以多元化资金为保障的社会养老保障体系。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》（国发〔2013〕35 号），明确我国养老服务业的发展目



标是到 2020 年，全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的，功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系。我国养老政策变化中的最大特点就是不断提高了“机构养老”在养老体系中的地位。“十一五”时期，我国提出了“9073”的养老格局，即 90% 的老年人居家养老、7% 的老年人社区养老、3% 的老年人机构养老。政策表述的变化强调了机构在养老服务体系中的支撑作用，明确了中高端养老服务业的发展必须依靠机构养老。

（三）我国养老产业处于起步阶段

我国养老产业市场需求的特征主要表现在以下几个方面：第一，老年人口快速增长，老年消费市场潜力大。预计到 2015 年我国老年人总数将突破 2 亿人，2044 年将达到 4 亿人。庞大的老年人群以及未来数十年不断增长的趋势，决定了老年人消费群体将支撑起一个庞大的老龄产业市场。第二，城市老年群体已拥有一定的消费能力。根据中国老龄科学研究中心的一份调查，我国城市老人中有 42.8% 的人拥有存款。有关专家预测，仅退休金一项到 2020 年就将增加到 28145 亿元，2030 年将增加到 73219 亿元，再加上老年人的再就业收入、亲朋好友的资助，老年人具备很强的消费能力。第三，存在一定比例的中高收入老年群体对高标准老年社区的需求。零点调查提供的数据显示，北京、上海、广州等经济发达城市，存在着一批占当地老年人口总数近 6% 以上的中高收入老年群体，这些老年人认为现在的养老环境，无论从居住条件还是从养老服务水平都不能满足他们日益提高的养老需求，因此他们希望市场上能多提供一些高标准的老年公寓。第四，部分老年人的消费观念已经由被动走向主动，且他们在市场上相当活跃，是推动今后老年市场发展的主要力量。

与巨大的养老产业市场需求相对应，我国整个养老产业供给市场处于发展初期阶段，市场供给存在缺失。养老设施建设明显不足，服务供给总体不足，结构不平衡问题较为突出。一是养老床位及护理服务供给不足，每千个老人拥有养老床位数远低于发达国家，甚至低于部分发展中国家水平。二是社会养老投入不足。社会保障与就业财政支出占财政支出的比重远低于欧美、日本等的水平。除了沿海经济发达地区外，大部分地区的养老经费来源渠道尚不固定，服务补贴标准明显偏低。三是养老产业还处于刚刚起步阶段，产业链存在较严重的断层现象。目前的情况是，仅养老住宅市场发展较为活跃，但长期护理服务业发展严重滞后，服务人才培养、老年用品等的上下游供给缺乏。全国老龄工作委员会的一项统计数据显示，2005 年我国老年用品市场的年消费能力已经达到了 4000 亿元。但是我国所有老年用品生产企业所提供的产品



尚不足 1000 亿元，与需求相差甚远，市场供给存在缺失。随着国家和各省对养老产业支持政策的出台和落实，养老产业将成为我国的“朝阳产业”。

（四）社会养老保障和金融服务体系构建尚需时日

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》指出，我国的人口老龄化除了具有老年人口规模巨大、老龄化发展迅速、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、老龄化超前于现代化这六个基本特征外，还呈现出未富先老、养老保障体制建设和养老产业发展准备不足以及空巢老人比例高等棘手问题。老年人口比重的增加迫使公众保障体系提供大量的社会财富进行支撑，目前国内推行的社会统筹与个人账户相结合的部分积累制度面临着人口覆盖面不全、养老金投资获利能力有限、政府监管有待提升等问题。目前，我国基本养老金、企业年金和个人补充商业养老金三大支柱占比大致是 6:1:3，第一支柱占比过重，覆盖率不足，投资运作效率不高，基本养老金的可持续性和缺口问题始终受到高度关注。我国基本养老金尚未覆盖的人群仍占 40%，部分地区、企业、群体的基本养老保障水平仍然偏低。城市建设中对养老服务用地和养老机构、服务设施建设缺乏规划的情况还比较普遍。农村养老服务设施短缺的情况更为严重，管理和 service 问题屡有发生。从这个角度讲，有效的社会保障体系并没有完全建立起来。

此外，金融体系对养老产业的推动作用远远没有发挥出来。目前，很多家庭的财产中占比最大的是房地产，这些固定资产捆绑了普通民众的半生积蓄。因此，需要利用金融产品设计完成对自身养老计划的提前布局，以解决固定资产流动性的问题来推进养老消费，促进养老产业发展。

二、养老信托及其在养老产业发展中的运用

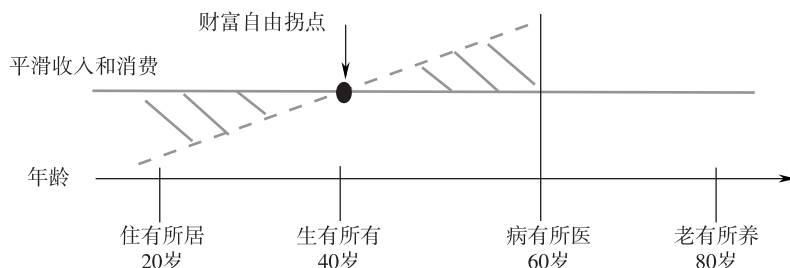
（一）家庭养老金融管理的理论基础

家庭养老金融管理的理论基础是生命周期理论（Life - Cycle Hypothesis），也被称为消费与储蓄的生命周期假说，是由美国经济学家 F. 莫迪利安尼（Franco Modigliani）与宾夕法尼亚大学的 R. 布伦博格（Richard Brumberg）等人共同创建的。这一理论的基本思想是：一个理性的消费者，不仅要对其某一消费行为、消费项目进行决策安排，要考虑个人效用的最大化，最重要的是要追求其生命周期包括养老周期内整个一生效用的最大化，而其预算约束则为生命周期内的收入与消费支出的平衡。个人一



生的收入与财富，应当在其人生的整个生命周期的不同阶段予以合理配置，以使个人资源配置达到最优。人们需要从整个人生考虑，将所有收入在自己的一生中进行合理分配，对这部分资源在结构、收益和功效上进行配置，来平滑地满足整个人生的需求。

生命周期理论把人的生命划分为青年、中年和老年三个阶段。一般来说，青年时期为负积累，即消费大于收入，中年时期为正积累，即收入大于消费，老年时期由于没有收入，所以需要动用工作时期的储蓄进行支付。一个理性的社会成员，应将其在职期间收入的一部分积存起来供退休后使用，并保持各期生活消费水平的基本平衡。个人的预算约束就转换为生命周期内的收入与消费支出的平衡。由此可以得出的结论是：消费者在任何年龄上的消费支出与即期收入并不完全相关，而是依赖于一生的全部收入（包括劳动收入与财产收入）。个人的消费支出在其生命周期的各个年龄阶段中，都要选择一个长期稳定的、接近于他所预期的平均消费率进行消费，跨时消费是平滑的，即保证各期的消费水平基本保持平均状态。由于储蓄等于收入减去当时的消费，而消费支出又是由一生的总收入所决定，所以，短期储蓄由即期收入和一生平均收入之差决定。由图1可知，一个人在其生命的青年和老年阶段是负储蓄者或被供养者，而在中年阶段时却是一个正储蓄者。



资料来源：杨燕绥：《养老资产与养老金融》，载《金融市场研究》，2012（12）。

图1 生命周期理论下的平滑收入和消费示意图

根据生命周期理论，我们可以发现生命周期理财的规律，这是养老理财规划中一个相当重要的特点：①在一生中消费相对稳定，没有特别的大起大落；②开始工作时收入相对较低，在中年（45～50岁）达到高峰，其后在退休前下降，并且在退休期间保持相对稳定；③储蓄在前期实际上为负数，随着收入增长为正（35～40岁），到退休前达到顶峰，在退休后可能又成为负数，此时消费需要从投资积累中取回收益甚至支用本金。我们把几个不同阶段组成的人的一生称为财务生命周期，相应的针对家



庭即有家庭生命周期的概念。

对于家庭养老规划管理来说，最重要的是要处理好中年时期和老年时期的资金分配问题，即当居民在中年的时候，收入大于消费，可以将额外的各类财产进行投资运作管理，而等到退休之后，将之前投资运作管理的财产用于养老服务。由此可以看出养老规划周期往往长达数十年，包括养老资产的匹配、养老周期的匹配等，需要从一个跨周期的角度进行全局把握，这对于一般居民来说过于专业，委托部分财产给专业的资产管理机构，根据居民的意愿进行养老规划，是较好的选择。

（二）养老金融和养老信托的界定

1. 养老金融

金融的核心在于风险管理和时间价值。从国外来看，养老金融通常也被称为养老金金融，主要关注养老金在金融市场投资以实现自身保值增值，同时促进金融市场发展的问题，这是一个相对狭义的范畴。更广义地看，养老金融服务于老年人群的保障、消费和投资需求。一是通过完善包括保险、基金在内的各类契约型储蓄机构、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；三是针对老年人群特点，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、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。

2. 养老信托

信托是一种特殊的财产转移和财产管理制度。信托的财产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，促进了财产的充分利用与增值，为老年人养老生活提供了资金安排。养老信托是指信托制度在养老金管理和养老服务业发展上的具体运用。信托在养老金管理领域的运用指的是委托人基于对受托人（主要是信托公司）的信任，将养老金委托给受托人，由受托人按委托人的意愿，为委托人指定的受益人的养老服务进行资金管理和服务的行为和制度安排。信托在养老服务业发展上的运用指的是委托人基于对受托人的信任，将财产或财产权委托给受托人，受托人按委托人的意愿，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。养老服务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业发展的前景和养老需求者的养老需求，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，从而使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。

（三）信托在养老金融体系中的独特优势

利用养老信托来安排养老资产，可以发挥信托制度在家庭财富上的独特内在优势，这种独特优势是银行、证券、保险等其他金融机构所不具有的，即信托公司作为受托人，按照委托人的意愿为委托人指定的受益人的养老需求进行养老资产安排。信托公司及信托制度在家庭养老资产规划的优势可归结为财产隔离的安全性、特定目的性和管理运作的灵活性。

1. 养老信托具备财产隔离的安全性

财产隔离是信托财产管理的核心特点。我国《信托法》第十五条规定，信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别。该条规定实现了信托财产与委托人未设立信托的其他财产的隔离。《信托法》第十六条规定，信托财产与属于受托人的固有财产相区别，不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分。受托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其遗产或者清算财产。该条规定实现了信托财产与受托人固有财产的隔离。信托财产的隔离制度安排使依法设立的信托财产免于委托人、受托人的债务纠纷，是一种安全的财产管理制度。

由于家庭财富养老规划的资产运作时间较长，一般从委托人的中壮年时开始运作，持续到委托人的晚年，长达数十年的时间，所以养老资产的安全性至关重要。信托财产的独立性原则是信托管理制度最具特色的制度安排和信托财产权利义务关系构造的重要保障，也是信托制度区别于其他制度（特别是委托代理制度）的根本特征。以信托形式设定的养老财产完全不受委托人和信托公司破产风险的影响，这部分财产不受委托人、信托公司、受益人任何一方债权人的债权追及，即使委托人或信托公司破产，这部分财产也不能列入破产财产的范围，信托财产仅仅依附于信托的目的，具有破产隔离、债务隔离的特点。信托财产的独立性保证了养老资产的安全性和专属性。

2. 养老信托可以实现特定目的

在信托制度的双重隔离制度安排下，委托人设立信托并用于养老的特定目的就有了充分保障。信托设立后，受托人负有法定义务依照信托合同约定的特定目的，如养老资金信托计划中确定给付养老资金的安排，或者养老服务业中开发和建设养老服务业，受益人享有养老信托受益权依法享有养老服务业的产权保障等权益。



信托财产管理的受托人可以根据委托人的财产特性和养老服务需求,选择财产保值增值,以及养老服务保障等不同需求,利用信托制度及其特有的功能设计,灵活搭配,有选择性地开发满足委托人个性化需求的产品和服务。这是因为信托财产实现财产所有权和受益权的分离,信托财产的管理可以选择有丰富经验或具备强大资源整合能力的信托公司,信托的目的是为了实现委托人或委托人指定的受益人的养老目的,包括养老服务业的发展。委托人将养老资金或财产及财产权委托给信托公司,信托财产的管理处分仍然可以完全体现委托人的意愿和家庭需要,实现委托人所需要的财产权益的获取方式和养老保障方式。

3. 养老信托财产运用广泛、灵活

信托财产既可以运用于货币市场,以保持部分资产的充分流动性,又可投资于资本市场,分享部分公司的价值增长收益,还可以股权的形式投向各类产业。作为受托人的信托公司可以根据委托人的意愿、家庭需要以及财产种类、多少,在几代人的时间跨度上,用多种多样的方式设定、限制或分割财产权益,具有极大的灵活性和便利性。

信托公司可以根据委托人的财产特性,以及其财产保值增值或传承的不同需求,利用信托制度及其独特的功能设计,灵活搭配,合理选择,开发出具有满足委托人特定需求的、个性化特征鲜明的信托产品。除此之外,信托的灵活性还体现在合理规避政策的限制,如税收等,以此润滑政策调控的僵硬性。

相较于其他单一的养老理财产品,养老信托很重要的功能在于可以利用信托制度的优势,为老年人提供养老服务,而不仅仅只是在经济上提供养老资金。养老规划型信托可以利用信托账户中的资金去定制养老服务,如居民可以在中壮年时期将额外的积蓄设立专项养老服务业发展信托计划,将包括养老金在内的各类财产或财产权,由受托人根据信托合同的约定,用于开发和建设养老服务业,以弥补我国养老服务业的不足,实现部分人特定的养老服务需求。

(四) 信托在养老产业发展中的运用

国内外信托制度发展的经验证明,信托制度可以在养老金管理和养老服务业的发展中发挥作用,缓解社会养老问题,尤其是帮助居民提前储备养老资产,开发建设适合他们需求的特定养老服务业。

1. 融通社会资金,支持养老服务业的发展

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》(国发



〔2013〕35号),提出要“创新体制机制,激发社会活力,充分发挥社会力量的主体作用,健全养老服务体系,满足多样化养老服务需求”,“充分发挥市场在资源配置中的基础性作用,逐步使社会力量成为发展养老服务业的主体”。信托能够发挥投融资功能优势,吸引社会资金,促进养老市场主体的发展和服务的提供。

2. 提供理财服务,促进家庭和社会养老财产的积累和规划

信托具有信托财产的独立性、信托管理运作的高度灵活性、信托架构的长期稳定性和忠实委托人意志等特点,在家庭和社会养老财产的管理运作中有着广阔的运用空间。一方面,在社会养老金、企业年金、保险资金的管理运作中引入信托机制安排,提供专业受托服务,增加信托产品投资,丰富资产配置,促进投资管理运作效率的提升。另一方面,针对老年人独立生活能力和生活自理能力下降,以及我国的“4:2:1”家庭结构使得子女照顾老人“心有余而力不足”等现实问题,为中等收入以上老年人群提供有针对性的财产规划和管理服务,创新设计信托金融理财产品,统筹规划中长期养老安排。

3. 发挥资源整合功能优势,促进养老市场供需平衡

目前我国养老市场在供需总量总体不足的同时,由于缺乏统一的行业标准和养老机构评估体系,存在着公办、公营养老机构“一床难求”、大量较健康人群长期占用床位、排队等床现象;一些相对高端的养老公寓入住率偏低,经营状况欠佳。信托可以通过灵活的产品设计,发挥资源整合功能,将特定养老服务的提供方和需求方进行有机整合,降低养老产业投资方和消费方的不确定性,提高个性化、有针对性的服务水平。

4. 发挥公益服务功能,促进养老基础保障服务的改善

公益服务是信托的基本功能之一,公益信托也是各国慈善公益事业的重要形式。我国《信托法》对公益信托做了明确规定,其范围包括救济贫困、救助灾民、扶助残疾人,发展教育、科技、文化、文艺、体育事业,发展医疗卫生事业,发展环境保护事业、维护生态环境,发展其他社会公益事业等。与基金会法人相比,公益信托更具灵活性与便捷性。一是可以完全根据捐赠人意愿设立,不受捐赠规模与存续期间等限制;二是监管体系完善,运作透明规范,可以确保对公益资金的妥善运用;三是投资管理和风险控制专业化,提高了公益资金运作的效率。通过公益信托模式,可以动员社会力量,积极参与基础养老保障服务的供给,促进社会公平和稳定。



三、家庭养老资产管理信托业务创新

(一) 我国居民养老资产和来源分析

1. 我国家庭资产分布及配置状况

根据 2014 年 1 月西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心教授甘犁牵头完成的《中国家庭财富的分布及高净值家庭财富报告》，我国家庭资产具有以下特点。

第一，我国家庭资产分布极为不均。该报告将家庭按资产由低到高分十组，并给出了各组家庭资产占全国总资产的比重。从全国来看，资产最低 10% 家庭的所有资产占全国总资产的比重仅为 0.1%，而资产最高 10% 家庭的所有资产占全国总资产的比重高达 60.6%。由此可见，我国家庭资产不均现象严峻。

按总资产划分，前 5% 富裕家庭的平均年收入约为 27.2 万元，前 1% 富裕家庭的平均年收入约为 49.4 万元。按年收入划分，前 5% 富裕家庭的平均收入约为 45.2 万元，前 1% 富裕家庭的平均年收入约为 115.2 万元。可见，前 1% 富裕家庭的收入远高于前 5% 富裕家庭（见表 1）。

表 1 富裕家庭的收入 单位：元

	按总资产划分	按年收入划分
前 5% 富裕家庭	271811	452095
前 1% 富裕家庭	494322	1151662

第二，中等资产家庭的资产增长主要来自房屋资产。从中等资产家庭各项资产的变化情况中可以看出，中等资产家庭的资产增长主要来自房屋资产。全国中等资产家庭的房屋资产平均约为 18.8 万元，较 2011 年上升约 4.7 万元，中等资产家庭 2013 年的平均资产较 2011 年增加 5.68 万元，房屋资产的增加对家庭资产增加的贡献为 77%。城市中等资产家庭资产的增加同样来自房屋资产，农村中等资产家庭资产的增长主要来自土地资产的增加（见表 2）。

表 2 中等资产家庭各分项资产变化情况 单位：元

	全国		城市		农村	
	2011 年	2013 年	2011 年	2013 年	2011 年	2013 年
房屋	141345	188309	257638	350417	82926	83523
工商业	5008	6704	11356	14366	1955	1353
土地	26332	29576	15177	19241	20974	23838
汽车	6151	8886	15081	13108	1623	4818
金融资产	21998	24166	40700	39032	11249	11503



第三，富裕家庭和有贷款家庭的风险资产配置比例远高于平均水平，并且在借出款市场上也非常活跃。分析家庭金融资产的构成情况，从全国来看，无风险资产占金融资产的比重最高，为 62.1%；风险资产占金融资产的比重仅为 24.3%，借出款占比为 13.6%。从资产前 5% 的富裕家庭来看，风险资产占比大大提高为 38.5%，借出款占比为 16.2%。而在资产前 1% 的富裕家庭中，风险资产占比高达 46.1%，借出款占比为 19.1%。分析家庭风险资产的构成情况，从全国来看，风险资产中股票所占比例最高，为 50.2%；其次为金融理财产品和基金，所占比例分别为 21.6% 和 11.7%。富裕家庭中，股票资产占风险资产的比重略高于全国平均水平（见表 3）。

表 3 风险资产构成 单位：%

	全国	资产前 5% 的富裕家庭	资产前 1% 的富裕家庭
股票	50.2	52.1	53.9
债券	6.3	6.4	9.9
基金	11.7	8.0	6.0
衍生品	0.8	0.6	0.7
金融理财产品	21.6	21.0	19.2
非人民币产品	4.4	5.7	6.6
黄金	5.0	6.1	3.7

注：加总数不等于 100% 是由于存在四舍五入。

从上述分析中，可以得出两点结论：一是中高收入家庭可以提前安排家庭养老资金。例如，按资产划分的前 5% 富裕家庭的平均年收入约为 27.2 万元，其平均年支出约为 13.9 万元，中间至少有 13 万元的积蓄空间，可以部分安排家庭养老资金。二是中高收入家庭必须提前安排家庭养老资金。这是因为房地产市场价格的下行将使得中高收入家庭的资产面临缩水，而中等资产家庭资产增长主要来自房屋资产；在中高收入家庭资产配置中，风险资产配置较高，为了保证养老资金的安排，中高收入家庭必须提前做好家庭养老资金。

2. 我国居民养老资金来源与安排

我国居民养老资金的来源主要是以下几个方面：一是基本养老保险，二是企业年金，三是家庭养老资金。

基本养老保险是按国家统一的法规政策强制建立和实施的社会保险制度。基本养老保险的主要目的在于保障广大退休人员的晚年基本生活，其主要宗旨是广覆盖、保基本。企业年金是企业根据国家政策的指导下，根据自身经济实力和经营状况建立的，为本企业职工提供一定程度退休收入保障的补充性养老金制度。但是我国企业年金发



展到今天，其特点是面狭、量有限。我国企业年金的作用几乎可以忽略不计，还无法真正构成养老第二支柱。

此外，大量城镇个体工商户和灵活就业人员游离在社会养老保险体系之外。而且，养老保险个人账户在实际运营中存在较大缺陷，并未真正实现部分积累的制度模式，无法应对日益严重的人口老龄化在养老资金上的需求。因此，在社会养老管理体系之外，为了更有针对性地满足居民养老的需求，个人和家庭需要加大养老资金准备。商业养老保险、养老储蓄是传统的养老资金准备的方式，但商业养老保险和养老储蓄都是以现金形式留存，在高通胀情况下存在资产快速贬值的风险。因此，一些家庭还安排了房产、股票、债券等形式的养老资产。

（二）生命周期型养老理财信托

在美国共同基金市场上，生命周期基金（Life Cycle Fund）属于配置型产品中的一种，其投资组合中风险资产的配置比例会随着目标日期的临近而自动递减，这里的目标日期指的是投资者的目标退休日期，因此生命周期基金也被称为目标日期基金（Target Date Fund）。1993年11月，Barclays Global Investor 在美国市场上率先推出了第一只生命周期基金产品——BGI 2000 Fund。推出伊始，Barclays Global Investor 便把生命周期产品的需求对象锁定在了以401（K）计划为代表的退休金市场上。国内大成基金管理有限公司、汇丰晋信基金管理有限公司分别于2006年、2008年推出三只生命周期基金产品。

生命周期基金的设计思路就在于，投资者的风险承受能力同其年龄的增长存在着明显的负相关性。投资者在年轻刚开始工作时，能承受较大的风险，可配置高比例的风险资产；随着投资者年龄的增长，其风险承受能力也在不断下降，风险资产配置权重自动递减。这样就有利于投资者合理把握分配整个投资周期中的风险，在确保风险可控的前提下，通过投资初期获得的高收益来弥补投资后期的低收益。其中对由高风险资产向低风险资产转换的时间点和比例（即所谓的下滑航道）的把握对基金在整个投资周期的业绩表现，起着甚为关键的作用。它反映了基金管理人对于风险特性、特定年龄的风险承受度以及累积收益要求的基本观点。由于整个投资周期较长，下滑航道的调整频率不适合较频繁，一般以年为单位进行调整。基金投资管理模式多采取FOF模式，可以从市场中筛选主动管理的主动型基金，也可筛选被动管理的指数型基金等。

生命周期基金在美国市场获得的成功，在很大程度上要归功于其清晰的产品设计



定位。相比配置型基金（由目标风险确定的基金），生命周期基金对于个人投资者而言更易于理解和选择。前者需要找出适合自己的风险程度，而后者只需匹配退休日期。此外，个人投资者往往缺乏专业的投资技能，难以对自己的资产配置进行再平衡操作，生命周期基金按照设定的日期自动降低风险敞口的做法，极大地方便与满足了这部分个人投资者的需要。

（三）附保障功能型养老信托

附保障功能型养老信托是根据养老金的需求特征而设计的集合资金信托计划，它兼顾了养老金的安全性、流动性要求，并可以实现较高收益。

该类信托本质上仍属于集合资金信托计划。但由于该类信托计划附加了保障功能，需要安排部分资金认购保险计划，或者将部分资金用于高流动性资产投资，其他信托资金根据养老需求期限较长的特征拟进行长期投资；信托利益的分配和交付可采取变额支付，即初期分配少，后期分配多，或采取年金支付方案。长期投资领域可以选择养老地产、商业地产、城市基础设施等。

养老信托产品与养老保险的最大区别就是要发挥信托计划设计的灵活性和投资领域广泛性的优势。根据受益人的养老目的，养老信托产品需设立一些特殊条款，如当受益人发生身故、重大疾病等事件时，委托人有权赎回信托计划相应份额，因此，信托计划资金需要在保持流动性和提高收益之间平衡。此外，根据委托人的需求特点，还可以在养老信托中附加一些医疗保障功能。

该产品相比养老保险、养老储蓄，最大优势就是要提供高于它们的收益，因此，需要将大部分资金投资于收益较高的实体经济领域。该信托计划需以组合方式运用信托资金，而且需要事先确定组合运用的投资比例。为了实现流动性和投资收益两个目的，养老信托具体结构可考虑如下两种模式。

1. 协同运作型

某信托公司拟开展养老信托，该类产品需持续发行，如每月一期或每季度一期。单期信托计划的发行额度可参照储备项目的融资额度，根据信托计划安排一定比例信托资金用于高流动性资产的投资。高流动性资产仅限于债券、存款等标准化金融资产，可委托给该信托公司设立的债券投资信托计划统一管理。信托计划的其他资金可以用于单一项目或组合项目的融资。在该模式下，每期信托计划的成立都有相应的合格投资项目作保障，债券等投资由专门的债券投资信托计划进行规模化管理，不足之处是每一期信托计划的收益和风险都高度依赖于所投资的单一项目，没有实现分散投



资、分散风险的要求。

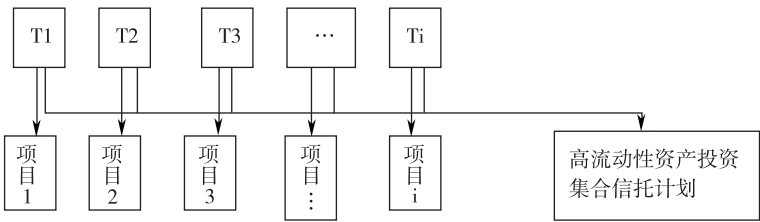


图2 协同运作型养老信托业务示意图

2. 单独运作型

该方案下，每一期信托计划都单独运作，每一期信托计划都开立债券投资账户安排一定比例资金投资于债券市场，以实现信托所需要的流动性要求，其余资金投资于合格投资项目，以获取稳健收益。该方案下，每一期信托计划都独立运作，独立核算，便于对每一期信托计划的风险和收益进行单独核算和考核，但是每一期信托计划都需要安排债券投资，在每一期信托计划规模不大的情况下，不利于实现大规模投资的规模经济；而且，当流动性需求突然超预期出现时，单一的信托计划难以满足所有的流动性需求。

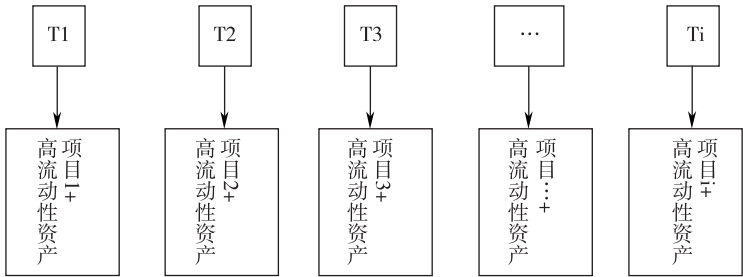


图3 单独运作型养老信托业务示意图

(四) 养老消费型信托

从我国居民的收入水平和财富分布情况可以分析出，中等收入、中等财富以上的居民完全有能力，而且必须储备家庭养老资产，以备养老之需。养老消费型信托的设计以中等收入及以上家庭为目标客户，以信托制度储备养老资产，开发养老产业，为委托人或委托人指定的受益人的养老提供全方位的养老服务。

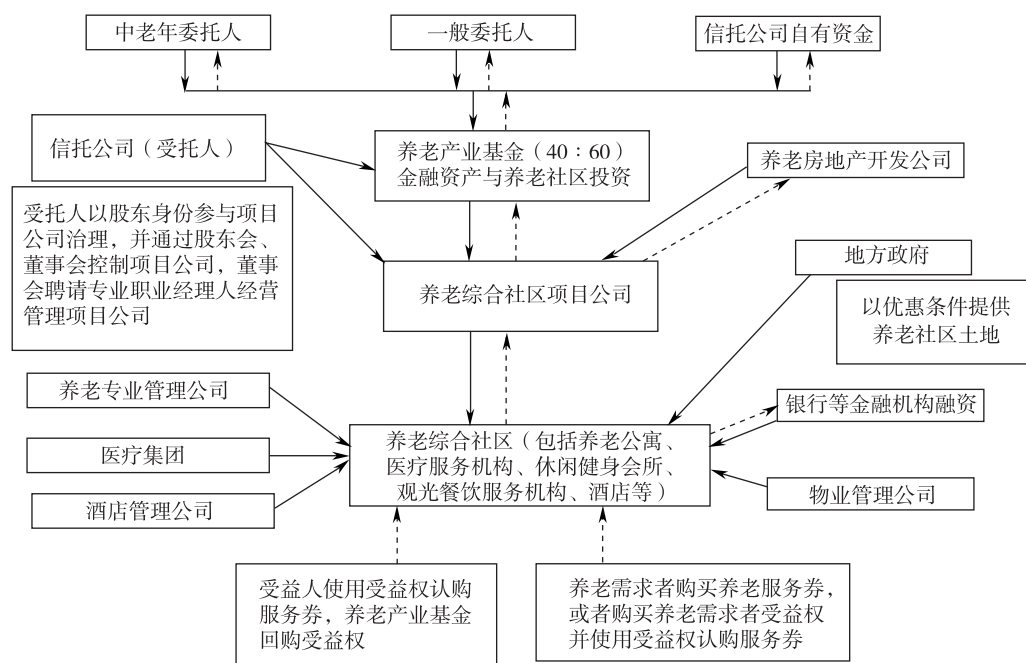
1. 交易结构概述

委托人将资金交付给信托公司成立养老产业投资基金，信托资金按一定比例，如



40:60 分别投资于金融资产和养老综合社区，养老产业投资基金与养老房地产开发公司等共同出资成立养老综合社区项目公司，项目公司全部资产用于建设养老综合社区。养老综合社区除提供养老服务外，还可提供医疗服务机构、休闲健身会所、观光餐饮服务机构、酒店等综合配套服务设施和机构。项目公司拥有综合服务社区的全部物业产权和管理权，委托人通过信托计划间接持有养老综合服务社区的股权，以持有信托受益权而间接享有相关权益。项目公司负责养老综合社区所有物业的建设、运营和管理。需要指出的是，养老综合社区自设计建设初期，项目公司即与专业养老管理机构、医疗管理集团、酒店管理集团、旅游观光管理集团、养老物业管理公司等协调合作，共同设计医疗保健机构、酒店、旅游观光设施，并负责聘请相关专业机构进行相关功能区和物业的管理。

养老综合社区采取市场化运营，养老消费者可以现金支付养老服务，受益人还可以受益权支付养老社区各项消费。具体操作方式可以是受益人以受益权或货币认购养



注：图4中“--->”表示回报。受益人可选择现金回报或养老服务券回报，或者两者的组合回报。养老社区投入营运后，养老消费者支付现金购买养老服务，受益人还可以选择使用受益权以优惠价格认购养老服务券。受益人的回报来源有三类渠道：一是受益人转让受益权认购服务券，享有养老服务消费；二是受益人转让受益权获取现金回报；三是受益人按份额享有养老社区项目公司的盈利分红。“——>”表示养老信托项目的资源投入，非现金投入需按公允价格进行评估，并折算成项目公司股份的相应份额。

图4 养老消费型信托交易结构



老社区服务券，以服务券支付养老服务。认购养老社区服务券的受益权以委托人认购的信托资金中投入养老社区建设的额度为基础，按 6% ~ 8% 的年化收益率计算受益权的市值。项目公司通过提供养老服务券的方式回购受益权，并缩减养老信托项目公司的股权份额。随着受益权支付养老服务消费，信托计划在项目公司中的股权比例逐步降低，当全部信托计划都被支付或转让给养老房地产开发公司后，养老房地产开发公司持有综合养老社区的全部股权。

养老综合社区的养老信托受益权可以转让，项目公司为受益权的转让提供便利。在政策允许的情况下，信托公司积极争取将项目公司股权在相关资本市场办理交易流通等手续。

2. 相关主体权利和义务情况说明

委托人：委托人可以是中老年富有阶层，也可以是其他各类投资者。委托人通过信托计划间接持有项目公司股权，并享有相关权益。受益人除了享有养老信托金融资产的投资收益外，还有权以不断增值的受益权认购养老服务券。在支付养老社区的任何消费项目时，养老服务券与现金等值。受益权还可以转让。

受托人：信托公司是信托计划的受托人，鼓励信托公司以一定的自有资金认购信托计划的受益权。信托公司联合养老房地产开发公司共同开发建设养老综合社区，并负责社区的建设、管理和经营。信托计划持有养老项目公司的控股权，并拥有项目管理公司的控制权和所有消费服务的定价权。

养老房地产开发公司：引进养老房地产开发公司的主要目的是便于激励房地产开发公司共同参与项目的建设、运营和管理，并鼓励房地产开发公司回购养老社区股权，从而实现委托资金的阶段性分红和部分委托人的受益权转让。养老房地产开发公司拥有信托计划所持股权的优先受让权。

地方政府：以优惠条件提供养老社区土地，并为养老社区提供税收优惠。养老社区可以为解决该地区养老提供帮助，并可带动相关就业，创造相关税收。

养老综合社区项目公司：该公司由信托计划和养老房地产开发公司按投入资本享有对应权益。项目公司拥有社区物业的全部权益，并聘请相关专业机构参与项目设计、建设、管理、运营。相关专业机构与项目公司按照约定的契约提供服务，并收取一定的费用。

3. 需要获得的政策支持

第一，委托人初始委托资金额度需要突破“300 万元以下自然人委托人数不得超



过 50 人的规定”。为了扩大养老服务群体，项目需要定位于为中产阶级及以上人群提供养老服务，可考虑委托人初始委托资金不低于 10 万元，递增以 5 万元及 5 万元的整数倍计算。

第二，项目得到地方政府的支持。养老综合社区项目公司所投资的养老项目属于自益性或赡养性养老，应争取养老项目土地成专项养老土地，养老项目享受非营利性养老机构的相关税费减免。

第三，支持有稳定现金流的养老服务社区项目开展资产证券化。养老服务社区项目包括养老房产、医疗保障设施等，投资额度大，周期长，并且在达到一定入住率后有稳定的现金流，通过资产证券化操作，可以筹措更多的社会资金投资于养老服务社区项目，也有助于项目管理公司回购养老消费信托受益权，进一步增强投资者认购养老消费信托计划的积极性。

（五）以房养老型信托

信托与以房养老相结合，既是信托公司开发新业务的需要，也是拓宽老年人财产管理方式的创新。目前，城市中的部分老年人拥有高价值房产，却没有足够的支付能力养老。通过信托模式开展以房养老业务契合老年人的整体需求。以房养老型信托是以房养老的一种全新方式，老年人可以将房屋以信托财产的形式交给信托公司，同时获得信托公司的信托收益作为养老金的来源，为其养老生活提供资金上的保障。

1. 以房养老型信托模式设想

以房养老型信托，概括地说就是老年人将自己的房产作为信托财产，委托给信托公司按信托合同进行处置管理，信托公司则将财产管理中的收益按期分配给委托人作为养老金。基于信托合同设置的灵活性，以房养老型信托可以根据委托人的意愿设置财产的处置管理权，可以在信托合同中增加条款，约定当老人去世后信托就归于结束，剩余信托财产收益权由其法定继承人继承，或者其法定继承人有权以约定价格优先购回该房产的权利，兼顾养老与继承，为个人提供全新的养老方式，提升老年人的生活质量。

信托公司经过整体的评估以及精算师的测算，综合考虑通货膨胀、地区人均寿命、房主的身体健康状况等因素，并根据相应房产的市价算出每个月应支付给房主的金额。如果房主的身体健康状况不佳，每月可以多支付一些养老金，但期限会相应缩短；如果房主的身体很健康，每月支付给房主的养老金会相应减少，以延长支付年限。信托公司的支付形式会一直持续到房主死亡，届时，该房产所有权归信托公司



所有。

2. 信托参与以房养老的优势

在以房养老领域中，信托以其风险隔离、设计灵活、税收减免等各方面的独特优势，可以为个人养老提供更加多元化、优质化的服务，为金融市场提供全方位的金融产品。一是信托财产的独立性有助于实现抵押房产的风险隔离。二是信托的灵活性有助于整合养老房产的转移与财产管理的功能，具有更灵活的设计结构和操作方式。如在以房养老型信托合同安排中，委托人可与信托公司约定由房主全部领取该房产评估出的金额，也可约定如果孩子孝顺，在委托人去世后，该房产的剩余价值由其子女来继承，还可以约定委托人去世后，房产的所有权归属信托公司，但信托公司应继续给委托人的子女发放该房产剩余价值的金额。三是信托的制度优势有助于避免房产继承中的各项费用。信托在国外普遍应用于财富传承和财富积累，当委托人去世时，一方面信托财产不归入其遗产范围，不需要缴纳遗产税，另一方面可以避免烦琐而昂贵的遗产检验手续，根据信托文件将信托财产直接分配给受益人，还可以节省时间和费用。信托公司根据委托人的要求对以房养老型信托的房产进行管理，并将信托利益按照预先的时间安排和数额安排合理地支付给受益人，从而保证受益人有存续稳定的生活来源。目前，信托公司正在与私人银行等机构积极开拓家族信托业务，随着税收、信托登记等制度的不断完善，以房养老型信托可以结合家族信托的操作模式，将委托人的财产设立成专项基金，为客户量身定制综合金融服务方案，通过受托人的管理为指定的受益人分配信托收益，实现个人财富的管理和传承。

3. 以房养老型信托的发展方向

以房养老本质上是一个类贷款创新产品，涉及对房地产市场价格走势、房屋价值、客户预期寿命和按揭利率等众多变量的预测、评估以及确定等技术难题，需要统筹发挥保险公司、商业银行等多种金融机构的优势。因此，信托公司试行以房养老型信托，应充分学习国内银行以及保险开展以房养老业务的模式和经验，这些经验在与中国文化氛围、市场结构比较接近的日本等地都得到有效检验。前期的以房养老业务可以由信托公司作为中间人，与银行和保险公司共同开发产品，通过金融集团下各金融公司联合开发的优势，降低管理成本，提高业务模式的运行效率，加强产品的推广力度。

四、信托在社会养老基金管理中的运用

社会养老金是指除个人或家庭储蓄、投资积累以外，由社会统筹与个人账户相结



合的基本养老保险金、企业年金以及保险公司承保的商业养老保险等组成的养老金，在一些研究中基本养老保险、企业年金、商业养老保险被称为养老“三大支柱”。从国际经验来看，信托主要扮演了受托机构和资产配置产品提供商两类角色，这在我国社会养老金管理运作体系中也得到了较好体现。

（一）信托参与基本养老金的管理

1. 我国基本养老金体系现状

1984年，我国开始对原有退休金制度探索进行改革。1997年，初步构建了社会统筹与个人账户相结合的基本养老保险制度框架。目前，我国的社保基金按层次可以分为两部分。一是由全国社会保障基金理事会管理的全国社会保障基金，是国家为了应对将来人口老龄化高峰时期的社会保障需要和其他社会保障需要而储备的战略基金。基金资金来源主要由中央财政拨入资金、国有股减持或转持所获资金和股权资产、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益构成。截至2013年末，全国社会保障基金管理的基金权益总额为11927.45亿元。二是由省、市、县三级地方政府管理的社会保险基金。社会养老保险体制构架按照人口类型可分为城镇企业职工养老保险、城镇居民社会养老保险、机关事业单位养老保险和新型农村社会养老保险四大部分。2014年2月，国务院发布文件，决定将新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险制度合并实施，在全国范围内建立统一的城乡居民基本养老保险制度。根据人力资源和社会保障部发布的《2013年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，2013年末基本养老保险基金累计结存31275亿元，比上年末增加7334亿元，增幅超过30%；全年基本养老保险基金收入为24733亿元，比上年增长13.3%；全年基本养老保险基金支出为19819亿元，比上年增长18.6%；全国31个省和新疆生产建设兵团已建立养老保险省级统筹制度。如果按省来计算，2013年有19个省的养老保险基金收不抵支，收支缺口合计达1702亿元，按全国算账没有缺口，分省算账还是有缺口的。

2. 基本养老金管理运作

根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，全国社会保障基金理事会负责管理社会保障基金，选择并委托社会保障基金投资管理人、托管人对社会保障基金资产进行投资运作和托管。截至2013年末，全国社会保障基金选聘了三批境内共18家投资管理人和境外共34家投资管理人，境内投资管理人有16家基金公司和2家证券公司。截至2013年末，全国社会保障基金的投资范围涵盖了包括境内实业投资的股



股权投资、信托产品、产业投资基金以及境外投资等多个领域。投资范围已从建立初期主要投资银行存款和国债，逐步扩展到股票投资、债券投资和私募股权投资三大类，基本涵盖了养老金通常可投产品。投资领域也从单纯的境内投资发展到境内、境外两个领域的投资。基金自成立以来的累计投资收益额为 4187.38 亿元，年均投资收益率为 8.13%。

我国社会保障基金还没有实现全国范围内的征缴统筹和待遇支付的统一，而且社会保险基金管理权分散，分别由各省、市、县当地人社部门和财政部门共同管理，以财政部门为主。统筹账户由省级统筹使用，在目前的法律环境下，信托公司无法参与管理；根据 2005 年发布的《劳动和社会保障部、财政部关于扩大做实企业职工基本养老保险个人账户试点有关问题的通知》，个人账户的中央财政补助部分可由省级政府委托全国社会保障基金理事会投资运营，中央财政补助之外的个人账户基金由地方管理。基本养老金的投资仅限于银行定期存款和国债，银行存款占 90% 以上，十多年来，年均收益不到 2%。

3. 信托参与社会保障基金管理运作情况

根据《财政部、劳动和社会保障部关于调整全国社保基金投资范围审批方式的通知》（财金〔2007〕37 号），全国社会保障基金可以开展有银行担保的信托贷款项目投资。社会保障基金投资信托贷款项目，按成本计算，不得超过总资产的 5%；单一项目的投资，不得超过总资产的 1%。根据全国社会保障基金理事会 2014 年 7 月 17 日发布的《全国社会保障基金信托投资简况》，2007 年起，社会保障基金共开展了 44 个信托贷款项目的投资，涉及铁路、公路、保障房、电网、电力、机场、港口、地铁等多个领域，累计投资金额 845.8 亿元。借款人主要为承担城乡基础设施和保障房建设任务的中央、省、市大中型国有企业。截至 2014 年 6 月末，社会保障基金信托贷款存量（按本金计算）为 405.42 亿元，共 19 个项目，其中，铁路贷款 120 亿元，保障房贷款 160.42 亿元，高速公路、道路等基础设施贷款 125 亿元。2011 年以来，社会保障基金先后投资了 10 个省市的 16 个保障房项目和 4 个省市的高速公路、道路等基础设施项目。

2014 年 6 月 16 日，《全国社会保障基金信托贷款投资管理暂行办法》正式发布，进一步规范了项目来源、项目选择、投资决策等程序，为促进社会保障基金信托贷款投资业务的发展提供了制度保障。截至 2014 年 6 月末，社会保障基金信托投资法规规定的上限约为 600 亿元，还有 190 多亿元的额度，将主要投资于国家重点支持的城



乡基础设施建设、保障房建设以及国家鼓励发展的重点行业和领域。

4. 国际社会养老金管理经验

美国：目前美国的社会保障由社会保险、社会福利、社会救济三部分组成。美国主要的养老金是以信托投资模式运行的。截至 20 世纪末，美国私人养老金信托的规模就已经超过 3 万亿美元，而联邦政府和州政府两级政府养老金计划逾 17 万亿美元的总额几乎全部是以信托形式存在的。美国社保基金的监管机构是信托理事会。报告显示，未来美国每年实际 GDP 增长率将保持在 2.2% 左右，而其社会保障信托基金投资的实际收益预计将是 5.8%。可见，美国养老保险基金在信托机构的运营下达到了持续良好的效果。

英国：英国的养老保险制度经过一系列改革，将养老保险的主要负担从公共部门转移到了私人部门。英国养老保险金信托运营的受托人是专门的基金会，并坚持谨慎投资的原则，主要投资于本国股票市场，另外包括外国股票、本国证券、外国债券、储蓄、房地产和抵押证券。另外，英国建立了包括政府监管和非政府监管在内的多层次监管体系，包括养老监管局的政府监管及职业养老金计划登记处、咨询局、金融服务局等的非政府监管。

5. 未来改革发展方向

在经济持续增长、人口老龄化趋势加快的形势下，基金的投资范围偏窄，运营效率偏低，贬值缩水的风险越来越凸显出来。一是信托公司担任社会保障基金的投资管理人。从法规上看，信托公司可以作为专业投资管理机构，担任社会保障基金的投资管理人。但事实上，由于对投资管理人的证券投资管理经验要求较高，目前尚没有信托公司担任投资管理人，只是参与发行社会保障基金信托贷款项目，参与度并不高。凡是符合社会保障基金管理人资格条件的均可以参与投标，并承担基金管理人的责任，签订投资委托运营协议，明确双方应承担的责任与风险。二是参与完善基本养老金信托运营机制。尽快成立专门机构对养老金进行统一管理和运营，逐步放宽养老金投资范围和投资渠道，最大限度地实现基本养老金的保值增值。此外，可以由保险经办机构作为信托委托人，公开选择一些信托公司进行投资运作。对于统筹基金来说，基金管理人即各地的社保经办机构为委托人，信托公司为受托人，受益人为全体养老保险的缴费者。



（二）信托参与企业年金的管理

1. 企业年金管理的主要模式

企业年金管理模式主要有信托模式、基金会模式以及其他模式。其中，信托模式是企业年金管理的最主要模式。企业年金信托模式是通过将企业和职工上缴的资金委托给受托人，由受托人进行专业化的投资管理，并在满足一定条件下返还给受益人的运营模式。2011年发布的《企业年金基金管理办法》是建立企业年金的制度性纲领文件，明确规定了我国主要采用信托型企业年金制度，实行以受托人为中心的治理模式。其中，受托人是指受托管理企业年金基金的符合国家规定的养老金管理公司等法人受托机构（以下简称法人受托机构）或者企业年金理事会，主要负责选择、监督、更换账户管理人、托管人、投资管理人以及中介服务机构，制定企业年金基金投资策略，以及根据合同对企业年金基金管理进行监督等。采取年金信托模式，企业年金受托人与委托人之间，年金管理机构、专业投资机构、基金托管人以及各种中介组织之间通过信托和合同法律关系加以规范与约束，各主体之间能够起到相互监督的作用。同时，信托财产独立于受托人自有资产，能够规避受托人本身的经营风险。另外，委托专业化的金融机构进行年金信托财产的管理，能够更大限度地满足年金资产保值增值的需求。

年金基金会模式为企业提取的年金资金由特定的年金基金会管理，年金的受益人为企业职工，当职工退休以后由基金会按照约定的模式给付养老金。其他模式如下：一是直接承付模式，即企业为本单位的职工设立年金计划，然后由企业自己对年金基金进行运作，受益人达到规定的退休年龄后由企业直接支付养老金。直接承付模式的明显问题就是对受益人保护不足，企业或雇主的行为容易损害受益人的利益，并且由于企业年金基金并不独立于企业自有资金，可能会产生挤占挪用的情况，同时如果企业经营不善，很有可能单方面调整内部年金基金的管理与支付模式，从而受益人的利益并不能得到有效保障。二是保险合同模式，该模式本质上相当于企业替员工购买团体年金保险，年金的运作完全交给保险公司，受益人达到规定的退休年龄后由保险公司支付养老金。

2. 我国企业年金业务的发展现状

根据人力资源和社会保障部的统计，截至2014年3月末，我国共有68324个企业建立了企业年金，参加职工2112.05万人，累计积累基金6306.38亿元；共建立了1326个企业年金计划，其中单一计划有1033个采取法人受托管理模式，215个采取



年金理事会管理模式，此外，还有 49 个年金集合计划和 29 个其他类计划；所积累的基金中，实际投资管理运作的金额为 6110.03 亿元，组建了 2574 个投资组合，2014 年第一季度加平平均收益率为 1.35%，折合年化收益率为 5.4%。

在企业年金基金的管理机构中，法人受托管理机构中共有 2 家信托公司（分别是华宝信托和中信信托）、5 家养老保险公司和 3 家商业银行，共受托管理年金基金 3780.10 亿元，涉及企业职工 1132.94 万人；账户管理机构中共有 1 家信托公司（即华宝信托）、9 家商业银行和 6 家养老保险公司；托管机构中共有 10 家商业银行；投资管理人中 20 家机构，分别是基金管理公司、证券公司、养老保险公司、保险资产管理公司。

表 4 2013 年信托行业年金受托业务发展情况

企业年金基金管理机构	企业数（个）	职工人数（个）	受托管理金额（万元）
华宝信托	291	152983	609997.22
中信信托	30	5989	27852.76
上海国际信托	6	139	504.43
信托公司小计	327	159111	638354.41
年金市场合计	48040	11069143	35457283.59
信托类机构的市场占比（%）	0.68	1.44	1.80

数据来源：根据人力资源和社会保障部的相关信息整理。

信托公司企业年金业务发展缓慢的主要原因如下：一是年金市场的吸引力不足。年金市场由于税收优惠政策不到位、制度设计中投资受限较多等原因，发展较为迟缓。二是信托公司的年金业务盈利过低，信托公司处于核心的受托人地位，需要承担相应风险，却仅收取低微的管理费，远低于其他投资管理人的收费水平。三是信托公司在年金业务竞争中处于劣势。企业年金市场是一个典型的机构业务市场，发起年金计划的主动权掌握在企业方面。第二批年金资格批复中银行作为受托人进入市场，银行类机构凭借着较强业务优势在受托人的市场占比中快速增长。

根据 2011 年发布的《企业年金基金管理办法》，企业年金基金财产限于境内投资，投资范围包括银行存款、国债、中央银行票据、债券回购、万能保险产品、投资连结保险产品、证券投资基金、股票，以及信用等级在投资级以上的金融债、企业（公司）债、可转换债（含分离交易可转换债）、短期融资券和中期票据等金融产品。2013 年人力资源和社会保障部等四部门联合发布《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》，投资范围增加了商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、股指期货。目前，企业年金基金主要投资于货币市场和债券市场



等低风险、低收益的领域，对股票投资也限定了范围。

3. 企业年金信托业务创新方向

(1) 积极参与企业年金管理业务。为更大程度地发挥信托公司在企业年金管理中的作用，保证企业年金获取稳健收益，未来应该继续扩大信托公司管理企业年金试点。根据《企业年金基金管理办法》，信托公司可以在企业年金管理中担当受托人、账户管理人、投资管理人。2013 年发布的《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》，根据金融市场产品发展的现实，将信托产品列入企业年金基金的投资范围，预计将有更多的信托公司参与企业年金管理，信托产品在企业年金资产配置的比例将会逐步提高。

(2) 拓宽企业年金的投资范围。根据《企业年金基金管理办法》和《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》，目前企业年金基金受限于融资类的集合资金信托计划以及企业年金基金设计、发行的单一资金信托计划，必须具备受益权转让条款，同时信用等级不低于国内信用评级机构评定的 AA + 级或者相当于 AA + 级的信用级别。外部信托等级豁免条件有两个：一是偿债主体上个会计年度未经审计的净资产不低于 90 亿元人民币，年营业收入不低于 200 亿元人民币；二是提供无条件不可撤销连带责任保证担保的担保人上个会计年度未经审计的净资产不低于 90 亿元人民币，年营业收入不低于 200 亿元人民币。上述文件规定虽然放开了企业年金基金投资信托的范围，不过目前能够满足要求的信托项目并不多，首批出炉的企业年金投资创新产品，主要嫁接国家级重点基础设施项目。业内已经成功发行企业年金相关产品的信托公司也只有具有中石油背景的昆仑信托以及具有国家电网背景的英大信托。目前来看投资于基础设施信托计划是现阶段我国企业年金基金尝试基础设施投资的一个良好选择。未来，拓展企业年金基金的投资范围、分散资金运用风险、提升投资运作效率是必然的趋势。信托型产品的本质依赖信托机制而创建，其根本原理在于财产隔离，收益和风险完全来源于信托投资标的本身，今后应该争取扩大企业年金投资信托项目的范围，鼓励具备专业能力的信托公司进行试点。

(三) 信托参与商业养老保险资金的管理

1. 我国商业养老保险资金管理的现状

保险公司运用养老保险资金，一般采取专门资产管理模式，通过自己的投资部门或者下设的保险资产管理公司来运作保险资金。以往保险资金的运用范围受限于低风险、低收益的金融产品，随后中国保监会慢慢放开了保险资金的投资范围。目前，保



险资金可以投资包括信托公司集合资金信托计划在内的范围广泛的金融产品。

但是信托公司与养老保险资金之间的合作仍存在明显的问题，主要如下：一是业务模式单一。目前养老保险资金与信托公司的合作模式只有养老保险资金作为集合信托计划的资金来源参与集合信托计划这一主流模式，无论是对于信托公司还是对于保险公司而言这样的业务模式都比较单一，只是在“投资—管理”模式上的合作，并没有充分发挥两种机构的特点，也没有充分发掘可行的合作空间。由于中国保监会尚未放开保险资金投资单一信托计划，因此未来应该在事务管理、资产管理等方面探索一些新的业务合作模式。二是投资范围受限。2012年10月中国保监会放开保险资金投资集合资金信托计划以后，据中国保监会披露，截至2014年第二季度末，78家保险公司（集团）共投资信托计划739笔，涉及32家信托公司，累计投资余额2805亿元，占当季度末保险行业总资产的2.99%，较上年末增加1363亿元，增长94.5%。其中，房地产投资为929亿元，占比33.1%；工商企业（含流动性贷款）投资为902亿元，占比32.3%；基础设施投资为492亿元，占比17.5%。2014年5月5日，中国保监会发布《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》，对于保险资金投资的集合资金信托计划，基础资产限于融资类资产和风险可控的非上市权益类资产。其中，固定收益类的集合资金信托计划，信用等级不得低于国内信用评级机构评定的A级或者相当于A级的信用级别。不得投资单一信托，不得投资基础资产属于国家明令禁止行业或产业的信托计划。同时，如果投资范围中出现信托公司募集资金未直接投向具体基础资产，存在两层或多层嵌套等六种情形时，保险公司应于投资后15个工作日内向中国保监会报告。因此，虽然放开了保险资金投资信托，目前养老保险资金通过信托投资的范围仍旧是受限的。

2. 信托公司与养老保险资产管理合作的发展方向

(1) 信保合作开发创新产品。保险公司可以在保险产品设计上增加与信托公司的合作，给予购买养老保险的客户更多的选择空间。目前行业内创新产品已有保险金信托。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愿，长期且高效地管理这笔资金，实现对投保人意志的延续和履行。就养老保险而言，由于受益人在获取保险理赔金时往往也已经缺乏个人投资能力，因而由信托公司加以管理并且按照一定的返还模式来返还给受益人，比起直接给付受益人来讲对于投保人更有吸引力。保险金信托用于养老保险领域，一方面能够解



决保险理赔金保值增值的问题，另一方面更是能够附加关于信托资产继承转让等条款，从而同时满足养老以及财富继承的双重要求。2014年5月，中信信托与信诚人寿正式推出了保险金信托产品，目前也已经有多家信托公司推出类似的产品。未来，保险金信托将是一个市场空间广阔的合作领域。

(2) 放开对保险资金投资信托的限制。中国保监会2014年发布的《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》对保险资金投资信托进行了严格的限制，基于这样的监管限制，目前保险资金投资信托几乎都集中于基础设施的集合项目，本质上风险也是集聚在了基础设施建设领域。信托公司与其他专业管理机构相比其优势在于投资形式和投资范围的灵活性，在控制风险的前提下，在其他领域包括工商企业、金融机构和股权投资等都能够保证与风险相匹配的收益，由于保险资金的成本比市场资金往往要更低，信托公司在运用保险资金时对于项目的风险控制更有优势。今后如果能够放开对保险资金投资信托的限制，包括允许保险资金以单一信托的模式投资一部分风险较低、收益稳健的重大项目，或者以单一信托的模式投向较为优质的交易对手等，将有助于推进保险机构与信托公司的合作，一方面保险资金获得了长期稳健的投资收益，另一方面信托公司也获得了大规模的长期低成本资金。

(3) 拓展新的合作领域。目前在养老保险资金投资信托的业务上，仍旧是以保险公司为主体的保险资金投资模式。今后可以尝试推行由信托公司作为保险资金的管理人，全面管理保险公司的养老保险资金等模式，拓展新的合作领域。同时，对于被保险人而言，在投资连结险的投向上，也可以新增投资信托产品的选择，这样一方面能够增加相关保险产品的竞争力和对投资者的吸引力，另一方面也间接为信托公司拓宽了资金来源。

五、信托与养老产业发展

(一) 养老地产是养老产业的核心

养老市场可细分为养老地产市场、养老护理市场、养老健康管理市场和养老商品市场等。其中，居住是养老问题的核心，养老地产是养老产业的核心，是养老产业中规模最大、综合性最强的行业。养老地产的形成和发展，可以聚集和带动其他养老市场的发展。

养老地产主要针对社区养老和机构养老的住宅开发建设。与普通住宅不同，养老住宅需要根据老年人的特点进行设计，配备满足老年人需求的公共服务设施。



养老地产的类型主要包括养老社区、老年公寓和养老院。养老社区是在普通住宅区内按一定比例建造一批适合老年人居住的老年住宅，或是在一幢住宅的套型组织上穿插设置适合于老年人居住的房型，使两代人就近居住，既可在生活上相互照应，又能保持相对的独立性，使各自的生活方式不受影响。养老公寓是专供老人集中居住的住宅，一般坐落在环境优美的郊区，同时能够提供较高水平的医疗、护理、保健、康复等服务，定位主要针对于中高净值养老客户。养老院是综合接待自理老人、介助老人、介护老人安度晚年而设置的社会养老机构；相对于养老公寓，养老院主要面向中低端市场，且具有一定的公益性质。此外，针对于老年人度假而开发的旅游地产也是养老地产不可小视的一部分。

（二）养老地产运作模式比较借鉴

1. 国际养老地产典型模式

（1）美国养老地产——持续照料型退休社区占主流。美国养老地产主要分为持续照料型退休社区（CCRC）、独立式老年社区和看户型老年社区三种类型。持续照料型退休社区是一种复合式的老年社区，通过为老年人提供自理、介护、介助一体化的居住设施和服务，使老年人在健康状况和自理能力变化时，依然可以在熟悉的环境中继续居住，并获得与自身状况相对应的照料服务，一般规模为300~500户。独立式老年社区可以提供专为可独立生活并按自己需要和关注点来生活的老人社区。在备选和居住方案中将集中式生活模式与带有服务设施的传统生活模式（通常指公寓）相结合。看户型老年社区指成人日间看护、保健机构、老年中心、援助式居住生活机构、护理院等护理机构。美国太阳城养老社区是该类模式的典型代表。

（2）德国养老地产——出租型公寓占主流。德国养老地产的盈利模式主要分为销售型、持有型、销售加持有型三种，其中持有出租公寓较常见，一般都是项目的80%用于出租，只有20%用于出售。欧洲的养老社区更体现人性化的设计理念和老人的自由，给入住的老人“家”的感觉。德国巴伐利亚州赫斯巴赫市的 Kursana Domizil Hosback 小规模养老社区是持有出租公寓的典型代表。

在建筑设计上，大量采用了暖色调，并且有良好的采光功能，除了在首层有一个大露台和餐馆外，二层、三层的公寓都有阳台和无障碍通道。另外，老年公寓还配有美发沙龙、诊疗室、公共活动区域。每套公寓中，老人可以根据喜好携带家具，还可以养宠物。

（3）日本养老地产——小规模多功能养老机构占主流。日本的养老设施在20世



纪60年代以前主要是政府主办的福利机构,70年代民间养老设施开始出现并快速增长,80年代后半期的泡沫经济使得老人公寓市场十分繁荣,2000年介护保险制度诞生后民间老人公寓开发商激增,养老地产维持高速增长,2006年以前以看户型收费老人公寓为主流,以需要看护的老人为主要对象。2006年以后日本养老地产基本饱和。从分布上看,日本老年福利设施集中分布在经济发达的地区。民营的养老设施面向的客户主要是中高端老年人群。

在日本,小规模多功能的养老机构占主流,配有日托护理、上门服务、短期居住和长期居住等老年人基本服务功能,在城市中呈分散化、多点式分布,大多数嵌入成熟社区内,在服务本公寓的老人的同时也可以辐射至周边的居家老人,有助于维系老年人原有的居住模式、人际关系、家庭氛围和熟悉感。

2. 国内养老地产典型模式

(1) 销售模式。销售模式以老年住宅为整个项目的主题和亮点,以面向市场出售的住宅产品为主,注重社区环境的打造和养老配套设置的完善。这种模式的盈利绝大部分甚至全部来源于住宅出售,有极少部分来源于配套产品的经营。该模式还可进一步分为本地销售模式和外地销售模式。

销售模式的优势主要体现在资金回流快,是住宅开发商试水养老地产的首选。国内养老地产尚处初期发展阶段,盈利模式正在探索,政策配套尚待成熟,国内养老地产开发投资中的最大问题是投资回报周期过长,业内估计投资回报周期普遍为8~10年,远远大于住宅、商业地产的投资回报周期。尤其在养老地产土地问题难以解决的情况下,通过招拍挂获得土地往往导致项目沉淀更多资金,拉长投资回报周期。因此,在一般情况下(土地产权完整),投资开发者更愿意以开发住宅的方式来开发养老地产,通过销售来回笼资金。

销售模式虽然能够很好地实现资金短期回流,缩短回报周期,但是养老地产运营阶段潜在的巨大盈利点却并未获得开发,无法获得物业经营带来的增值收入和溢价收入。此外,随着我国家庭结构的变化,空巢老人和“421”家庭的增加使老年人面临着在行动困难的阶段无人照料的问题,因此在购买用于养老的住宅时很看中配套的养老服务。销售型的养老地产项目欠缺这一部分,可能影响项目的整体品质和库存消化。

(2) 持有模式。持有型养老地产项目的产权仍在经营者手里,出售的是使用权。专业化的连锁养老机构通常选择持有,这一方面是其战略选择,如乐成养老恭和苑项



目，另一方面也常常是由于受制于土地性质（集体或划拨土地无法出售），如上海亲和源。持有型养老地产目前常见的盈利模式有三种：押金制、会员制、保单捆绑制。

押金制通常是老年人先期缴纳一笔押金，然后每月支付租金，押金最后返还。由于这种模式前期能够回笼的资金很少，因此不适合郊外大型养老社区，而是多见于城市中心和成熟社区聚集区的小型养老机构。这类机构专业化高，往往是全国连锁品牌，例如乐成养老开办的恭和苑全国连锁养老院。

会员制一般是前期缴纳高额会费，通常几十万元到一百万元，这部分收入一般可以回收房屋的建设成本；然后根据所住房型，每年缴纳几万元的管理费，这部分收入是主要利润来源。美国的持续护理退休社区（CCRC）多采取这种模式。国内企业青睐会员制模式的原因是它能够让投资企业在项目运行的前期就收回大部分资金，从而有效缓解资金压力。相比传统的押金制，会员制在财务、盈利性和经营灵活性方面更有优势。在财务上，押金不能算作利润，但会员费用可以较为灵活地计入财务报表；在经营上，押金对应的房间或是床位是固定的，会员制可以比较灵活安排床位或是房间。因为该盈利模式在资金筹措和建设运营中有重要作用，因此适合于中高端、规模较大的且因为土地性质或政策限制不能出售的养老社区，例如上海亲和源。押金制和会员制通常由产业投资者采用，这类经营者的优势是进入养老地产早，专业化程度高，他们寻求成熟的运营模式并实现连锁化经营，但劣势是资金实力较弱。

保单捆绑制即养老项目的入住权与寿险公司的保单挂钩，投保者在购买保险产品时同时获得入住养老社区的权利。根据目标客户不同，保费门槛从几十万元到几百万元不等，到期后客户可以选择现金给付，或直接抵入住的租金。目前泰康人寿、新华人寿、合众人寿等都在探索推出挂钩养老社区服务的保险产品。

（3）销售加持有模式。销售加持有型的项目通常包括住宅和老年公寓两部分：住宅（包括普通公寓和别墅）用于销售，是回收资金的主力，并对持有型物业形成了支持；老年公寓嵌入普通社区，用于出租，同时对住宅的销售起到促进作用，持有比例为10%~30%。采用该模式获得成功的典型案例有北京太阳城、曜阳国际等项目。

该模式结合了销售模式和持有模式的优劣势。优势体现在回款较快，兼得前期销售收益和后期运营收益。这类模式通常滚动开发，且用于出售的住宅占绝对比重，因此可以较快地收回投资成本并获得部分利润，并可以支持后续自持部分的开发和建设。而自持的老年公寓作为整个项目的配套设施，一方面能够吸引更广泛的潜在客



户，促进住宅部分的销售，另一方面可以在投入运营后获得长期稳定的经营收入。

该模式的劣势体现为自持部分对服务和管理水平要求高，自持部分要获得持续稳定的收益，要求自持项目能达到较高的入住率。较高的入住率首先要求项目投入运营后要具备专业的经营能力、较高的服务水平以及协调医疗、休闲等各种社会资源的能力，而传统的住宅开发商往往欠缺这方面的资源和积累。常见的做法是聘用一家专业公司来进行管理，或者借助多家专业机构的资源，如保健、餐饮、医疗等，无论哪种做法都将产生较高的管理成本。

（三）养老地产信托业务探索

1. 销售型养老地产中的债权投资信托

销售型养老地产项目产权完整，土地多为招拍挂或收购现有闲置物业等方式获得，具有产权完整、可抵押、可转让的特点，该类项目的开发往往类同于普通住宅或商业地产的开发，只要针对项目进行适当筛选，如对区位、定位、成本、去库存等关键因素进行把握，则可以采用传统债权投资信托业务模式介入。

这类项目投资决策的重要关注点如下：一是项目区位选择。从目前所有销售型养老地产的案例来看，成功项目无一不是位居大都市周边或大都市中心区域，以依托大都市的消费需求为主，例如绿地 21 城孝贤坊依托上海，万科幸福汇依托北京。二是项目定位。项目定位需要依托大都市庞大的消费目标人群，考虑消费目标人群的退休工资和存量资产等情况，项目定位不宜过高，如保利西塘越定位过于高端，导致库存消化较慢，北京爱慕家定位不清晰导致入住率较低等。三是项目配套，销售型养老地产区别于普通住宅的最大特点是其适老化设计以及医疗康体设施服务的配套，在目前国内养老客户尤其重视医疗配套的情况下，项目需要以优质配套吸引目标人群。

2. 持有型养老地产中的股权投资信托

持有型养老地产项目的土地性质多样，如集体建设用地、工业用地、协议划拨等，但也有部分持有型养老地产项目是通过招拍挂或者收购闲置物业改造而成的产权完整的项目，例如乐成恭和苑、保利安平·和熹会等。该类项目具有产权完整、注重后期运营的特点，由于提供专业的后续养老服务，往往入住率较高，未来现金流入稳定。因此，可将该类养老地产视为一种特殊的商业物业（类似商业公寓）进行操作，一方面可以经营性物业作抵押发起经营性物业抵押信托贷款，或者设立经营性收益权信托，相应的风控措施有资产抵押权、未来租金收益保障以及股权抵押等；另一方面可直接进行股权投资，以客户资金进行真正的资产管理或以自有资金进行投资。



该类项目的关注点如下：一是产权完整性，必须是通过招拍挂或者收购存量物业形成的项目，土地可抵押、可转让。二是项目入住率或会员数量，这是判断一个养老地产项目未来现金流的关键因素，同时，鉴于养老地产项目常常采用销售会员资格或者缴纳大笔定金、押金等方式收回部分成本，需要注意其对项目价值折扣的影响。三是后续运营，持有型项目必须依靠后续运营获得服务费收入，运营的水平、连续性、稳定性成为影响项目现金流的重要因素，需要格外予以关注。

3. 养老产业基金信托

我国养老产业基金还没有大规模开展。2010年12月，美国挚信资本（Trust Bridge Partners）宣布，对亲和源股份有限公司注资1亿元，这是国际PE机构首次投资中国的养老机构。更多的机构对养老产业仍处于筹备或观望状况。2010年6月，天津鸿福股权投资基金管理有限公司挂牌，以发起、运作养老产业投资基金为主要业务。美国对冲基金与收购集团城堡投资（Fortress Investment），也计划募集一只约10亿美元的基金，拟投资中国老年住宅。联想控股独资成立的北京安信颐和控股有限公司，定位为专注于养老机构运营、养老地产开发、养老基金管理等相关产业。

对于国内PE机构而言，尽管养老产业具有较大的吸引力，但其投资价值仍待考察。首先，老年人消费水平仍相对较低，尽管具有数万亿元消费市场潜力，但短期内能够取得商业化成功的投资项目较少；其次，投资周期最长约十年的PE基金相对而言追求的仍是短期回报，这与养老产业的投资周期并不契合；最后，长期以来政府部门对养老产业的定位是公益性，导致养老产业“非产业化”，难以出现商业成功的企业。此外，这一行业对政策的过度依赖，也使得作为财务投资者的PE机构难以评估其投资风险。

养老产业基金信托，是指由信托公司集合一批信托投资客户的资金，形成基金（信托计划），而后直接或者委托其他机构进行养老PE投资。其优点是能够通过信托渠道集中筹集社会资金，并合理利用专业投资手段扩大养老PE投资额度，为有条件的个人投资者进入养老PE投资领域提供一条高效通道。

总体而言，目前PE机构对养老产业参与的积极性普遍不高，多数机构仍在等待更为成熟的商业环境。但老龄化加剧所带来的市场规模增长，也使得一些投资者对交叉产业保持关注，比如在医疗健康、信息服务以及旅游等商业化较为成熟的领域中，一些具有养老概念的细分行业或企业，将有可能获得投资者青睐。

4. 养老地产资产证券化（REITs）

信托特有的破产隔离功能，能够以信托财产所产生的现金流为基础设计结构化融



资金融产品。在养老市场中，针对养老服务机构运营中形成的具有可预测、稳定现金流的特定财产或财产权，如老年人入住养老项目时缴纳的入门费或者抵押金，定期缴纳的养老服务费、房费、餐饮费等，可以利用证券化技术，设计推出相应的信托产品发售给社会投资者，同时实现养老服务机构的资金回收。此外，借鉴美国养老地产的发展经验，信托公司可以发起设立养老地产的房地产投资信托基金，引入专业的运营商，长期获取稳定的租金和资产升值收益，在开发商、投资商、运营商角色分离的同时，实现开发利润、租金收益、资产升值收益与经营管理收益的分离，达到不同参与者风险和收益较好匹配的目的。

六、探索发展养老公益信托

（一）公益养老在我国养老服务体系中扮演重要角色

1. 养老的公益性特征

从全社会的角度来看养老问题，养老本身就具备公益性质。公益养老根据出资主体的性质不同，分为两种模式。一种模式是由政府、福利机构，给予生活自理能力弱、无经济来源或无人赡养的老人提供基本的养老保障，这类养老也称为福利养老。福利养老模式需要政府给予大力的财政支持以及社会各界的福利捐助，目的是为了解决我国民生问题中的最基本养老问题。另一种模式是由开展各种志愿性公益或者互益性活动的非政府组织或爱心人士出资提供养老福利。非营利性（微利性）、非政府性、志愿公益性或互益性是其主要特征。该种养老模式不仅可以弥补市场失灵和政府失灵，而且在公共服务的输送上可以和政府形成紧密的“协作”关系，在社会养老服务体系中扮演着关键性的角色。

2. 解决我国养老问题离不开公益信托的支持

我国有庞大的老年人口，但是，截至 2011 年，我国大约只有 4.2 万所养老院，容纳老人的数量仅占老年人口的 1%，特别是一些贫困孤寡老人的养老问题需要社会各界提供帮助。面对严峻的养老形势，政府通过民政部门建立的敬老院、托老所，部分解决了中低收入家庭，特别是一些贫困孤寡老人的养老问题。庞大的养老负担全部由政府承担，政府将不堪重负。我国养老产业发展潜力巨大。然而，机构养老的服务经验和资质不足，是现阶段养老产业发展中非常突出的问题。社会养老服务供给严重不足，机构服务不规范，服务质量低，直接影响到老年人群体的生活质量。养老型公



益信托可以在医疗保健、文化产业等养老服务，以及养老资金保值增值、以房养老等方面发挥重要作用。

（二）养老公益信托的特征

公益信托是指出于公共利益的目的，为使社会公众或者一定范围内的社会公众受益而设立的信托。它是指委托人将信托财产委托给受托人，由受托人以自己的名义对信托财产进行管理、使用，并按照信托文件的要求将信托财产及其收益用于实现信托文件所规定的社会公益目的。

根据《信托法》有关公益信托的规定，养老公益信托是指以为不特定的符合一定年龄、身体状况的老人提供养老服务为目的的信托，应具有以公共利益为目的、（绝对的、排他的）公益性和不特定性等特征。一是以公益利益为目的。公益信托强调公益目的为其首要之义，各国的信托法律均强调了公益信托的社会公益性，这便使其运作必须以整个社会或其中相当一部分人受益为结果。随着我国步入老龄化社会，老年人的公益诉求会越来越多，也将会成为公益信托未来的一大公益领域。二是公益信托自身所具备的最突出的特质就是绝对的、排他的公益性。根据法律法规，委托人设立信托可能会出于一个或几个信托目的，只要信托目的中有任何非公益目的，则该信托就不能成为公益信托。法律要求公益信托的每一个目的都必须具有公益性才可以成立，这样严格的要求是为了防止有人假借公益之名行私有之事，从而保证公益信托的发展。特别是社会公共支出中的养老支出，本身就具备绝对的、排他的公益性，因此也完全符合法规的要求。三是受益人为不特定的社会公众。公益信托的受益人是社会公众的整体，并非是以特定的某一个人或某些人为资助对象。故衡量一个信托是否是为了社会公共利益而设立，关键是看该信托的设立能否使社会公众或一定范围内的社会公众受益，这取决于受益人的广泛性和不特定性。

目前，信托在养老产业发展中才开始起步，在国内发展刚刚处于初级阶段的公益信托更是如此。养老公益信托坚持公益性原则，探索政府与市场相结合的运作模式，致力于养老等公益事业，甚至可以扩展至老年人教育、文化、救助等业务范围，从而进一步探索一条公益性服务和市场化运作相结合的新型公益发展道路，实现传统的公益资金捐助和养老事业发展相结合。

（三）养老公益信托可能的发展方向

1. 养老公益信托促进公益养老资金与信托制度相结合

政府可以将用于养老的公共支出、社会的募集或捐赠资金，委托给信托公司，设



立以养老服务为目的的集合资金信托计划，用于指定的养老目的，完全体现公益信托的公益属性，将信托制度优势运用于养老资金管理中，实现信托与公益养老金管理的结合。信托公司开展此类集合资金信托计划，免收信托报酬，体现信托公司的社会责任。

2. 运用公益信托制度促进专业养老管理机构服务于公益养老机构

建立与专业养老管理机构合作开办公益事业的机制。从发达国家公益领域经验来看，公益机构与专业企业合作是基本模式，也可能是我国公益事业未来发展的方向。例如，丹麦、瑞典等国红十字会筹资的重要渠道之一，就是与其长期合作企业的捐赠，企业通过捐赠特定产品、智力成果和劳动服务，建立有利于公益事业发展的长效机制。

以养老地产公益信托为例，建设老年公寓需大量资金投入，调动社会各界的支持是确保养老服务业长期可持续发展的有效途径。因此可以利用社会各界定向捐赠的资金和设备，建设公益养老设施，也可以尝试与专业养老管理机构合作，一起对养老项目进行专业的建设管理运作等。专业机构在投资建成老年公寓后，又进一步将运营盈利部分再捐给养老事业，力求使老年公寓、托老所人性化，从外观设计到内部结构、设施配置，都符合国家有关标准和老年人的生理特点；力求突出人文关怀和医疗保健特点，对入住老人的各项服务细致入微；力求内部管理流程和方法明晰，使管理团队的各项工作有章可循，规范有序。

3. 采取混合形式，将公益与市场相结合

将公益信托的公益性服务与养老产业的市场化运作相结合，才能确保公益机构和爱心企业的互利双赢。国内民营养老机构普遍存在重硬（建设）轻软（服务）的倾向。养老机构入住率较低，处于亏损或微利状态，企业投资养老事业的积极性不高。因此，在养老公益项目中，可以在坚持公益性原则的同时，引入市场化运作机制，比如将部分公寓和娱乐设施对外开放，参照市场价格收费；也可以采取双方协议约定的形式，公益信托拥有 20% 的权益，用于公益性养老，其余 80% 的权益属企业，面向社会按市场经济规律开发经营。

同时，整合养老产业，采取全产业链公益服务，坚持规范化、精细化、产业化发展道路。鼓励社会力量兴办养老服务设施，是我国应对快速老龄化的战略选择，而优质养老服务业的大发展需要走规范化、精细化和产业化道路；需要在规划和审批养老机构时，考虑养老机构所在地的医疗条件，统筹解决；整合医疗资源，使养老机构与



附近社区医疗服务中心形成定点服务关系，并加强养老机构的医务室建设。

七、相关政策建议

我国人口老龄化发生在社会保障体系尚不健全、家庭财富积累有限的阶段，同时国内养老产业也刚刚起步，无论是养老服务供给水平，还是需求的有效性都面临严峻挑战。信托制度作为一种高度灵活的财产管理制度，具有财产独立性和特殊目的性特征，受托人可以发挥持续管理能力，展现信托在养老产业发展方面的投融资服务功能等，养老信托是养老金融的重要组成，能够为养老问题的解决提供新的思路。为了更好地发挥信托业务的创新能力，提升信托功能空间，现就相关问题提出以下政策建议。

（一）统筹规划，完善养老资产管理的顶层设计

我国现有养老金个人账户包括城镇企业职工养老保险个人账户、城乡居民养老储蓄个人账户、企业年金个人账户、事业单位养老金改革试点地区个人账户，以及家庭养老理财账户等，仍处于“碎片化”的管理状态。而且缺乏专门针对社保基金管理进行规范的全国性法律，其管理的规范仅存在于一些部门规章和地方性法规的零星规定中；养老保险基金一般存入银行或买卖国债以及其他具有良好流动性的金融工具，养老保险基金的收益率较低。因此，建议人力资源和社会保障部及其他有关部门借鉴国际经验，尽快完善顶层设计，坚持市场化原则，统筹部署，将养老保险等资金交由信托公司等专业机构运作，以提高资金运作效率；进一步完善企业年金个税递延政策，加紧推动个人商业保险递延政策试点，提高企业和个人投资养老产业的积极性。

（二）完善信托财产登记等制度，以利于信托功能的发挥

信托能把个人的财富或资源转化为其未来的养老资源。养老基金作为信托财产具有独立性，一旦交付信托，即不受信托公司和委托人财务状况恶化甚至破产的影响，从而确保了养老基金的安全性。在充分尊重生命周期需求的前提下，以个人资产为基础，以流动性为支撑的金融产品设计是解决养老服务需求的重要手段。目前家庭财富大部分的不动产是缺乏流动性的，难以满足家庭在其他方面的消费计划，现有信托等养老金融产品仍以现金为主要标的，因此功能空间有限。建议加紧修订《信托法》，完善信托财产登记制度、信托税收政策等，使不论是动产、不动产，还是物权、债权，以及股票、债券、专利权、商标权、著作权等，都能够成为信托财产，更好地发



挥信托的独特价值，服务老年人群。

（三）政府扶持，统筹规划，推动以房养老型信托探索

以房养老的制度安排具有多样性，如出租出售房屋养老、抵押房屋产权养老、与养老机构置换房产等，保险、银行、信托等金融机构都可以参与其中。由于以房养老型信托涉及信托、地产、民政、房管等多个行业和部门，需要管理层统筹规划，实施顶层设计。一是政府需要制定具体政策和细则，对该业务全程进行管理，督促信托公司切实保障委托人利益；二是制定和实施财税政策支持以房养老业务，减免以房养老业务的房产交易税费，落实长寿老人补贴；三是加强对商业机构的监管，中国银监会相关部门应制定相应的政策规范，指导信托公司的经营行为，规范老年人与信托公司间的合同文本，防止不平等条款，避免出现损害老年人利益的情况发生，从而建立起老年人与信托公司之间的桥梁；四是完善“住房反向抵押养老保险”配套服务和保障体系建设；五是稳妥推进试点，在一线城市面向空巢、独居老人可以先行推出以房养老型信托业务。

（四）完善养老产业发展政策，支持养老信托产品创新

建立居家养老、社区养老、机构养老相结合，政府主导、部门协同、社会参与、公众互助的社会养老服务体系，是解决我国养老服务供给不足、有效应对人口老龄化的重要途径。其中，养老社区运作模式是目前正在探索发展中的一种较为典型的社区养老安排，可能是加快社会养老服务体系建设的重要突破口之一。建议尽快制定全国统一的养老服务机构建设等级标准，明确相对应的行业准入门槛和服务规范，加大对养老服务机构和相关从业人员的税收优惠力度，在城市规划、土地出让和建设使用等方面明确支持社会机构投资养老社区的具体优惠政策举措，为信托公司调动社会力量参与养老服务体系建设创造良好的环境；建议中国银监会鼓励信托公司开展养老信托业务创新，更好地服务国家养老产业发展。

参考文献

[1] 薛宇峰：《关于中国养老社会保障筹资和账户管理模式的讨论》，载《外国经济学说与中国研究报告》，北京，社会科学文献出版社，2010。

[2] 刘斌：《后危机时代我国社会保障基金投资管理机制创新》，载《云南行政学院学报》，2014（1）。



- [3] 郑则鹏、邓慧博：《养老信托业务的国际比较研究》，载《湖北社会科学》，2012（10）。
- [4] 张媛：《国外养老保险信托运营及对中国的启示》，载《调研世界》，2011（10）。
- [5] 伊志宏、张慧莲等：《养老金投资与资本市场——国际经验及中国的选择》，北京，中国人民大学出版社，2009。
- [6] 冯必扬、严翊军：《现代社会保障研究》，北京，人民出版社，2003。
- [7] 詹成付：《新形势下发展养老服务业的纲领性文件》，<http://fss.mca.gov.cn/article/llyj/201312/20131200558897.shtml>。
- [8] 成绯绯、高华俊：《国家养老新政策开创养老服务业新纪元》，<http://www.bnu1.org/cpri/2013/0917/1820.html>。
- [9] 陈永生：《对我国社区养老的可行性分析》，南京大学硕士论文，2008。
- [10] 王磊：《杭州养老商业化运作研究》，吉林大学硕士论文，2013。
- [11] 刘晓梅：《中国养老服务体系的展开与重构》，中国社会福利网，<http://shfl.mca.gov.cn/article/llyj/ylfwmts/200812/20081200025498.shtml>。
- [12] 刘江军：《基于产权视角的养老金信托管理适用性分析》，载《湖北大学学报》，2012（7）。
- [13] 路锦非：《从国际养老金制度评价体系看中国养老金制度的问题及对策》，载《华东经济管理》，2012（3）。
- [14] 吴敏：《基于需求与供给视角的机构养老服务发展现状研究》，山东大学博士论文，2011。
- [15] 杨燕绥、胡乃军、刘懿：《养老资产与养老金融》，载《金融市场研究》，2012（12）。



信托税收制度探讨

课题牵头单位： 德勤华永会计师事务所
英大国际信托有限责任公司

课题组成员：

郭新华	张捷	徐继厚	张军峰	宛冠宇	德勤华永会计师事务所	
盖永光	张传良	刘卫东	徐军	周丰收	张平丽	英大国际信托有限责任公司



摘 要

近几年来,中国信托业得到了突飞猛进的发展,截至2014年第二季度末,信托业管理的信托资产总规模为人民币12.48万亿元,再创历史新高,成为仅次于商业银行的中国金融服务业第二大主体。

随着行业的快速发展,信托行业目前也广受监管机构、社会公众投资者、媒体等多方关注,因此无论从对社会公众投资者负责和力促行业规范发展的角度,都亟须进一步提高风险管理水平和风险应对及处置能力,做好行业自律与合规管理,树立信托行业良好的社会形象。

本文仅就信托行业发展过程中遇到的税收相关实务与税收制度进行探讨。我们了解,信托各方在信托设立环节、信托存续环节、信托终止环节会涉及企业所得税、个人所得税、营业税、增值税、契税、印花税、房产税等税种,目前各个税种的实体法规基本均未涉及信托业务的税务处理。

本文在借鉴现有税收制度的基础上,立足信托业务实际,对信托相关的税收制度进行初步探讨并提出相关建议。

关键词: 信托税务问题



目 录

一、信托背景介绍	528
(一) 信托的基本概念	528
1. 信托的定义	528
2. 信托及信托产品的种类	528
(二) 信托的发展现状概览	529
(三) 信托税收面临的问题	530
二、信托税收制度研究	531
(一) 中国目前的信托税收制度概述	531
1. 中国目前的信托及类信托产品的税收法规	531
2. 中国现行税收制度下信托业务的税收处理	532
3. 对中国现行信托税收制度的总结	534
(二) 其他国家和地区信托税收制度介绍	536
1. 美国信托税收制度介绍	536
2. 英国信托税收制度介绍	537
3. 日本信托税收制度介绍	538
4. 中国台湾地区信托税收制度介绍	539
5. 其他国家和地区税收制度经验的总结	540
(三) 中国信托税收制度建设的思路	541
1. 建立现代信托税收制度的基本原则	541
2. 信托财产所有权与信托税收制度	542



3. 所得税制度的构建	544
4. 流转税（营业税、增值税）制度的构建	546
5. 财产行为税（契税、印花税、房产税）制度的构建	548
(四) 结论	550



一、信托背景介绍

(一) 信托的基本概念

1. 信托的定义

按照《中华人民共和国信托法》(以下简称《信托法》),信托是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。简言之,信托是一种为了他人利益或特定目的管理财产的一项制度安排,也即“受人之托,代人理财”。

利用信托原理,一个人(委托人)在没有能力或者不愿意亲自管理财产的情况下,可将财产权转移给自己信任并有能力管理财产的人(即受托人),并指示受托人将信托财产及其收益用于自己或者第三人(受益人)的利益。

信托业务是以信用委托为基础的一种经济行为,带有一定的经济目的。掌握资金(或财产)的部门(或个人),委托信托机构代其运用或管理,信托机构遵从其议定的条件与范围,对其资金或财产进行运用管理并按时归还。由于信托业务是代人管理或处理资财,因此,信托机构一要有信誉,二要有足够的信托资金。信托业务范畴含商事信托、民事信托、公益信托等领域。

国际上的金融信托业务,主要是经营处理一般商业银行存、放、汇以外的金融业务,随着各国经济的发展,市场情况日趋复杂,客户向银行提出委托代为运用资金、财产,或投资于证券、股票、房地产的信托业务,与日俱增。国内的信托业务是经中国银监会批准的金融信托公司可以经营业务,主要包括资金信托、动产信托、不动产信托和其他财产信托四大类信托业务,如利得财富。

2. 信托及信托产品的种类

(1) 信托的种类可根据形式和内容进行不同的划分。按信托关系建立的方式可分为任意信托和法定信托,按委托人或受托人的性质不同分为法人信托和个人信托,按受益对象的目的不同分为私益信托和公益信托。按受益对象是否是委托人分为自益信托和他益信托,按信托事项的性质不同可分为商事信托和民事信托,按信托目的不同可分为担保信托和管理信托、处理信托、管理与处理信托,按信托涉及的地域可分为国内信托和国际信托,按信托财产的不同可分为资金信托、动产信托、不动产信托、其他财产信托等,按委托人数量不同可分为单一信托和集合信托。



(2) 信托产品主要分为以下四类。

贷款信托类。贷款信托是指通过信托方式吸收资金用来发放贷款的信托方式。这种类型的信托产品，是目前数量最多的一种。

权益信托类。这一类型的信托产品，是通过能对带来现金流的权益设置信托的方式来筹集资金，其突出优点是实现了公司无形资产的变现，从而加快了权益拥有公司资金的周转，实现了不同成长性资产的置换，有利于公司把握有利的投资机会，迅速介入，实现公司价值的最大化。

融资租赁信托。信托公司以设立信托项目的方式募集信托资金，将其运用于融资租赁业务，通过严格专业化、流程化的管理，通过定期收取租金，实现信托收益，为社会投资人提供安全、稳定回报的理财服务。

不动产信托。不动产信托是指委托人出于管理或增值的目的，将其合法拥有的土地及地面固定物作为信托财产委托信托公司，作为受托人的信托公司依据信托合同的约定，对信托财产进行管理、运用和处分的信托业务。

(二) 信托的发展现状概览

作为一个资金和智力密集型行业，信托业的基本职能为“受人之托，代人理财”。昔日的“牌照红利”曾造就了信托业迅猛发展，而在财富管理新时代，如何回归本源开展主动管理和差异化竞争，将是信托行业转型发展面临的新挑战。

从2006年3606亿元人民币的资产规模发展到2014年第二季度末的12.48万亿元人民币，短短8年时间，中国信托业已迅速成长为仅次于商业银行的中国金融服务业第二大主体。

在经历了2010年至2013年第一季度平均单季增幅11.77%的高速增长之后，信托业“冲规模”的势头已有所遏制。统计数据显示，自2013年第一季度以来，信托资产环比增幅逐步放缓，一直维持在7%~8.3%。

截至2013年末，我国共有68家信托公司。信托公司业务模式大体分为通道业务及主动管理型信托，其中主动管理型信托可进一步分类为信托公司发起的信用融资贷款及证券投资业务，但不同类型的信托业务盈利和责任各有不同。

在信托公司通道业务中，银行是发起人，信托公司是桥梁（通道），帮助银行将贷款移出其资产负债表。银行将借款人（其客户）介绍给信托公司，信托公司发行信托产品，向借款人提供信贷。银行同时也是产品销售人和托管人。银行分得手续费收入的大部分，信托公司拿到的部分较少，使得通道业务对于信托公司而言是一项



“薄利多销”的业务。相关统计显示，该业务占到管理资产份额的66%。

在信托公司发起的信用融资贷款业务中，信托产品向借款人提供贷款（以信托贷款、可转债或私募股权投资的形式）。信托公司是发起人，与借款人构成客户关系。与通道业务相比，该类业务对信托公司而言利润相对较高，占管理资产份额的19%。

在证券投资业务模式下，信托公司扮演着投资组合经理人的角色。信托产品可投资的资产种类较理财产品更广，包括股票、债券、基金及其他证券等。该业务占管理资产份额的10%。

（三）信托税收面临的问题

信托财产的“名义所有权”一般由受托人享有，信托财产的“实质所有权”是由受益人享有或由受益人与委托人共同享有。信托财产制度具有“名义所有权”与“实质所有权”分离的特点；而中国现行税法则主要沿用传统的民商法、物权法理论，以“一物一权”为规范基础。这中间的差距正是现有税收问题的根源所在。

尽管信托业务已经发展多年，但中国信托税收制度迄今未明确“形式转让”不征税或免税的待遇。实际上，信托业务的税务处理目前仍然处于相当不确定的状态。在税务实务中，基层税务机关出于执法风险的考虑，往往是直接依据现行税法的规定，不区分“形式转让”和“实质转让”，对转让行为一律课税，结果导致重复征税。

从信托业务环节来分析，因“形式转让”引起重复征税的情况主要包括：信托设立时就信托财产所有权的“形式转让”产生的纳税义务，如营业税、契税、印花税等；信托存续过程中信托收益的所得税和流转税纳税义务与信托终止时或信托收益分配时产生的所得税和流转税纳税义务相重复；信托终止时就信托财产所有权的“形式转让”（如归还信托财产）产生的纳税义务，如营业税、契税、印花税等。

信托税收制度存在征管漏洞。从中国实践来看，一方面，税收流失主要发生在信托存续环节和信托结束环节。在信托存续环节、受托人需要对信托财产进行管理、交易和投资并取得收益，这就可能发生营业税、土地增值税、房产税、所得税等应税项目。但根据中国《信托法》的规定，受托人并不是为了自己的利益管理、运用和处分信托财产，信托财产在法律和财务上均是独立的。因此，如果要求受托人就信托收益纳税，在纳税主体、纳税环节、应税税目、税率等方面均与现行税收制度存在冲突。另一方面，从委托人和受益人的角度，有些情况下由于征管手段的限制，一些本该由受益人缴纳的税款也无从征收，最终导致国家税收流失。

如前所述，由于缺乏明确的税收政策，中国信托业务的重复征税问题突出。这种重复



征税问题使得不动产信托、股权信托、公益信托等多种信托活动在实践中一直无法开展。

由于税收制度及其他方面的限制，中国信托行业目前主要的业务是资金信托业务。但即使是这一类相对简单的业务，在现行税收制度下也存在税收处理的不一致性，加剧了税务机关以及信托各方的税收执法风险和税收遵从风险。

二、信托税收制度研究

(一) 中国目前的信托税收制度概述

为了调整信托关系，规范信托行为，保护信托当事人的合法权益，促进信托事业的健康发展，中国于 2001 年颁布并实施了《信托法》。虽然《信托法》的实施为中国信托业发展起到了积极的促进作用，但与之相配套的完善的信托税收法律法规至今仍未出台。由于信托业务及信托法律关系的特殊性，信托税收法律法规的缺失，极大地制约了部分信托业务的发展。建立和完善中国信托税收制度迫在眉睫。下面将针对中国信托税收制度的现状进行简要的介绍和分析。

1. 中国目前的信托及类信托产品的税收法规

中国目前虽然没有一套完善的信托税收法律法规，但随着中国信托类业务及产品（包括信托公司、商业银行、基金公司、证券公司、期货公司等主体从事的信托产品、证券投资基金和资产管理等业务）的不断丰富，财政部和国家税务总局相继出台了一些与信托类业务及产品相关的税收规范性文件。这些税收规范性文件主要针对证券投资基金和信贷资产证券化业务，将其整理如表 1 所示。

表 1 与信托类业务及产品相关的税收规范性文件

税种	文件依据	主要规定
企业所得税、个人所得税、营业税	《关于证券投资基金税收问题的通知》（财税字〔1998〕55 号）	以发行基金方式募集资金不属于营业税的征税范围，不征收营业税 对基金从证券市场中取得的收入，包括买卖股票、债券的差价收入，股票的股息、红利收入，债券的利息收入及其他收入，暂不征收企业所得税 对个人投资者买卖基金单位获得的差价收入，在对个人买卖股票的差价收入未恢复征收个人所得税以前，暂不征收个人所得税 对投资者从基金分配中获得的股票的股息、红利收入以及企业债券的利息收入，由上市公司和发行债券的企业在向基金派发股息、红利、利息时代扣代缴 20% 的个人所得税，基金向个人投资者分配股息、红利、利息时，不再代扣代缴个人所得税 对投资者从基金分配中获得的国债利息、储蓄存款利息以及买卖股票价差收入，在国债利息收入、个人储蓄存款利息收入以及个人买卖股票价差收入未恢复征收所得税以前，暂不征收所得税 对个人投资者从基金分配中获得的企业债券差价收入，应按税法法规对个人投资者征收个人所得税，税款由基金在分配时依法代扣代缴



续表

税种	文件依据	主要规定
企业所得税、个人所得税、营业税	《关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》(财税〔2002〕128号)	以发行基金方式募集资金不属于营业税的征税范围,不征收营业税 对基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入,在2003年末前暂免征收企业所得税 对个人投资者申购和赎回基金单位取得的差价收入,在对个人买卖股票的差价收入未恢复征收个人所得税以前,暂不征收个人所得税 对基金取得的股票的股息、红利收入,债券的利息收入、储蓄存款利息收入,由上市公司、发行债券的企业和银行在向基金支付上述收入时代扣代缴20%的个人所得税
企业所得税、营业税	《关于证券投资基金税收政策的通知》(财税〔2004〕78号)	自2004年1月1日起,对证券投资基金(封闭式证券投资基金、开放式证券投资基金)管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入,继续免征营业税和企业所得税
企业所得税	《关于企业所得税若干优惠政策的通知》(财税〔2008〕1号)	对证券投资基金从证券市场中取得的收入,包括买卖股票、债券的差价收入,股权的股息、红利收入,债券的利息收入及其他收入,暂不征收企业所得税 对投资者从证券投资基金分配中取得的收入,暂不征收企业所得税 对证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入,暂不征收企业所得税
企业所得税、营业税	《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》(财税〔2006〕5号)	对受托机构从其受托管理的信贷资产信托项目中取得的贷款利息收入,应全额征收营业税 发起机构转让信贷资产取得的收益应按企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税,转让信贷资产所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除,发起机构赎回或置换已转让的信贷资产,应按现行企业所得税有关转让、受让资产的政策规定处理 对信托项目收益在取得当年向资产支持证券的机构投资者分配的部分,在信托环节暂不征收企业所得税,在取得当年未向机构投资者分配的部分,在信托环节由受托机构按企业所得税的政策规定申报缴纳企业所得税,对在信托环节已经完税的信托项目收益,再分配给机构投资者时,对机构投资者按现行有关取得税后收益的企业所得税政策规定处理 在对信托项目收益暂不征收企业所得税期间,机构投资者从信托项目分配获得的收益,应当在机构投资者环节按照权责发生制的原则确认应税收入,按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税,机构投资者买卖信贷资产支持证券获得的差价收入,应当按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税,买卖信贷资产支持证券所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除

2. 中国现行税收制度下信托业务的税收处理

由于目前中国没有单独的信托税收制度,并且在每个税种的实体法规中也基本都未涉及信托业务的税务处理。而在实务中,税务机关出于自身执法风险的考虑,会倾



向于对信托业务强行套用现行的税收法律法规。

根据中国现行的税收制度，信托当事人在信托设立环节、信托存续环节和信托终止环节都可能会涉及税务问题，主要可能涉及企业所得税、个人所得税、营业税、增值税、契税、印花税、房产税等税种。下面将基于按现行的税收法律法规对信托的影响进行简要的分析。

(1) 所得税。在信托设立环节，如果信托财产是非货币型资产，那么委托人可能需要在将信托财产委托给受托人时作视同销售处理。对于视同销售产生的所得，可能需要按规定缴纳企业所得税或个人所得税。在信托存续环节，所得税纳税义务主要由受托人和受益人承担。在信托业务中，受托人一般应就其自身取得的信托业务报酬收入缴纳企业所得税。但对归属于信托财产的信托收益，是由委托人、受托人还是受益人缴纳（代扣代缴）企业所得税或个人所得税，目前仍未有明确规定。在信托终止环节，如果信托财产是非货币型资产，那么受托人可能需要在向受益人归还信托财产时按视同销售处理。对于视同销售产生的所得，是由委托人还是受托人缴纳（代扣代缴）企业所得税或个人所得税，目前仍未有明确规定。此外，如果信托的受益人与委托人不是同一人（如他益信托），受益人取得信托财产时，可能还需要按接受捐赠缴纳企业所得税或个人所得税。

(2) 营业税。对于特定类型的信托财产（如土地使用权、不动产等），在信托运作的过程中可能会涉及营业税问题。在信托设立环节，委托人需要将信托财产（假设为不动产）委托给受托人管理；此时，由于不动产的名义所有权在法律形式上已经发生了移转，因此委托人可能会被要求参照转让不动产的税法规定申报、缴纳营业税。在信托存续环节，受托人运用信托财产所发生的转让、出租行为，同样可能需要按照规定申报、缴纳营业税。在信托终止环节，受托人需要将不动产归还给委托人或受益人。此时，由于不动产的名义所有权在法律形式上已经发生了移转，因此受托人可能会被要求参照转让不动产的税法规定申报、缴纳营业税。

(3) 增值税。在信托运作的过程中，特定类型的信托财产（如机器、设备等）的流转可能会涉及增值税问题。在信托设立环节，当委托人在设立信托时将信托财产委托给受托人时，信托财产的名义所有权已经发生了转移。此时，如果信托财产属于增值税应税货物，那么该项转移可能需要按视同销售处理，委托人可能被要求计算增值税销项税额。在信托存续环节，受托人为运用信托财产发生的提供增值税应税商品和服务，同样需要按照规定计算增值税销项税额。在信托终止环节，受托人将信托财



产归还委托人或受益人，此时受托人也可能被要求就名义所有权的转移作视同销售处理，并按照规定计算增值税销项税额。

(4) 契税等其他税项。当信托财产属于应税不动产时，信托业务的财产受让方可能还负有缴纳契税的义务。在信托设立环节，委托人将应税不动产委托给受托人时，作为信托财产名义承受人的受托人可能需要按其市场价格缴纳契税；在信托存续环节，受托人在运作信托项目过程中购入其他应税不动产时，也需要按照规定计算缴纳契税；在信托终止环节，受托人将信托财产（如不动产）归还给委托人或受益人时，委托人或受益人可能需要就所取得的信托财产缴纳契税。与契税类似，信托各方在信托设立、信托存续、信托终止等环节还可能涉及印花税等其他税务事项。

3. 对中国现行信托税收制度的总结

(1) 实质课税原则缺失、重复征税问题突出。尽管信托业务已经发展多年，但中国信托税收制度迄今未明确类似信托“一物两权”特殊状态下的税务处理，也未明确“名义转让”不征税或免税的待遇。实际上，信托业务的税务处理目前仍然处于相当不确定的状态。在税务实务中，基层税务机关出于执法风险的考虑，往往是直接依据现行税法的规定，不区分“名义转让”和“实质转让”，对名义转让行为也一律课税，结果导致重复征税问题突出。一些典型重复征税情况包括：信托设立时就信托财产所有权的“名义转让”产生的纳税义务，如营业税、契税、印花税等；信托存续过程中信托收益的所得税和流转税纳税义务与信托终止时或信托收益分配时产生的所得税和流转税纳税义务相重复；信托终止时就信托财产所有权的“名义转让”（如归还信托财产）产生的纳税义务，如营业税、契税、印花税等。

(2) 信托税收制度存在征管漏洞。由于中国信托税收制度的缺失，一方面可能造成实际上多重征税的现象，另一方面又可能引起征管漏洞，进而出现税收流失的问题。从中国实践来看，税收流失主要发生在信托存续环节。在信托存续环节，受托人需要对信托财产进行管理和交易以取得收益，这就可能发生所得税、流转税、土地增值税、房产税、印花税等应税事项。但由于信托制度的特殊设计，一些税种在适用于信托业务时可能出现不同程度的实体障碍或程序问题，最终可能会导致国家税收流失。以个人所得税为例，中国很多契约型的私募基金（一般认为属于类信托工具）仍然游离于税务监管之外。由于缺乏明确的规定，契约型私募基金可能并未注册为企业所得税纳税主体，而且在其向个人投资者（类似信托中的受益人）分配利润时也



可能并不代扣代缴个人所得税。在这种情况下，如果个人投资者选择不就所取得的利息所得主动申报个人所得税，则很容易会出现税收流失的问题。

（3）重复征税等问题影响信托业务发展。

①税收政策缺失造成部分业务无法开展。如前所述，由于缺乏明确的信托税收政策，中国信托业务的重复征税问题突出。这种重复征税问题使得不动产信托、股权信托、公益信托等多种信托活动在实践中一直无法正常开展。以不动产信托业务为例，如前所述，此类业务在现行税收制度下面临严重的重复征税问题。由于对同一税源的多次征税，加大了信托业务的经营成本，直接后果是压缩了投资者的收益空间，最终导致行业内该类信托业务一直未正常开展。

②税收政策缺失加剧交易税务风险。由于税收制度及其他方面的限制，中国信托行业目前主要的业务是资金信托业务。但即使是这一类相对简单的信托业务，在现行税收制度下也存在税收处理的不一致性，加剧了税务机关执法风险和信托当事人的税收遵从风险。以信托贷款业务中的票据流转问题为例。2008年修订后的《营业税暂行条例》取消金融机构受托发放贷款代扣代缴营业税的义务，因此信托公司无须承担代扣代缴义务，无法给借款人开具正式发票，只能开具利息单等凭证。但近年来，在许多信托贷款业务中，借款人的利息支出的税前扣除开始遇到其主管税务机关的质疑。一些地区的主管税务机关认为，信托公司开具的利息单等凭证并非企业所得税抵扣的合法凭据，要求借款人提供正式发票。借款人和税务机关在票据问题上之所以形成这种分歧，同样与现行信托税收制度不完善有关。一方面，现行税收制度不要求信托公司代扣代缴营业税；另一方面，在实践中要求以发票作为税前扣除凭证。这种税收政策上的不衔接，给借款人、受托人均造成了较大的税务风险。

（4）“营改增”带来巨大挑战。自2012年以来，交通运输业和现代服务业都在经历一场影响深远的增值税改革，即将目前征收营业税的行业逐步改为征收增值税（以下简称“营改增”），以此进一步解决现行营业税制度下的重复征税问题。根据政策规划，“营改增”将于2015年全面完成。基于此，现在尚未纳入“营改增”范围的行业（包括信托行业），也应在2015年底前纳入“营改增”。目前来看，在信托行业推行“营改增”是中国建设信托现代税收制度的大势所趋，也会有利于中国信托行业的发展。但从微观来看，“营改增”也会给信托行业带来相当大的挑战。具体而言，在全面推行“营改增”之后，信托业务中的交易各方将更有动力去取得增值税专用发票用于抵扣其销项税额。实际上，如果未取得增值税进项税额抵扣凭证，或未



能及时取得进项税额抵扣凭证，或取得后未及时提交负责认证的，都可能增加相关企业的增值税税负。此外，如果将信托计划作为独立的纳税主体，则目前为数众多的信托计划将需要信托公司投入更多的合规成本，同时也要求税务机关匹配更大规模的征管资源。最后，由于信托计划的持续时间长短各异，对于单个信托计划而言，其进项、销项税额的匹配在实务中也可能会出现问题。整体而言，“营改增”会将信托业务的各方纳入更为严密的增值税管理体系中。从这个角度出发，信托行业迫切需要一个有针对性和可操作性的增值税管理制度，以促使各方对增值税纳税义务人、扣缴义务人以及实际负担税款人有统一的规定，避免不必要的征纳矛盾和涉税争议。

（二）其他国家和地区信托税收制度介绍

1. 美国信托税收制度介绍

在美国，信托通常被视为一个契约法律关系，而非法律实体。一方面，信托通常被作为一个“导管”，不具有独立的纳税人身份。因此，美国的信托税收制度主要针对受益人课税，比较符合实质课税的原则。但另一方面，为防止信托被不当用于过于激进的税务筹划，美国仍然规定在特定情况下可以要求委托人或受托人履行纳税义务。

（1）所得税。根据委托人是否保留对信托财产的控制权，美国税收法规将信托分为两类。第一类是“一般信托”，其特点是委托人未就信托财产保留实际控制权；第二类是“委托人信托”，其特点是委托人仍然就信托财产保留实际控制权。

①一般信托。就一般信托而言，如果受托人保留信托计划所赚取的收益，则其需要代表该信托计划就所保留的收益按照规定的累积税率计算缴纳所得税。但值得注意的是，美国税法特别规定了应纳税所得的分配减免制度。也就是说，一方面，如果信托计划已经将信托收益分配给受益人，则受托人不需要就已经分配的应纳税所得缴纳所得税。另一方面，受益人则应当将该部分所得并入其当期应纳税所得额并申报、缴纳所得税。在理解应纳税所得的分配减免制度时，需要特别注意美国税法规定的“可分配净所得”的概念。原则上，分配减免额不能够超过“可分配净所得”。根据相关规定，信托的“可分配净所得”是在信托净收入的基础上增减计算得出的。美国税法详细规定了其具体的计算过程。

②委托人信托。对于委托人信托，由于委托人仍然对信托财产有实质的控制权，因此美国所得税法认为委托人仍然应当被视为信托财产的实际所有权人，并应当就运用信托财产所赚取的收益计算缴纳所得税。委托人信托规则产生的主要原因是一些适



用高税率的委托人将其收益转移至信托计划项下以逃避高税负而形成的。为防止这些避税行为，美国税法规定委托人应对信托产生的收益负有纳税义务。根据相关规定，美国税法通常是通过评估一名或多名委托人所“拥有”的信托的“份额”来辨别一个信托计划是否属于委托人信托。

(2) 赠与税。简单来说，信托基本可以划分为“自益信托”和“他益信托”两类，受益人是委托人自己的信托是“自益信托”；而委托人为第三人的收益所设立的信托则为“他益信托”。在委托人设立他益信托时，可以视为委托人将信托财产的受益权赠与受益人。也就是说，在“他益信托”的设立环节可能会发生赠与税纳税义务。然而，值得注意的是，赠与税的纳税义务应当基于真实存在的赠与行为。例如，当委托人设立的是可撤销的他益信托时，由于委托人实际上仍然就信托财产保留实际控制权，因此此时仍然不会发生赠与税纳税义务。只有受托人实际将信托财产所产生的利益分配至受益人时，才会真正完成赠与行为。也就是说，对于可撤销他益信托而言，通常应当在利益实际转移至受益人时才会征收赠与税。

2. 英国信托税收制度介绍

仅从税收征管上来看，英国信托税收制度似乎更接近将信托视为一个实体，而受托人也往往被要求代表信托计划履行相应的纳税义务。但就信托当事人纳税义务的整体来分析，英国信托税收制度仍然遵循实质课税的基本原则。

(1) 所得税。信托收益所得税的纳税义务首先由信托受托人承担。此外，英国也规定受托人所代为缴纳的税款可以在受益人层面“多退少补”。具体而言，第一，信托的全部收益原则上都属于所得税征税范围。换言之，无论信托的收益是被支付于受益人，还是被用于累积信托财产，都需按照规定在受托人层面计算缴纳所得税。第二，考虑到实质课税的原则，在信托收益实际分配之后，受益人可以再将已分配所得及已扣缴税额合并计算应纳税额，并允许抵扣在受托人层面已缴纳的税款。如果信托所适用的税率可能和受益人的个人所得税税率有所差别，可能会导致受益人多缴税款的情况，因此，英国税法特别规定了受益人税款返还请求制度。

(2) 资本利得税。在英国，资本利得税是对股权、房屋、土地等资产的增值征收的税种。根据英国资本利得税的相关规定，除一些特别规定（如 Hold-over Relief）外，当委托人在将股权、土地等资产过户至受托方时，一般情况下委托人需要就资产增值部分缴纳资本利得税。当受托人将受托持有的股权、土地等资产处置给第三方时，受托人需要按照规定缴纳资本利得税。



(3) 增值税。在英国，增值税同样适用于从事经营活动的信托计划，而且相关增值税法规、判例也并未给信托计划或受托人更为特殊的待遇。例如，假设某专业信托机构作为受托人管理多个退休金信托。在专业信托机构的管理过程中，其可能需要引入其他投资咨询机构提供信托所需要的投资建议。对于这种情况，英国法院的判决认为受托人就其向其他咨询机构支付的咨询费可以获得进项税额，在满足其他条件的情况下，可以用于抵扣专业信托机构的销项税额。另一方面，就受托人自信托中提取的管理费收入，英国一般也会将其纳入增值税征税范围。

3. 日本信托税收制度介绍

日本在设计信托税收制度的时候充分考虑到了实质课税的原则。值得注意的是，日本信托税收制度的设计思路更偏向于将信托视为一个“导管”。信托业务的纳税义务人往往是受益人。

(1) 所得税。根据日本的所得税制度和法人税制度，如果信托存在确定的受益人，则应当将信托财产的资产和负债视为由受益人拥有，同时应当将归属于信托财产的收益、费用视为由受益人发生。也就是说，信托业务项下，通常由特定受益人作为法人税/所得税纳税人。此外，日本所得税制度和法人税制度对受益人的纳税义务发生时间也有较为明确的规定。一般来说，信托财产中归属于受益人的收益和支出，应当在其发生时并入纳税人当年应纳税所得计算、缴纳所得税和法人税。然而，值得注意的是，对于集合信托（如集合运用信托、证券投资信托等），日本相关税收法规特别允许受益人在实际收到收益时发生纳税义务。

(2) 消费税。日本的消费税制度类似于我国的增值税制度。对于信托业务，日本消费税制度同样遵循了实质课税的原则，主要以受益人或委托人为纳税义务人。具体而言，对于销售、出租、处置信托财产时已经具有明确受益人的情况，应当由受益人按规定缴纳消费税；对于销售、出租、处置信托财产时不能明确受益人的情况，应当由委托人按规定缴纳消费税。但对于集团信托、特定类型的公益信托，因为性质特殊且具有受益人众多、受益人分散的特点，为考虑税收征管的便利性，日本特别规定此时可以由受托人计算、缴纳消费税。

(3) 不动产取得税。在日本，一方面，原则上所有取得不动产者均应当按照规定缴纳不动产取得税。但是，出于对信托实质课税原则的考虑，日本对于信托业务在不动产取得税方面提供了多项税收优惠。根据这些规定，对于信托业务，如果信托当事人仅在形式上取得不动产所有权，则可以免征不动产取得税。但另一方面，如果相



关各方（如受益人）已经实质上取得不动产，则应当按照规定计算缴纳不动产取得税。例如，在“他益信托”的情况下，受益人应当在其实际取得不动产所有权时，按照规定计算缴纳不动产取得税。

4. 中国台湾地区信托税收制度介绍

中国台湾地区的信托税收制度与日本的立法思路比较接近，同样充分考虑了实质课税的原则。信托的纳税义务在很多时候被归属于委托人或受益人。

（1）所得税。与日本的信托所得税制度较为类似，中国台湾地区对信托业务的所得税处理也可以按受益人是否可以确定进行划分。

①存在特定受益人的情况。对于信托财产发生的收入，受托人应当于所得发生年度，按所得的具体类别依《所得税法》的规定，减除成本、必要费用及损耗后，分别计算受益人的各类所得额，由受益人并入当年度所得额，并由受益人依《所得税法》的规定课税。

②受益人不确定的情况。受益人不特定或尚未存在者，应以受托人为纳税义务人。但对于经登记的集合信托、依法经主管机关核准的共同信托基金、证券投资信托基金，或其他经财政部核准的信托基金，其信托利益应当于实际分配时，由受益人并入分配年度的所得额，依本法规定课税。

（2）营业税。中国台湾地区实行的加值型和非加值型营业税制度类似于大陆的营业税、增值税制度。根据中国台湾地区的相关规定，信托计划一般来说不属于营业税纳税主体；但如果受托人在运用信托财产过程中发生营业税纳税行为，则受托人需要按照规定计算、缴纳营业税。

根据中国台湾地区“《加值型和非加值型营业税法》”的规定，以下情况均视为销售货物征收营业税：①营业人以其生产、进口、购买供销售的货物，转供营业人自用；或以其生产、进口、购买的货物，无偿移转他人所有。②营业人解散或废止营业时所剩下的货物，或将货物抵偿债务、分配与股东或出资人。③营业人以自己名义代为购买货物交付与委托人。④营业人委托他人代销货物。五、营业人销售代销货物。

然而考虑到对信托实质课税的原则，中国台湾地区对于信托业务进一步规定，以下情况下发生的信托财产的移转、处分不适用前述关于视同销售的规定：①因信托行为成立，委托人与受托人间。②信托关系存续中受托人变更时，原受托人与新受托人间。③因信托行为不成立、无效、解除、撤销或信托关系终止时，委托人与受托人间。



(3) 契税。在中国台湾地区，原则上所有转让不动产的行为，均应按照规定缴纳契税。但对于信托业务，一般来说，如果信托财产是不动产，那么信托财产在信托关系人之间发生的名义转让，一般均可以免征契税。

5. 其他国家和地区税收制度经验的总结

从上述国家和地区税收制度经验的情况来看，无论是英美法系国家还是大陆法系国家和地区，在建立信托税收制度时，都遵循了以下几项基本原则。

(1) 实质课税原则。税法学界通常认为，“实质课税原则是指对于某种情况不能仅根据其外观和形式确定是否应予课税，而应根据实际情况，尤其应当注意根据其经济目的和经济的实质，判断是否符合课税要素，以求公平、合理、有效地进行课税”。实质课税原则旨在对实际取得的经济收益课税，能更好地实现税法的公平价值。在各国税收制度设计过程中，实质课税原则都是非常重要的一个考虑因素。之所以如此，是因为信托财产制度与传统财产制度存在较大差异，其具有“名义所有权”与“实质所有权”分离、“名义转让”与“实质转让”分离的特点。信托财产制度的这一特点使得实质课税的原则尤为必要。实际上，实质课税原则已经被广为采纳。以所得税为例，日本以及中国台湾地区都规定，信托收益的所得税纳税义务通常归属于信托的受益人。

(2) 消除重复征税原则。从税收制度设计的角度而言，重复征税往往是指对经济上的同一税源进行二次或二次以上征税，一般也称为经济性重复征税。实质课税原则与消除重复征税原则有内在的关联性。但考虑到信托关系下可能出现严重性的重复征税，对消除重复征税原则进行专门阐述仍然有其必要性。如前所述，由于信托制度、信托业务的特点，在信托财产的转移、信托收益的分享过程中，经常存在“形式与实质不一致”的情形。如果按照交易的形式要件进行课税，往往带来严重的重复征税问题。从其他国家和地区的税收制度经验来看，主要国家和地区的信托税收制度都很好地体现了消除重复征税这一原则。以中国台湾地区的不动产信托为例，尽管原则上，不动产所有权的转让属于契税的征税范围，但中国台湾地区也明确规定，因信托行为成立，委托人与受托人间发生的不动产转让行为，不属于契税的征税范围。这一规定很好地体现了消除重复征税原则。

(3) 征管便利原则。如前所述，设计信托税收制度时（特别是确立纳税义务人时）有两种基本的税收理论，即“信托实体理论”和“信托导管理论”。而对于如何在两者间进行取舍，各国往往是基于征管便利的原则进行确定。一般来说，信托实体



理论主张信托财产应当具有独立的法律地位，并可以作为独立的纳税主体存在。在这一理论上，信托计划或者信托财产本身应当是企业所得税、流转税等税种的纳税人；而受益人一般仅需要就所分配的信托收益缴纳所得税，甚至许多情况下受益人的所得税也应当得到全部或部分的豁免。而信托导管理论认为信托仅仅是充当一个流出所得的管道。信托被视为是通过受托人向受益人分配信托利益的管道，委托人、受托人与受益人之间相互转移信托财产、受托人对信托收益的获得，往往不具有实质经济意义，因而在税收上也就不应当将信托财产作为征税对象。

从上述国家和地区的税收制度经验来看，一方面，几乎没有任何一个国家和地区完全采用信托实体理论或信托导管理论。根据相关资料，日本和中国台湾地区在很大程度上采用了“信托导管理论”，通常直接对信托财产的受益人直接课税。但值得注意的是，“信托导管理论”并非在任何情况下都占据绝对地位。另一方面，英国和美国则在很大程度上采用了“信托实体理论”，通常要求对信托财产（受托人）直接课税。但值得注意的是，“信托实体理论”在这里同样并非绝对。实际上，在特定情况下，信托的委托人、受益人也可以直接被认定为信托的纳税义务人。

（三）中国信托税收制度建设的思路

中国信托税收制度的缺失已经影响了信托财产制度发挥其在经济、金融方面的特别作用。在进一步深化经济改革的今天，建立健全中国信托税收制度已经刻不容缓。

1. 建立现代信托税收制度的基本原则

目前来看，只有进一步完善税收制度才能真正有效地规范信托业务，促进信托业务的发展。借鉴其他国家和地区信托税收制度的经验，并结合中国实际情况，中国建立现代信托制度应当遵循以下几个基本原则。

（1）税收公平原则。信托税收制度的建立应充分体现税收公平的原则。如果信托计划的出资方式、投资方向等与证券投资基金基本相同，在制定信托税收制度时，应充分考虑参照目前证券投资基金的税收优惠政策同样适用于信托计划。另外，在目前中国“大资产管理”蓬勃发展的背景下，建立现代税收制度时要求必须遵循“税收公平”原则。实践中，目前中国理财市场包括银行理财产品、券商资产管理计划、保险资产管理计划、基金子公司资产管理计划、契约型私募投资计划等。这些理财业务的法律关系、业务模式和一般信托业务具有非常大的相似性。从保障税收公平的角度，信托业务的税收政策应当同样适用于这些类信托业务。换言之，我们所设计的信托税收制度应当不仅适用于传统的信托业务，也要适用于银行理财等其他类信托业务。只有遵循税收公平原



则的税收制度，才能适应中国信托类资产管理行业的发展要求。

(2) 实质课税原则。在中国建立信托税收制度时，应对对真正的受益人征税的实质课税原则作为其税收制度建立的重要原则之一。实质课税原则有利于保障税负公平，确保不因采用信托方式运作而增加或减少税负，为信托的发展提供税法保障。其他主要国家和地区的信托税收制度都很好地体现了对信托实质课税的这一基本原则。目前，中国现行税收制度可能会导致信托业务的重复征税问题。在信托税收制度中确立实质课税原则，对于准确界定信托课税对象的归属以及避免因应税表象而发生的重复征税具有重大的现实作用和实践意义。

(3) 征管便利原则。如前所述，在设计的具体信托税收制度时，特别是确定信托业务的纳税义务人时，有“信托实体理论”与“信托导管理论”两种理论。从其他国家和地区的经验来看，英美法系的国家和地区更加接近适用信托实体理论；而大陆法系的国家和地区则更多地遵循信托导管理论。

从中国的实际情况来看，信托导管理论目前看来应当更为合适。一方面，信托导管理论与目前各项税收实体法并无实质的冲突，对整个税法体系的影响相对较小。中国只需要对现行税法做小幅度的调整，增加几条关于信托的特别条款，即可以将信托纳入现行税收制度体系中。因此，总体而言，现代信托税收制度应当将信托作为一个导管工具，而以享有实质利益的受益人（可以与委托人为同一人）作为纳税主体。另一方面，信托导管理论在一些情况会增加征管上的难度和成本。对于此类特殊情形，在设计现代信托税收制度时应当特别考虑，并作必要的变通处理。

2. 信托财产所有权与信托税收制度

在传统英美法系的信托财政制度中，信托财产普通法上的所有权（即“名义所有权”）一般由受托人享有，而信托财产衡平法上的所有权（即“实质所有权”）一般是由受益人享有。

而中国的财产法体系与大陆法系较为近似，财产的所有权往往具有单一属性，以“一物一权”为规范基础。现行信托法在某种程度上回避了信托财产所有权问题。这种基础法律规范的缺失，导致在实务中难以准确地分析信托财产所有权的归属和流转情况，也给信托业务的税务处理带来不确定性。

(1) 法律困境：模糊的信托财产所有权制度。中国《信托法》关于信托财产所有权的归属表述前后矛盾，并没有形成一个完整、契合的体系。例如，《信托法》第二条规定：本法所称信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托



人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。其中“委托”一词似乎表明信托财产的所有权并未实际发生转移。而《信托法》第十四条则规定，受托人因承诺信托而取得的财产是信托财产。第十五条进一步规定：信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别；设立信托后，委托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，委托人不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其遗产或者清算财产。这些条款似乎又表明委托人实际上并未保留财产所有权，财产所有权应当归属于受托人。由于《信托法》相关条款的表述存在诸多模糊、冲突之处，学界对于信托财产所有权的归属也观点各异。一些学者认为在信托成立后，受托人即成为信托财产的所有权人。而另一些学者则认为信托成立后，信托财产所有权仍属于委托人。还有一些学者则认为信托财产所有权并不归属于委托人、受托人或受益人，而是处于一种所有权待定的无主财产状态。只有当条件成熟后，才能明确其所有权人。可以看出，实际上，信托财产的所有权究竟归属于委托人、受托人、受益人甚至自为独立法律主体，在《信托法》及其相关规定中均无明确阐述，甚至尚未形成一个为学界所广泛接受的通行观点。在这一背景下，信托业务各个环节中信托财产所有权的变动和归属就显得模糊不清，难以准确评价。

(2) 法律困境对信托业务税务处理的影响。《信托法》对信托财产所有权的回避也在很大程度上影响了信托业务税务处理的确定性。我国现行税收制度建立于传统的民商法所有权理论上，税务处理在一定程度上依赖于清晰的财产所有权制度。例如，在企业所得税方面，《国家税务总局关于确认企业所得税收入若干问题的通知》（国税函〔2008〕875号）指出，“企业销售商品同时满足下列条件的，应确认收入的实现：1. 商品销售合同已经签订，企业已将商品所有权相关的主要风险和报酬转移给购货方；2. 企业对已售出的商品既没有保留通常与所有权相联系的继续管理权，也没有实施有效控制；3. 收入的金额能够可靠地计量；4. 已发生或将发生的销售方的成本能够可靠地核算”。而在增值税方面，《增值税暂行条例实施细则》更是直接规定，销售货物是指有偿转让货物的所有权。在其他税种中，财产所有权的变动与归属也都对确定纳税义务人、计税基础、纳税义务发生时间等税收因素有至关重要的影响。由于现行税收制度对传统所有权体系的依赖，信托财产所有权的模糊不清将直接影响纳税义务人、计税基础、纳税义务发生时间等税收关键因素的确定。这也最终导致目前信托业务在许多情况下都难以有清晰的税务处理。

(3) 困境与出路：多种可能性。大陆法系国家和地区在引入信托财产制度时往



往经过修正以后予以接受的。例如，日本以及中国台湾地区基本上按照“物权—债权”模式构造本地化的信托财产权体系。在这种“物权—债权”模式下，受托人取得所有权，而受益人仅具有享受信托利益之权；使得受益权具有债权化倾向。此外，也有部分国家和地区实际上将信托财产定性为无主财产或将信托财产人格化为民事主体；而另一些国家和地区则以受托人或受益人为信托财产的所有权人。目前大陆法系国家和地区在接受、发展传统英美法系的信托财产制度方面已经积累了充分的经验。一方面，中国可以在借鉴先进立法经验的基础上进一步完善信托财产所有权制度。但另一方面，必须承认任何本地化的信托财产所有权制度仍然会受到信托本质的限制，信托业务“权属（权能）分离”的特点将长期存在。换言之，在坚守“一物一权”的前提下，信托业务运行中仍然可能会存在法律所有权（名义所有权）和经济所有权（实质所有权）并存、形式移转与实质移转并存的局面。但值得注意的是，中国现行税收法规实际上并未确立“实质课税”作为税收执法的基本原则。“实质课税”原则实际上更多地表现在各种税收法规、规范性文件的“立法过程”之中。因此，希望在税法执法（包括事实认定）中全面认可“实质课税”原则也并不现实。对于具有“权属（权能）分离”特点的信托业务，业界迫切需要一个相对独立的、符合实质课税原则的特别税收制度。信托税收制度应当与中国未来的信托财产所有权制度相呼应。由于完善中国信托财产所有权制度实际上存在多种不同的路径，而且不同信托合同的具体安排也会体现不同的“经济实质”。从这个角度来看，中国信托税收制度也相应存在着多种可能性。因此，后文中关于信托业务税务处理的说明旨在以举例的方式说明一种符合“实质课税”原则的信托税收制度，而不应被视为基于现行信托法和税收法规对中国未来信托税收制度所提出的建议或意见，其中对自益信托和他益信托的区分处理也不足以成为信托税收制度的全部基础。

3. 所得税制度的构建

（1）信托计划与纳税人。在确定信托收益的所得税纳税人时可以考虑以下基本规则：①信托计划本身并非信托收益的纳税义务人；②在信托受益人可以确定的情况，以受益人为信托收益的纳税义务人；③在信托受益人暂不确定的情况，可以委托人为信托收益的纳税义务人；当然，在特殊情况下也可以受托人为信托收益的纳税义务人。

（2）纳税义务发生时间。根据现行企业所得税法及其相关规定，除另有规定外，企业销售收入的确认，必须遵循权责发生制原则和实质重于形式原则。而个人所得税



则一般以支付所得的单位或者个人为扣缴义务人，扣缴义务人在向个人支付应税款项时应当依照税法规定代扣税款。就信托业务而言，在确定委托人、受托人、受益人的纳税义务时间时也应遵循这些基本原则。基于上述考虑，结合中国信托业发展的现实情况，我们在表 2 中简要梳理信托业务中各纳税人的所得税纳税义务发生时间。

表 2 信托业务中各纳税人的所得税纳税义务发生时间

所得税	纳税义务发生时间
委托人	在信托设立环节，如果委托人已经实质转让了信托资产，则其应就信托资产的转让确认应纳税所得或损失（该项应纳税所得不属于信托收益，其纳税义务人为委托人），但为促进信托业务发展，可以考虑允许委托人在信托终止之前暂缓纳税；上述纳税义务发生时间应不适用于自益信托的委托人
受托人	在信托业务中，受托人所收取的各项信托业务收入（指归属于受托人的收入，不包括归属于信托财产的信托收益）应按企业所得税法的一般性规定确定纳税义务发生时间
受益人	在信托存续环节，受益人应在收入发生时点即确认应纳税收入；对于符合一定条件的受益人（如自然人），可以考虑允许在其实际收到信托收益时再确认应纳税所得；在信托终止环节，他益信托的受益人应在取得信托财产时确认应纳税所得

（3）税务处理概述。结合相关税收基本原则及中国信托业发展的现实情况，我们在表 3 中简要梳理了信托业务各个环节中所得税的税务处理。

表 3 信托业务各环节中所得税的税务处理

信托运行阶段	分析及税务处理
信托成立环节	对于信托设立环节的所得税制度，可以考虑区分自益信托与他益信托分别进行规定： ①如果所设立信托为自益信托，则该等信托设立行为并不涉及财产的实质转让，委托人不应因设立信托的财产转移而确认应纳税所得 ②如果所设立信托为他益信托，则该等信托设立行为实际上已经导致委托人将信托财产的经济所有权（或部分经济权益）转移给受益人，但是，如果委托人仍然保留对信托财产的实际控制权时，也可考虑允许委托人不确认应纳税所得，而如果委托人对信托财产不保留实际控制，则其应当就信托财产的公允价值与原计税基础之间的差额确认应纳税所得或亏损，当然，从促进信托行业发展的角度，可考虑允许委托人在信托终止前（或一定期限内）暂缓缴纳所得税 此外，在信托设立环节，受益人就其无偿取得的信托财产的经济所有权（或部分经济权益）应当缴纳所得税，但由于受托人此时并未实际控制信托财产也没有现金流入，缺少纳税必要资金，从促进信托行业发展的角度，可考虑允许受益人在信托终止前（或一定期限内）暂缓缴纳所得税



续表

信托运行阶段	分析及税务处理
信托存续环节： 纳税义务人	在信托存续环节，受益人应为信托收益的纳税义务人，但当受益人主动履行申报义务存在困难的（如受益人是自然人或境外实体），可以考虑由受托人代扣代缴所得税
信托存续环节：纳税 义务发生时间	在建立信托所得税制度时，需要对受益人的所得税纳税义务发生时间重点考虑： ①按照信托导管理论，可以考虑要求受益人在信托计划发生各类收入时即确认应纳税收入；如果允许委托人在实际收到收益分配时才发生纳税义务，则纳税义务发生时间有被任意递延的风险，例如，A 投资者可以直接投资一个项目，也可以选择通过成立某信托间接投资该项目；假设该项目的投资当年实现盈利，则在直接投资的情况下，投资者 A 需要在当年申报并缴纳企业所得税，而如果投资者 A 通过成立信托进行投资且尚未实际获得收益分配的情况下，则其当年无须就此确认应纳税所得 ②在一些特殊情况下，允许受益人在其实际取得信托收益时确认应纳税所得仍有必要。例如，有些信托的受益人（许多为个人）众多且经常变动，严格要求受益人所得发生时纳税在操作上难度较大，而且也缺少纳税必要资金
信托存续环节：所得 性质的上传	信托的主要收益类型包括股息、红利、利息和财产转让所得等。从税收公平和税收中性的原则出发，可以考虑允许在受益人层面仍然保留信托收益中股息、利息和财产转让所得的原始性质，从而按照现行税法的规定征确定免税
信托终止环节	实践中，信托终止主要有以下几类原因：①信托期间届满；②信托期间未届满前被撤销；③信托自始不成立 在信托计划即将终止时，可以考虑要求信托计划按照相关税收规定进行终止前汇算，以求准确地核算各类所得的金额和性质，确定信托计划最终归属于受益人的应纳税所得或亏损，信托终止环节可以考虑分两种情况处理： ①对于自益信托，信托财产的归还并不是信托财产权益的实质转让，因此不发生所得税纳税义务 ②对于他益信托，受益人应就其所取得的信托财产确认应纳税所得额，按照规定计算并缴纳所得税，之所以允许受益人在信托终止环节（而非信托设立环节或信托存续环节）纳税，主要是考虑到纳税必要资金的要求 此外，如果委托人与受益人之间直接捐赠资产（如父母对子女的捐赠）免征所得税，则基于税收中性的原则，信托计划的受益人对其最终取得的资产应可以适用类似的税收优惠

4. 流转税（营业税、增值税）制度的构建

（1）信托计划与纳税人。在流转税方面，我国税收政策同样需要梳理其中的冲突和不足。目前我国正处于营业税改征增值税的过程中，因此下列内容的前提是假设信托业务已纳入增值税征税范围且适用一般性征税方法。如果信托业务最终并未纳入增值税征税范围或者仅仅适用增值税简易征税方法，降低重复征税将更多地依赖具体



税收优惠政策。

一方面，根据现行法规的规定，如果委托人、受托人、受益人从事流转税应税活动，他们应以各自的名义按规定申报、缴纳流转税。但另一方面从信托财产制度的法理来看，信托财产应当与委托人财产、受托人财产、受益人财产严格区分。从这个角度，似乎每个信托计划都可以考虑独立作为一个流转税纳税主体。

然而，从信托公司的业务现状来看，每个信托公司几乎都有数百个正在进行的信托计划，有的甚至同时开展上千个信托计划。在这种情况下，将单一信托计划视为独立的流转税纳税人会给信托公司带来极大的税收遵从成本，也会在很大程度上浪费税务机关的征管资源。为避免这些问题，可以采取以下两个处理方法。

方法一：通过修订相关条例，直接以受托人作为信托经营活动的纳税主体。实际上，尽管我国目前对于信托计划的流转税纳税人并没有明确规定。但值得注意的是，《关于证券投资基金税收问题的通知》（财税字〔1998〕55号）和《关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》（财税〔2002〕128号）都曾规定，基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入，暂免征收营业税。从其中“暂免营业税”的措辞可以看出，以信托公司为信托计划流转税纳税主体的思路早已有所体现。

方法二：如果立法机构认为信托财产独立性在税收层面仍然需要特别保障，那么在流转税管理中引入“合并纳税”制度似乎更为合适。换言之，可以考虑在流转税法律体系认可信托计划具有独立的纳税人身份，但同时，相关税收法规也可允许信托公司和/或其具有实际控制力的各信托计划组成“合并纳税主体”，信托公司将代表“合并纳税主体”履行流转税纳税义务。

（2）纳税义务发生时间。一方面，对于流转税纳税义务发生时间，增值税与营业税的基本原则比较近似。简要而言，流转税纳税人通常应当在其发生应纳税业务且收讫销售款项或者取得索取销售款项凭据的当天发生纳税义务。但另一方面，流转税（尤其是涉及增值税一般纳税人时）链条的完整性也需要在设计纳税义务发生时间时予以特别考虑。结合相关税收基本原则及我国信托业发展的现实情况，我们在表4中简要梳理了信托业务中各纳税人的流转税纳税义务发生时间。

表 4 信托业务中各纳税人的流程税纳税义务发生时间

流转税	纳税义务发生时间
委托人	在信托存续环节，当受托人按规定处置信托财产并因此发生销项税额时，可以考虑假设委托人与受托人之间也同时发生了相同的经济业务；委托人也需在同期按照相关规定核算销项税额



续表

流转税	纳税义务发生时间
受托人	在信托存续环节，当受托人按规定处置信托财产时，可以考虑要求受托人按流转税的一般规定核算销项税额； 在信托终止环节，受托人在信托结束阶段向受益人返还信托财产时（除向委托人原状返还信托财产之外），可以考虑要求受托人按流转税的一般规定核算销项税额
受益人	不涉及

（3）流转税税务处理。在流转税税务处理上，实质课税仍然是最根本、最核心的原则；但需要特别注意以下两个方面。①明确信托业务中名义所有权的转让不属于增值税和营业税的征税范围。只有当信托业务中发生实质性的所有权转让，才能发生营业税和增值税义务；②梳理信托业务的增值税链条，确保增值税链条在中间环节不发生中断，造成不公平的税收负担。因此，理论上可以考虑以下流转税税务处理的方案。

表 5 流转税税务处理方案

信托运行阶段	分析及税务处理
信托成立环节	在信托设立环节，信托财产在委托人与受托人之间仅仅发生了名义转让，因此可以考虑明确该等转让不属于增值税征税范围
信托存续环节	在信托存续环节，如果受托人在管理、处分信托财产时发生增值税应税活动，则受托人需要按照规定核算销项税额，如果受托人处分的财产是委托人设立信托时财产，为保证信托业务增值税链条的完整性，可以考虑允许受托人自委托人处取得相应的进项税额，例如，在受托人在处置某项信托财产时（假设信托财产为某类应税货物），受托人应当按照规定核算增值税销项税额并按规定向货物买方开具增值税（专用）发票，在上述交易发生时，委托人应当同时向受托人开具的增值税专用发票，以确保受托人可以获得足额的可抵扣进项税额
信托终止环节	对于自益信托，当受托人向委托人归还原信托财产时，实际上信托财产未发生任何实质转让，因此可以考虑不征收增值税，如果受托人向委托人返还的并非原信托财产，此时信托财产已经发生实质转让，可以考虑要求受托人按照规定计算销项税额；对于他益信托，当受托人向受益人归还信托财产时，实际上信托财产已经发生实质转让，因此受托人需要按规定计算销项税额

5. 财产行为税（契税、印花税、房产税）制度的构建

（1）信托计划与纳税人。财产行为税与名义所有权的转移更加相关，从征管便利的角度，可以考虑按照名义所有权的归属确定契税、印花税、房产税等项目的纳税人。其中重复征税问题则可以通过提供税收优惠的方式进行处理。

（2）纳税义务发生时间。如前所述，财产行为税的发生次数较为有限，且与财产的名义所有权更加直接相关。从征管便利的角度，原则上似乎不必就信托业务对其



纳税义务发生时间作特别规定。当然，为进一步促进我国信托业的发展，充分发挥其社会资源配置中的积极作用，在特定情况下也可以考虑允许在特定情况下暂缓征收税款。结合相关税收基本原则及我国信托业发展的现实情况，我们在表 6 中简要梳理了信托业务中各纳税人的财产行为税纳税义务发生时间。

表 6 信托业务中各纳税人的财产行为纳税义务发生时间

财产行为税	纳税义务发生时间
委托人	在信托设立环节，如果信托合同旨在实质转让信托资产，则委托人应当在签署合同时发生印花税纳税义务
受托人	受托人在管理信托财产时，应当一般规定确定其纳税义务发生时间
受益人	在信托设立环节，如果信托合同旨在实质转让信托资产，则受益人应当在签署合同时发生印花税纳税义务，但从促进信托业务发展的角度，可以考虑允许受益人在信托计划结束前暂缓缴纳印花税；受益人在信托结束时取回信托财产（如不动产）的，应当按财产行为税（如契税）的一般性规定确定其纳税义务发生时间

（3）财产行为税税务处理。为降低信托业务在财产行为税方面的重复征税问题，可以考虑引入一系列的特别税收优惠政策，如表 7 所示。

表 7 特别税收优惠政策

信托运行阶段	分析及税务处理
信托成立环节	契稅：无论对于自益信托还是他益信托，委托人在将信托财产转让给受托人时，受托人都只是在名义上取得信托财产所有权，因此，可以考虑明确受托人取得信托财产不属于契稅征税范围 印花稅：自益信托合同并不实质转让信托财产，宜免征印花稅；对于他益信托，如果委托人已经实质转让了信托财产，可以考虑对委托人征收印花稅；但受托人只是在名义上取得信托财产所有权，可以考虑对其免征印花稅；受益人在信托设立阶段尚未真正取得信托财产的处置权，因此也可以考虑对其暂缓征收印花稅
信托存续环节	契稅：在信托存续环节，如受托人利用信托资金购进不动产，则其需要申报、缴纳契稅，但该等契稅支出应由信托财产负担 印花稅：在经营管理信托财产（如买卖股票）过程中发生的印花稅的纳税义务，也可由受托人申报、缴纳印花稅，该等印花稅支出应当由信托财产负担 房產稅：受托人经营管理房地产期间，需要按照规定申报、缴纳房產稅，但该等房產稅支出应当由信托财产实际负担
信托终止环节	契稅：在信托终止环节，自益信托的信托财产未发生实质转让，因此对受益人宜免征契稅；而在他益信托下，则可以考虑由受益人按照规定缴纳契稅 印花稅：自益信托合同并不涉及信托财产的实质转让，应当免征印花稅为宜；而在他益信托下，如果受益人在信托结束实际上取得相关信托财产，应当按规定对受益人征收印花稅；由于委托人已经在信托设立环节缴纳了印花稅，因此在信托终止环节应当相应地免征印花稅为宜



（四）结论

尽管信托业务已经发展多年，但我国信托税收制度迄今未明确类似信托“一物两权”特殊状态下的税务处理，也未明确“名义转让”不征税或免税的待遇。实际上，信托业务的税务处理目前仍然处于相当不确定的状态。在税务实务中，基层税务机关出于执法风险的考虑，往往是直接依据现行税法的规定，不区分“名义转让”和“实质转让”，对名义转让行为也一律课税，结果导致重复征税问题突出。如前所述，在信托设立环节、信托存续环节、信托终止环节可能会涉及所得税、营业税、增值税、契税、印花税等多个税种。

实际上，一方面，业界普遍认为，我国不动产信托、股权信托、公益信托等多种信托活动难以发展的一个重要原因，正是缺少符合信托财产制度特点的税收规范。但另一方面，在我国现行法律体系（含税收法律体系）之外建立信托税制显然是不现实的。较为适宜的做法是在完善现行信托法律制度（尤其是信托财产所有权制度）的基础上，基于现行税收法规的框架依照“实质课税”确定适当的信托税收制度。

总体而言，信托税收制度应当与我国未来的信托财产所有权制度相呼应。完善我国信托财产所有权制度实际上存在多种不同的路径，而且不同信托合同的具体安排也会体现不同的“经济实质”。从这个角度来看，尽管基本的税收原则（如实质课税原则、消除重复征税原则）具有普遍适用性，但我国信托税收制度也相应存在着相当多的可能性和变数。