

信托周刊

(资产管理专刊)

第 129 期 (总第 139 期)

2013 年 12 月 31 日

国家工商行政管理总局第 8005966 号注册商标



出品人：信泽金商学院

目录

❖会员动态	4
❖金融内参	6
首例原农村集体工业用地成功“挂牌”出让	6
房地产信托纠纷“第一案”：终审驳回上诉维持原判	6
民政部发布养老服务业标准建设规划并将建立标准体系	7
基金公司子公司或纳入信托监管框架，未来何去何从？	7
两融债权 ABS 或已被暂停，债权转让逻辑存瑕疵成疑？	7
如何评判“棚户区改造”的商机与风险？	8
移动互联网时代的资产管理业务如何“杀出血路”？	8
“10 万亿”的信托业在 2013 年遭遇“成长的烦恼”	12
国务院等有关部门将适时启动修改农村土地承包法	13
兴业银行行长李仁杰谈银行同业业务的“秘诀”	14
大资管时代证券资管公司开展公募基金业务有何机遇与挑战？	16
银行理财产品获准设证券账户，对非银机构的“冲击”几何？	17
银监会欲实施信托公司的“差异化牌照”制度	19
信托“抢食”农用地蛋糕，为“名”还是为“利”？	19
天津市政府正式修改《商业保理业试点管理办法》	22
中国直销银行下一步如何发展？	22
污水处理产业有望迎来飞跃式发展，如何与金融资本合作？	24
未来一批小贷法人真会“人头落地”吗？	25
❖资管业务	27
中信信托——安徽宿州农村土地承包经营权信托案例详解	27
土地增值税清算如何恰当选择“时机”？	32
商业银行对融资租赁企业的授信审批要点	34
杠杆收购融资如何操作？	35
❖资管风控	37
基于 26 个信托风险事件的信托项目风险成因与处置方法研究	37
银行如何识别和防范保理融资风险？	42
资管从业者如何分析客户的还款意愿？	43
❖资管研究	44
我国农村土地承包经营权抵押规则研究	44
解读国家税务总局 2013 第 72 号公告的“跨境重组”新政	47
保理与应收账款质押在法律上的联系和区别	50
上市公司的市值管理方法与业务探讨	51
❖图解金融	56
银行与信托公司合作的信托受益权“卖出回购”模式	56
把信托受益权转化为标准债权的银行理财资金对接开放式证券化资产包模式	56

❖ 资管悦读	57
金融小说《同业鸦片》精编版的 6 段精彩情节	57
业务招待费的财税“良方”——金融信托从业者“怎么吃最合理”？	60
投行女亲述：梦想很光鲜，现实很苦逼！	62
可靠性是比能力更重要的品质	63
什么叫工作到位？	64
有趣的思维模式	64
❖ 会员天地	67
《信托周刊》的“姊妹刊”——《用益财富内参》正式推出！	67
信泽金-资产管理培训会员制度（升级至 9 类卡种）	68



“巨无霸”的银行挥师资产管理业务，“轻骑兵”的非银行金融机构如何围绕银行开展金融创新？在新的金融同业合作时代，让我们及时顺势转型！

银行理财“资管化”背景下的金融同业合作业务创新培训

信泽金商学院 2014 年 01 月 18-19 日 上海

信泽金将邀请银行投行、券商资管、信托、保险资管等领域的实务一线专家莅临主讲，并组织泛资产管理行业的各领域参会嘉宾进行“面对面”交流，从而为大家搭建一个专业、平等、开放的高端交流合作平台。

预约电话：010-64333722

❖ 会员动态

❧ 为促进金融资管行业的信息交流,我们将定期从信泽金 100 多家会员单位中筛选部分会员的近期动态信息,在《信托周刊》的“会员动态”栏目中予以呈现,愿为广大读者朋友们提供一个金融资管行业的信息交流平台!

❖ 渤海信托

2013年12月25日,亿城股份发布公告称:拟以不低于3.06元/股价格,向包括其控股股东海航资本控股有限公司在内的不超过十名特定投资者非公开发行不超过10亿股,募资30.6亿元,用于向渤海信托进行增资和补充流动资金。根据预案,亿城股份将用所募资金中的27.59亿元向渤海国际信托有限公司增资;并拟对渤海信托增加注册资本7.75亿元。增资完成后,亿城股份于渤海信托的持股比例为27.93%。

❖ 银河证券

证监会近日对银河证券申请设立淮北矿业铁路专用线运输服务费收益权专项资产管理计划进行了批复,核准了银河证券设立淮北矿业铁路专用线运输服务费收益权专项资产管理计划,并发售优先级资产支持证券和次级资产支持证券的申请。该项目计划存续期为5年。计划优先级资产支持证券的面值总计不得超过20亿元。优先级资产支持证券全部面向机构投资者销售。次级资产支持证券须全部售予原始权益人淮北矿业股份有限公司。

❖ 民生银行

中网近日与中国民生银行信用卡中心达成合作,联手推出“民生-中网新e贷”服务,将为完成中网“可信网站”验证发放专属的白金信用卡,可以为符合条件的企业提供最高50万元低息贷款扶持。有相关专家分析认为表示,“民生-中网新e贷”服务的推出,不仅成为“可信网站”验证管理机构中网试水互联网金融的发端,还提升了中网“可信网站”验证的含金量,让可信网站验证成为银行资金授信的重要参考。

❖ 紫金信托

2013年11月15日,在南京市儿童医院成立60周年之际,紫金信托有限责任公司与南京市儿童医院“医学发展医疗救助基金会”的合作正式启动。为持续推进儿童关爱事业,帮助大病患者康复,紫金信托拟成立紫金·厚德3号公益信托计划,募集信托资金向南京儿童医院医学发展医疗救助基金会推荐的符合受助条件大病儿童进行捐赠,为更多的困难患儿家庭伸出援助之手。

❖ 包商银行

2013年11月30日,由中国中小商业企业协会主办,中国商业联合会、中国信息协会大力支持,包商银行、齐商银行协办的“第八届中国企业家年会暨小企业产品展示交易会”在北京国家会议中心拉开序幕。包商银行荣获2013年度全国支持中小企业发展十佳商业银行奖。

❖ 北京信托

2013年12月21日,文化地标投资发出公告称,该公司与上海市松江区余山镇人民政府,以及北京国际信托订立三方框架协议。余山镇人民政府向该公司及北京国际信托授出独家权利,以发展多个项目,包括房地产及综合旅游及养老项目。同时北京国际信托已承诺,会积极促成30亿元资金及时并足额到位。

❖ 兴业银行

2013年12月21日,兴业银行成功落地套保动产融资放款。所谓“套保动产质押融资业务”是大宗商品生产商或贸易商以其合法持有的动产质押于兴业银行,并在兴业银行指定的期货公司建立与质押的动产对应的卖出套保头寸后,由该行提供短期融资的业务。兴业银行将期货头寸和保证金嵌入客户融资体系,实现“期货头寸”和“现货头寸”的有机结合,并将“期货权益”和“现货价值”总体纳入银行内部风控体系,质押率可高达90%。

❖ 恒丰银行

2013年12月,恒丰银行完成高层人事变动。烟台市委常委、副市长蔡国华接替姜喜运出任恒丰银行董事长之职。恒丰银行虽然地处山东烟台,但是却发展迅速。截至2012年年末,恒丰银行资产总额6179.5亿元,实现净利润58.2亿元,较上年分别增长41.31%和40.31%。

❖ 金谷信托

2013年10月11日,中国金谷国际信托有限责任公司与北京城建集团公司签署战略合作协议。中国金谷与北京城建这样实力雄厚的大型国企合作,希望通过双方共同努力,建立联系机制,尽快进行业务对接,实现共赢的目标。

❖ 广饶县融信民间资本管理股份有限公司

广饶县融信民间资本管理股份有限公司获得市金融办成立批复。公司作为一种新型金融机构,在进一步引导和规范民间资本有序投放,缓解“三农”和小企业融资难题,促进民间资本运作服务市场健康发展,维护经济金融安全和社会稳定等方面具有积极作用。

❖ 四川信托

2013年12月25日,宏达股份晚间公告称,董事会审议通过了《四川宏达股份有限公司关于对参股公司增资暨关联交易的议案》。四川信托有限公司拟将注册资本从13.00亿元增加到20.00亿元,公司拟以自有资金与关联方四川宏达(集团)有限公司参与四川信托增资,公司对

四川信托的增资金额不超过人民币14000万元。增资完成后,公司持有四川信托股权不超过20%。

❖ 上海元亨祥股权投资基金管理有限公司

2013年11月22日上午,在上海展览中心由“第十一届上海理财博览会”及《理财周刊》联合主办的“财富管理与另类投资高峰论坛暨2013中国另类投资评选颁奖典礼”中。元亨祥基金经“第十一届上海理财博览会”及《理财周刊》联合评选,荣膺“年度卓越股权投资基金”奖项。

❖ 交银信托

2013年11月8日,交银国际信托有限公司公告:根据本公司2012年股东会第四次会议决议,经中国银行业监督管理委员会湖北监管局鄂银监复[2013]351号文批复同意,交银国际信托有限公司注册资本由人民币3,176,470,588.23元增加至人民币3,764,705,882.35元,股东出资比例不变,并对本公司章程相关条款作相应修改,上述事项已于2013年11月4日在湖北省工商行政管理局办理了变更登记手续。

❖ 方正东亚信托

2013年11月15日,方正东亚信托有限责任公司第二届董事会第一次会议、第二届监事会第一次会议顺利召开。会议分别选举产生了第二届董事会董事长、第二届监事会监事长,并对第二届董事会各专门委员会的组成人员等其他事宜进行了审议和表决。

❖ 方正证券

2013年12月25日,方正证券公告,其重大资产重组还将延期复牌,但公告亦透露出一条重要信息,原定的吸收合并方式将有可能改为控股合并,即向民族证券股东非公开发行股份的方式购买民族证券100%的股权,交易完成后民族证券成为方正证券全资子公司,民族证券股东成为方正证券股东。随后一天,东方集团公告,将召开股东会审议终止对民族证券增资扩股的议案。方正证券此番重组事件或将迎来曙光。随着方正证券重组进程的稳步推进,可以看出券商整合势在必行。

❖ 太平资产管理

2014年BrandZ™最具价值中国品牌100强调查于12月3日公布调查结果。今年首度将本项调查由50强品牌扩展为100强。中国太平首次进入排名榜,名列第88位。品牌价值2.02亿美元。

❖ 佳兆业集团

2013年9月12日,佳兆业集团再次入围由国务院发展研究中心企业研究所等权威机构发布的“2013中国房地产公司品牌价值TOP10”,并成为全国唯一荣膺“2013中国房地产专业领先品牌价值TOP10——城市更新领域”的企业。9月17日,由中国房地产业协会等机构揭晓的“2013年房地产品牌价值测评成果”中,佳兆业排名稳居前列,品牌

价值从去年的106.4亿元增长至111.03亿元,并获得“2013中国房地产企业最佳雇主品牌30强”的殊荣。

❖ 华宝信托

2013年11月,华宝信托的受托境外理财业务(“QDII业务”)获得渣打银行(中国)有限公司颁发的“运营资金管理奖”。华宝信托自2012年4月获得受托境外理财业务资格,同年8月获得投资付汇额度并正式开展QDII业务以来,已经累计发行14只QDII产品,在渣打银行(中国)有限公司的累计托管QDII资产规模超过10亿元人民币。

❖ 国海证券

2013年11月22日,由《新财富》杂志社、证券时报社联合主办的“第十一届新财富最佳分析师”颁奖盛典在深圳隆重举行,国海证券研究所荣获新财富“最具潜力研究机构”奖。

❖ 外贸信托

2013年12月12日,由《证券时报》主办的“科技引领未来——2013年中国互联网金融创新发展论坛”在深圳落下帷幕。论坛揭晓了第十四届金融机构IT创新评选获奖名单,共颁发了4个综合奖和19个单项奖,其中外贸信托“五行财富”微信平台获评为“2013年度信托业互联网创新优秀案例”。作为信托行业内第一家兼具公共账号和服务账号的官方微信平台,“五行财富”的获奖标志着投资者对信托产品互联网营销模式的认可,也预示着对信托业来说,互联网金融创新未来有更大的发展空间。

❖ 鹰潭农商行

截至9月底,鹰潭农商银行各项存款余额突破100亿元大关,达到101亿元,这在鹰潭各金融机构中尚属首次。另外,贷款余额71亿元,存、贷款总量均稳居鹰潭各金融机构首位,为支持当地“三农”和经济发展打下了坚实基础。

❖ 广发证券

2013年11月28日,广发证券旗下专为零售客户打造的线上综合服务平台“易淘金”网站正式亮相,这是广发证券全自主开发的电商平台,是券商基于网络平台的新型服务模式。

❖ 陆家嘴信托

陆家嘴集团旗下陆家嘴金融发展有限公司与陆家嘴信托正联合发起一家财富管理机构,名为陆家嘴财富管理(上海)有限公司,陆家嘴集团方面希望这家公司未来三年能达到1000亿元财富管理规模。

❖ 中投保

2013年11月7日,经国家工商行政管理总局核准,中国投资担保有限公司正式更名为中国投融资担保有限公司。

❖ 由于版面有限,每期《信托周刊》的“会员动态”栏目仅能展示信泽金部分会员动态信息,敬请谅解,单位排名不分先后。

❖金融内参

首例原农村集体工业用地成功“挂牌”出让

作者：李妍楠 黄蒂娟 古美仪

12月20日下午，深圳市方格精密器件有限公司以底价1.16亿元竞得深圳首宗挂牌出让的集体工业用地。据了解，方格精密器件公司是唯一一家竞买人，房地产企业集体缺席该幅土地的拍卖。而这幅在土地制度层面具有标志性意义的地块出让前，业内曾有不少人士担忧，该地块流拍的概率较高。

对于房企为何缺席，土地交易中心表示，因为该幅土地出让是全国首创，企业或持观望态度较多。目前这种土地流转主要是为促进社区发展转型，所以都是用作产业发展，不会用作商业或住宅。

方格精密器件公司表示，该幅地块距离其公司较近，自该幅土地挂牌就有意向。此次虽以底价竞得，但觉得价格比预想中高。

作为深圳原农村集体工业用地入市流通的首个试点，自正式挂牌入市以来备受市场关注。有分析人士指出，该宗农地的标志性意义在于，一旦更多的农村集体土地放开入市，并允许“土地转性”，将缓解深圳土地市场的供给压力，降低开发商拿地的成本，从而缓解房价上涨压力。

据土地出让规定，申请挂牌后的土地将有两种收益分配方式供选择，第一种方式是所得收益50%纳入市国土基金，50%归原农村集体经济组织继受单位；第二种方式是所得收益70%纳入市国土基金，30%归原农村集体经济组织继受单位，并可持有不超过总建筑面积20%的物业用于产业配套。

土地原所有者凤凰社区选择与政府以3:7分享土地出让收益模式。成交后凤凰社区还将继续持有总建筑面积约20%的物业专用于产业配套。该地块70%的成交价款作为政府收益，由竞得人支付至市国土基金账户，30%的成交价款作为凤凰社区收益，由竞得人先支付至交易中心账户监管，待本次出让宗地签订出让合同手续完善后划转至凤凰股份公司账户。

资料显示，该地块位于深圳市宝安区福永街道凤凰社区综合市场旁边，占地面积为1.45万平方米，总建筑面积为6.99万平方米。土地性质为工业用地（新型产业用地），准入产业类别为新一代信息技术通信终端设备制造业。

(大智慧阿思达克通讯社)

房地产信托纠纷“第一案”：终审驳回上诉维持原判

安信纯高之房地产信托案的二审（终审）判决结果：驳回上诉，维持原判。

判决时间：2013年12月6日

审判长：史伟东

二审判决书的关键点：

一、本案信托合同经过备案登记，不违反法律禁止性规定，系信托公司与融资方的真实意思表示，应属有效。

二、双方信托合同签订在先，《信托贷款合同》订立在后，且双方均认可《信托贷款合同》所涉的贷款本金2.15亿元与信托合同所涉的优先受益权本金系同一笔资金……所谓的贷款资金其实来源于信托募集资金。且从两份合同先后订立的时间及具体的约定内容不难看出《信托贷款合同》依附于信托合同而产生。故本院认可原审法院对本案纠纷性质的认定，本案应定为营业信托纠纷。本案双方当事人针对一份款项签订两份合同，其本质是以贷款合同为形式，来保障信托公司对信托财产的控制权，实际上信托公司对所谓的贷款本身并不享有权利。原审法院结合房地产交易中心办理抵押登记的局限性及双方当事人通过签订《信托贷款合同》以达成办理抵押登记的合意，从而认定《信托贷款合同》仅为表面形式，其实质在于实现信托合同中所约定的抵押登记，本院予以支持。

三、信托公司主张将本案定性为信托贷款合同纠纷，本院不予采信。本案既认定为营业信托纠纷……应以信托合同为准……而《信托贷款合同》仅为表面形式。

四、融资方未按约定的付款时间向信托专户足额支付最低现金余额，违反了信托合同的约定，存在违约行为，理应归还本金及承担违约责任。

五、融资方计算的罚息系基于信托公司已于2012年9月24日实施刚性兑付……本院认为，信托公司是否或何时对案外投资人实施刚性兑付，并不能成为融资方作为其不履行最低现金余额补足义务和减免罚息的抗辩理由。

六、融资方的关联人与信托公司签订的《抵押合同》……抵押物确为《信托贷款合同》而设立，并被办理了相应的抵押登记手续……原审支持信托公司主张该部分抵押权并无不当，应予维持。

民政部发布养老服务业标准化建设规划并将建立标准体系

民政部近日发布《养老服务业标准化建设规划（2013-2017 年）》，计划用 5 年间基本建立覆盖全面、重点突出、结构合理的养老服务业标准体系。

当前，我国社会正处于快速老龄化时期。2012 年底，我国老年人已达 1.94 亿，2020 年将达到 2.43 亿，2025 年将突破 3 亿。人口老龄化速度快，高龄化、失能化和空巢化特点突出，人民群众对养老服务的需求迫切。

《建设规划》的目标是，明确养老服务业标准在国家服务业标准体系中的定位和范围。

经过 5 年的努力，基本建立覆盖全面、重点突出、结构合理的养老服务业标准体系；形成养老服务业标准化建设工作机制；制定推进养老服务业标准化建设的目标、任务和实施步骤并有效推进；初步形成规范运转的养老服务业标准化建设的工作格局；标准研制、实施和监管整体水平实现跨越式提升；标准化试点示范项目和专业人才队伍建设等工作有力开展。通过提高养老服务业标准化建设水平，有效促进养老服务和管理水平持续提升，为养老服务业科学发展和社会养老服务体系建设提供技术支撑。

（人民日报）



基金公司子公司或纳入信托监管框架，未来何去何从？

作者：江浙

从一家大型基金公司子公司获悉，监管部门正在组织信托立法后评估课题研究，为信托法修改做准备。信托法修改后，基金公司子公司作为类信托平台，很可能与信托公司纳入同一监管框架，一些基金公司子公司因“监管套利”而快速发展的业务可能被迫瘦身。

目前基金公司子公司“监管套利”主要集中在资金池、房地产、政信类信托产品领域。一些信托业明令禁止的产品通过基金公司子公司创设和发售。目前仅有 7 家基金公司子公司的注册资本超过 1 亿元，半数子公司的注册资本仅 2000 万元。一旦项目风险失控，基金公司子公司很难像信托公司一样承担“刚性兑付”的责任。

今年十二届全国人大一次会议期间，多位代表提出，信托法中有关信托登记、信托税收、公益信托和统一的营业信托等制度缺位，影响了信托业自主管理和创新发展。对此，银监会表示，建议条件成熟时适时启动信托法的修改工作。

（中国证券报）

两融债权 ABS 或已被暂停，债权转让逻辑存瑕疵成疑？

作者：章磊 何巨翥

两位业内人士近日对大智慧通讯社透露，监管部门或已暂停两融收益权资产证券化（ABS）项目的审批，原因是债权转让的逻辑存在瑕疵。

“监管部门认为，把融资收益权打包，在这个过程之前，客户是用自己的券作为抵押向券商融资的。券商把自己的债权打包进行证券化出售，但是这个债权的质押物还在券商自己手里。这个逻辑存在一定的瑕疵。”山东一位券商人士说。

北京一位券商人士证实了此消息，并表示，监管部门对转让后债权的界定目前尚存疑虑，“转让之后的债权，就不是融资融券业务了，不适用融资融券的业务规则和账户体系，如果券商要做，可以考虑参考融资融券的业务规则和账户体系，自行设计一套账户跟制度。”

他并透露，此前申报的几单两融债券证券化的项目目前都被要求补充材料，“其实就是机构部那边有疑虑，据我所知这个材料应该没法补。”

此前，海通证券与齐鲁证券互为承做商上报对方的两融债权 ABS 项目，广发证券与招商证券亦跟进申报同类项目，但周一证监会网站公告显示，该四个项目均已被“通知补正”。

（大智慧阿思达克通讯社）

如何评判“棚户区改造”的商机与风险？

据悉，住建部和财政部日前在郑州市召集 11 省市就棚户区改造的资金问题举行专题座谈。两部委表示中央不会在原预算基础上再增加财政补贴，而是要求 11 省市缩减 2014 年棚户区改造计划，以避免地方棚改因超越自身经济实力出现拆迁补偿安置不到位等问题，进而引发更多的社会矛盾。

为落实国务院提出的 2013 年-2017 年新增 1000 万套的棚户区改造计划，中央预计资金总安排 2.5 万亿。其中，中央财政补贴安排 2400 亿，地方财政配套 2400 亿，国家开发银行安排 6000 亿中长期贷款、1000 亿软贷款，带动商业银行 1000 亿商业贷款，计划发行 2000 亿债券资金，其他资金来源 1.2 万亿。平均计算，中央财政补贴每套能达到 2.4 万元。

2014 年中央计划改造棚户区 160 万套，中央财政补贴资金计划安排 325 亿元，平均每套补贴预计为 2 万元。但是地方上报的 2014 年改造计划却远远超出中央预计，达到 425 万套，是中央改造计划的 2.7 倍。其中河南省上报改造规模最大，达到 40 多万套，而郑州市是河南省内上报改造规模最大的市，这也是此次会议选在郑州召开的原因。如此一来，平均每套棚改住房的补贴资金，预计只有不到 8000 元，与原计划的 2 万元相差甚远。

另外被要求参加会议的 11 省市，包括河南、山东、湖北、湖南、江苏、宁夏、内蒙、青海等省份，要么上报的 2014 年棚改计划规模较大，要么改造增量较大。获悉，针对 11 省市负责人表示“宁可摊薄中央补助资金，也不愿意缩减 2014 年改造规模”，两部委会上明确透露，中央不会再增加财政补贴，要求 11 省市缩减 2014 年棚户区改造计划，削减地方上报计划中改扩建的项目。

笔者认为，在中央屡次提出控制城市开发边界、转向存量地开发利用的大背景下，未来参与棚户区改造将成为房地产开发的主要机会，开发商应该提前做好储备。多数城市在大规模棚改头几年，需要依靠开发商垫资进行拆迁，拆为净地后除去回迁房占地面积，剩下的地块可以以较低价格卖给开发商。而一旦地方棚改地块陆续上市获取土地出让收益，地方政府对于资金的渴求将会减弱，开发商的拿地成本也会随之上升，商业开发价值大的项目也会逐渐减少。

不过，开发商投资棚户区改造也要防控风险。一是征地拆迁难度越来越大，垫资后能否按计划拆为净地是未知数；二是开发商垫资是为了能够一二级联动开发，但是土地招拍挂上市仍然有旁落他人的风险；三是部分城市特别是三四线城市消费能力有限，冒进式的拆迁改造容易造成房地产供应泡沫。

(作者不详，欢迎认领)

移动互联网时代的资产管理业务如何“杀出血路”？

作者：肖风

今天给大家汇报的题目叫“移动互联时代的资产管理”，我为什么说是汇报呢？两年前我离开公募基金之后说过一句话，做个不一样的事情，什么是不一样的事情呢？给大家汇报一下两年来的情况，从新学习，从新做人，产生了两年的结果，这两年更新自己的知识结构，一个事情是创建了一家数据有限公司，在做互联网与大数据方面的东西，这两年的学习写成了一本书，这个书即将出版，敬请期待。

我们今天取的名字是《移动互联网时代的资产管理》，并不是说互联网今天很性感，我们就取了性感的名字。在近两年的时间里看了不少这方面的书，学习了不少公司，像阿里巴巴、谷歌，它们的各种场合我都去参加了，革新了互联网时代的文化，“双 11”的时候我就在阿里巴巴公司里看他们的介绍。经历了这么多的学习、观摩和讨论，才有资格跟大家汇报我这两年来的新的认识，所以不仅仅是因为这个题目比较性感，所以我们就用了这个题目。

我的报告分三个部分，第一部分叫移动互联网颠覆了价值创造的规

律；第二个是关系链——我们移动互联网时代企业估值的关键指标；三是数据流——移动互联网时代企业估值的关键指标。

移动互联网确实改变了一切，包括改变我们人类根本的生存状态。2011 年底，全球有 12 亿个人电脑，在 2012 年底，全球就已经有了 45 亿台智能手机和移动终端，大家预计在 2015 年全球的移动终端将会达到人均一台，那就是 70 亿台。马化腾说过在传统电脑时代，每个人平均每天花在互联网上的时间是 2.8 个小时，但是在智能手机时代，也就是移动互联网的时代每个人花在互联网的时间是 16 个小时，每天 2.8 个小时乘以 12 亿台电脑乘以 45 亿台智能终端，这个就是智能互联网和移动互联网一起。我们以前叫做上网，现在不说上网这个词了，我们叫在线，因为你的移动终端就在你的口袋里面，从你早晨睁开眼你就已经在线了，一直到你睡觉，所以 16 个小时是这么总结出来的。

我们以前把互联网世界叫虚拟世界，那我们所生存的世界叫现实世界，现在也不这样去划分了，我们把我们的生活叫做线上和线下，线上

互联网的生活就是你真实生活的一个部分,它不是脱离主体的一个世界了。互联网改变了一切,必然会改变资产管理,移动互联网是由农业文明、工业文明向信息文明转化引爆的催化剂,真正到移动互联的时候,人类才真正的进入了互动文明,真正向理论化经济转化。所以这是因为有移动互联网在这两年迅速的发展,我们在工业文明时代,我们所熟悉的很多经济规律和价值创造的规则被冲击,被改变,它必将对我们的资产管理带来非常颠覆性的变化。

巴菲特,现在已经有了“中国巴菲特”,如果有人号称他是“中国巴菲特”,那他就完蛋了,巴菲特是工业经济时代的代表人物,他是那个时代的投资大师,但是他不是知识经济时代的投资大师,所以他永远不会买互联网的股票,他到现在为止就买了微软,但也是等它完全变成传统企业之后才会去买它,他不会在微软股价飞速增长的时候买它。现在有一个赌局是属于工业时代的投资大师,那就是对于高科技股票的看法。索罗斯的大将米勒做多亚马逊的股票,巴菲特是反过来买 IBM 的股票,他认为它的价值已经低谷了。而米勒认为,IBM 在云计算上落伍了,它已经是一个传统企业了,亚马逊则是目前全球提供云服务最好的一家公司,那么这个赌局到目前为止是米勒赢的,至少在前两天看到这场赌局米勒会赢,巴菲特完全对这一行不了解,所以他不去买这些股票。但是你要知道,苹果、谷歌、亚马逊和 Facebook,这四家公司加在一起等于全球 15 大经济体,仅仅是这四家公司,不包括我们的腾讯,把所有的互联网加在一起不是第 15 大了,是第 5/6 大的经济体,面对这么庞大的经济体,你不闻不看,不去接触,不去投资,那简直是疯了。

面对着信息文明时代,感受着移动互联网带来的冲击,我们一定要去寻找适应信息文明和经济时代的一整套崭新的原则,否则

人类不会再有巴菲特,巴菲特是产在那个时代,那么在我的学习当中,有这么几点价值上的规律发生了改变,这个我愿意提出来跟大家分享:

第一个是空间与时间,空间的价值在工业文明时代被发挥到了极致,但是到了信息文明时代,时间的价值在逐渐的上升。去年有一场赌注,马云和王健林,实际上马云是空间价值和时间价值的一场赌注,因为你大型的 Shopping mall,以前是占一个好的码头,建一个好的 Shopping mall,就到你这里来,但是现在的 Shopping mall 人流在下降,已经把空间的价值都慢慢的消磨掉了。

再举一个时间价值增长的例子,就是微信。腾讯之所以涨这么多,你要知道一个人一天只有 10 个多小时在互联网上,这 10 个小时谁占得多股价就最高,微信是最高的,在移动中最活跃的是跟腾讯有关系,这个时间和空间。

第二点线上和线下,虚拟世界已经不是脱离我们任何组织的虚无缥缈的东西了,它就是你生活的一部分,通过移动终端的在线,我们的生活被改变了,我们只有线上和线下生活,没有虚拟了,互联网就是我们真实生活的部分,如果说在工业经济时代,人类把物质世界的商业价值

充分地开发出来了,那么现在移动互联时代的到来,随着人们永远在线,人类社会新的财富保障在线上世界上,这个对线上世界上的开发才刚刚开始。所以米勒的现象一定是正常的现象,包括农业文明到工业革命,我们把物质世界的商业价值充分弄到市场上来了,现在还有一个线上的主观世界价值没有开发出来,线上世界必然是未来 30 年,人类财富最大的增值所在,那么你就有这样一大财富。

第三个搜索与链接,我们现在上网和几年前上网不同了,以前是搜索,现在是用微信加我就是链接,现在我们主要的活动不是上网搜索内容,而是在网上建立各种链接,各种关系。我们通过社交网络链接人,链物,连接信息,我们在社交网络上互动、参与,前几天,我们国家发放了牌照,在十年内互联网一定得到很大的发展,主观世界和物质世界完整的联系在一起,这也是一个非常大的变化。

第四个硬件与软件,硬件的价值会越来越低,大家都有互联网免费的原则,软件不是一分钱不花,是可以零利润,世界逐渐向软件转移,它的价值创造是向软件转移,这是个趋势。我们举一个例子看,俞敏洪在前段时间有一个演讲,他发出一个惊呼,他害怕他活生生的老师会被软件所取代,确实 MIT 所有的课程都在网上可以学习,我们现在如果有了世纪网络,我们完全可以用软件的方式来学习,俞敏洪是一个大教师,他是老师,空间在教育他们这行也会被消失,软件的机会越来越高。

第五是云端与终端,随着十年之内物联网完善之后,所有人一个手机,手机就是你的钱包,你家的钥匙,你出门只要带一个手机,它是你的个人终端,它不仅仅是你是手机,云计算技术已经使得现在创业的成本大幅降低,这就是云计算给社会进步带来很大的因素。以前你要自己去买工作站,你要开支上万美元的投入,现在你租“云”,我在硅谷分别问了不同的人,一个是说 250 万的开销,一个只要 250 美元的开销。

第六个是产品与用户,小米手机就是一个最典型的例子,它从米聊开始发展粉丝,最后建立社区,然后再从客户参与设计产品,创造非常好的体验,最后再把这些产品卖给客户,整个企业活动的流程要以终为始,在工业技术时代产品设计人员尽量先把这个东西以一个固定的方式卖给所有人,大规模的定制,大规模的生产,大规模的销售才有利润,那么在小米那儿,小米的手机操作系统不是卖的小米手机,它卖的是它的操作系统,它的操作系统每个星期更新一次,星期一星期二搜集网上的建议和意见,星期三星期四软件公司修整它,每个星期定时定点发布新的操作系统,大家到了星期五的时候有几百万个人在网上,因为是他自己提的建议,它想看他的工程师给他做了哪些,所以小米创造 90 秒的时间里面销售了 20 万的手机,这也是为什么小米能够被估值估到 110 美元。

第七个相关与因果,我们人类社会 90%的数据是来自最近的两年时间,大数据它本身就是真相,你不需要再去分析,不需要再去推理,设计了很多假设条件,你把数据搜集了就是数据的真相。任何一个地方发



生了事情,如果有1千个人在现场发了照片,发了微博就是真相,比如说我们看见马路上有一个交通事故,如果有100个路过的人拍了这个照片,你把100个人搜集起来就是事故真相,不需要人家告诉你了,我们只需去寻找相关的,没有必要去研究蛋生鸡还是鸡生蛋,只要找到它的时间就够了,我们不需要再弄很多假设,很多推理,我们就已经知道这个问题的答案和这个事情真相。

第八个是组织和自组织,移动互联网时代是去组织化,去中间化,那么小米手机整个公司没有部门的层级,7个创始人,每人在一层楼办公,没有自己的办公室,没有任何部门,他也没有KPI的考核,它完全用互联网的方式进行公司管理,用户不仅参与它的产品设计和参与它的管理。怎么参与管理,它的工程师修改完了任何一个软件、问题之后在论坛上,工程师的名字都放在上面,所有的人都知道我这个问题是小米的哪个工程师改造好的,所以他们表扬他,骂他,我这个问题提出了3个星期了,你还没有做到,这些表扬就是KPI,所以不需要HR的部门,你的用户给你什么样的评价,好的就是给你奖金,太差的就让你走人,这个是去组织化的,去结构化的。我们知道企业这种形式被创造出来,在经济上人们就是认为它能够尽可能的减少经济成本,能够更有效率,移动互联网这项革命使得你的交易成本为零,所以他的企业整个形态是最大的。这是汇报我思考的第一个部分,移动互联网如何在颠覆许许多多我们所熟悉的规律。

第二点是关系链——移动互联网时代关键估值指标,为了生存的变革,网络正在脱离以内容为核心的构建方式。在移动互联网之前,网络是以尽量构建多的内容为核心的,现在转向了以人为本的核心方式,中国的微博和微信是最典型的社交网络,任何一个人都在线了,所有内容都是在线状态的人,整个网络上的构建方式,整个社交网络几乎在网上重新构建了人类社会关系的图谱。社会关系是人类关系构成的基本单元,那么社交网络正在变革和肩负我们人类社会的关系结构和组织结构、时空的结构,正在改变我们人类的生活方式和信息传播的途径,一切商业和企业的活动是以人为主的,重新组建之后也会被解构了。

投资学的意义大家都有所了解,比如说国外已经有通过社交关系数据来量化市场,甚至是构造自己的策略,我想这些大家都听说过了,我不想讲这些东西,确实在移动互联网时代了解到第一整个齐聚的变化,我们知道恐惧和贪婪,这个我不想多说了,投资学在这方面非常有意义。还有另外一些理论,网络效应,信息效应,群体效应,他对投资学都有指导意义。

我想说的是,在移动互联网时代,对企业估值的核心指标必须有所改变。我们知道在工业时代我们对企业的估值,两个最核心的指标一个是企业盈利,一个是自由现金流。但是在互联网时代,仅有这两个核心指标是不够的,或者说不能够真实的反映这些移动互联网时代的互联网企业和高科技企业,反映它的价值。如果你用这两个指标衡量这个企业,你永远就是像巴菲特那样在微软现金很多的时候买了它,在IBM,亚马逊把所有的现金流都拿去投资,IBM在两年前宣布要花160亿回购自己的股票,巴菲特喜欢这样的方式,回购股票是非常短期的行为,关键它的股票还没有涨,所以我们必须找到在信息文明、信息经济时代更好的去衡量新的企业,它的价值。

所以在移动互联网时代,它的特征就是整个社会和个人开始以真实的身份,真实的角色,真实的能力进入到互联网,整个互联网已经不再是虚拟的网络,它变得越来越真实,越来越可触可摸,正因为真实,它的行为、思想、情感、关系、需求在互联网中得到详细的记录,所以互联网事件和现实事件已经融为一体了。

移动互联网确实促使了互联网的一个巨大的革命,在传统互联网的时代,你的互联网基本单位是网页,它是从事网页的分发,内容的分发,所以那时候谷歌、百度是非常好,谷歌和百度是搜索企业,它从事的是内容分发,你到我这里来把内容告诉你,或者是网络分发。社交网络不管是Facebook还是腾讯,它分的是人,是人作为基本的单元,在互联网时代和社交网络,我们看看Facebook,Facebook它有十亿以上的用户,这十亿的用户在Facebook建立了1000亿的关系链接,所以这么一个十亿个人和1000亿的关系链接,量变到质变,Facebook不是一个网站,它完全是一个社会。马化腾非常精辟的说过一句话,移动互联网本身就是链接一切。链接人,链接物,链接信息,所以在移动互联网时代,你运用社交网络的技术跟你的客户,跟你的用户建立多么长,多么强,多么深,多么有黏度的关系链就决定了你的价值有多大,有多高,所以我们不能理解腾讯为什么这么高,而且说它价值2000亿美元,我也认为它肯定是有2000亿美元。与它的客户怎么建立了最深最强最长频率最高的互联网企业,它经营的是人,它一定是最好的互联企业,一定是最大的物联网企业。

所以关系链是移动互联网企业估值的关键指标,讲工业经济时代企业利润是企业的。为什么我们把关系链指标放在这里进行对比呢?因为在移动互联网时期,企业经营的出发点就是用户体验,先添用户再卖产品,基本产品免费,增值服务收费,正好和我们工业经济时代对企业盈利的要求相反,一个是先追求用户,一个是追求产品,一个是从免费开始,一个是一开始追求盈利。

那么我们去评价关系链呢?我的思考可以从四个纬度来看,对关系链做一个量化。第一是关系链的广度,大家都说互联网是扁平化的,但其实互联网不是扁平化的,它是扁平化和结构化的网络,有一个作者叫帕拉巴斯,他把互联网写了无标注网络,他在观察所有社交网络分布图的时候,所有社会关系的连接不是正常分布的,而是密集分布的,有些链接点发生了很多链接,但是有一些结点对外界的连接非常的少。一个结点跟外面的链接越多,越复杂,那实际上是它控制社会的关系也越多越复杂,那么他借助这个社会关系产生的商业活动也越来越复杂。把任何一个结点看成一个企业的话,这个企业跟外界发生的链接越多,用户链接越广它的价值就越大,所以我把企业分为入口型企业,平台型企业,平台型企业就是链接比较多的企业。



我想在这里谈一谈发生在前天的赌注，雷军和董明珠的赌注，看上去是实体经济和网络经济之间的赌注，或者是工业文明和信息文明之间的赌注，其实不是这样的，因为你看到他们两个人旁边各站了一个人，董明珠的旁边站了马云，雷军的旁边站了黄章，工业经济和信息经济的赌注，是马云和黄章的赌注，那马云会赢，前天那场赌注看上去是传统和现代的赌注，它是互联网赌注。小米是典型的关系链企业，它的粉丝叫米粉，米粉里头最忠实的粉丝叫爆米花，他们有很多的活动，我建议大家去网上搜索一下，雷军拍了一个小电影，非常反应互联网企业的文化，小米是移动互联网的关系链，它和它的粉丝结下了非常好的关系链，所以他在90秒里头卖了20万台手机。董明珠是一个传统制造业，即使加上马云，如果你跟我很好地合作，我们就可以很好地打败雷军，即使加上马云也顶多是个平台，把你的格力空调放到阿里巴巴卖，这是一个平台，所以前天的这场赌注本质上是互联网的赌注，新的互联网企业和平台型的互联网赌注，那么我说雷军一定会赢，去年1070的效益，关键是他的粉丝，只要是小米推出来的东西都要，董明珠问了一句话，台下有谁在使用小米手机，就有三个人举手在用，所以他说你看，你肯定是不行的，她错了，我们在座的人，如果你使用小米手机对雷军来说是噩耗，他的客户不是你们，他的客户是20岁左右的人。如果我去拍雷军的马屁，雷军你看我也是你的粉丝，他会哭的，所以董明珠绝对不是小米的客户，董明珠要用小米的手机，小米的股值会从110美元直接降到1美元，关系链企业的竞争，这是我说到的第一点。

第二点是关系链的长度，长度的企业是生产系统的公司，它具有两个特点，第一个是垂直整合上中下，第二是完全对用户开放，用户完全的互动，这种生态型的公司不同于平台型的公司，它是外援扩张垂直的整合，那么在这里面，微信更像是生态系统的公司，他开放所有的银行卡都和微信绑定，不是你必须用我的，这是第二点。

第三点是关系链的黏度，关系链是必须要有黏度的，没有黏度跟我们上百度上搜索是一样的，我们上百度跟百度是没有黏度的，搜完了东西我们就走了，这不是好的关系链，好的关系链是有黏度的，跟你绑定，黏着你。这就像微信非常有黏度的关系链。第二个是小米也是很有黏度的关系链，我们说关系链是湿的，和工业经济硬梆梆的关系不同，它是软忽忽的，非常湿的关系链。其实我们说过了硬件的价值下降，软件价值上升这个就是湿度。这是我们讲到的从关系链的角度来说。

最后一个数据流，数据流也是移动互联网时代企业的指标，那么大家都在谈大数据，移动互联网有了才有大数据。对于大数据的定义有很多种，到目前没有定论，从资产的角度去谈大数据的话，大数据有几个特点，第一大数据只产生在互联网，尤其是移动互联网上，不是移动互联网上的数据就不是大数据；第二大数据是跟人有关的数据，在网上面跟人的行为，人的思想有关的数据叫大数据；第三大数据是及时数据，现场数据，我们用新浪微博是我们制订的土地，这些现场的数据才叫大数据，不是现场的数据就不是大数据；第四大数据是全样本数据

和非结构化的数据，在移动互联网之前有大数据，有量很大的数据，比如说地震的数据，地震的数据我们拿来地震的预测，数据要巨大，可是我们哪一次成功的预测到了地震？但是它成功预测到洛杉矶警察局，成功的预测到了很多的犯罪，因为它是及时的数据，是人的数据。同样一个模型，同样一个算法，在这里是有预测性，但是在地震里是没有预测性，没有作用，所以我们说阿里巴巴是大数据中心，但是商业银行不是大数据中心，你没有人的数据，你的数据不产生互联网之上，你不产生互联网之上能做贷款吗？100块钱的贷款，因为它是及时的，是在网上做的。

大数据对投资的意义也很多，我想大家也都有所了解了，比如说大数据确实确实提供了我们优化了我们投资无形的预测性，这个是有事实证明。

第二个因为有了大数据，我们不再去追求因果关系，我们会去追求真相，极大地推动了我们投资思维，从价值投资向绝对策略的进步，因为你没有必要去找关系，做很多假设，然后不要去推论鸡生蛋还是鸡生鸡，与找那个关系相比，时效性高很多，量化空间也得到了非常大的扩展。

第三非常容易获得之后对投资风险防范，这个非常重要，这个组合里面的相关性的高低，非相关性的高低。

这个我就不多讲了，我要说的是在工业经济时代我们另外一个非常重要的核心指标是自由现金流，信息时代我认为是企业的数据流，那么数据流怎么去评估呢？也有4个联动：一个是数据的平度，所谓的平度就是这个数据必须是过程的数据而不是结果的数据，是用户参与来的数据，而不是单向传播的数据，工业数据是单向传播的，在互联网时代是互联互动，很多不是大数据也不是过程的数据，解算的结果，你不知道在网上是怎么讨价还价的，你怎么讨价还价，你的爱好是什么都知道的，所以这个数据是真正的大数据，它是有用的。

第二个数据的速度，所谓的速度是实时的数据，现场的数据，有时效性的数据，对企业处理的数据也是及时反馈，快速反应的，所以互联网上有一个叫秒杀，也有一个叫闪聚，这个必须是能够及时的反馈，及时的回应，从100块钱我到现场看到屏幕上滚动出现一个人是100块钱贷款3分钟之内给他了，有人申请500块钱的贷款也是3分钟之内给他了，你把数据搜集了三个月反馈不是大数据。

还有一个是纬度，这个是全样本的数据，是多结构的数据。我们一个人永远处在在线状态，从早晨一直到你睡觉，你16个小时，你是处于时间流当中，时间流产生的数据绝对是非逻辑化的，你去吃饭和见人，突然遇到什么事情是没有关系的，但是你空间状态，比如说我从浦东开车到这儿，往台上一站就是一个逻辑关系，所以数据一定要全样本多维度的。

第四个是数据的温度，数据必须是以用户与人相关的用户，它记录了人的感情，思想、爱好和需求，必须是这些数据才是有用的大数据。

(新浪科技)



“10 万亿” 的信托业在 2013 年遭遇 “成长的烦恼”

作者：刘雁

经过最近 5 年井喷式增长，信托业目前管理的资产规模已突破 10 万亿元大关，成为仅次于银行业的第二大资产管理行业。然而，随着类信托业务向非信托金融机构的逐步放开，信托公司的通道业务正面临极大冲击。

对于信托业，2013 年可谓是困惑的一年，传统盈利模式受到的冲击越来越大，而新业务模式更多停留在探讨阶段。虽然有一些信托公司正在探路，但多数公司仍感到迷茫。这种迷茫不只存在前端信托经理眼中，更是萦绕在各家信托大佬心头。

在这里，我们通过一组具有代表性的数字来描绘 2013 年信托业发展现状，并梳理信托业未来“蓝海”领域，试图为业界还原信托业最真实的一面。

10 万亿

信托业近几年持续上演资产管理规模大爆炸传奇。尽管面临种种挑战，信托业规模在 2013 年还是顽强跨过 10 万亿的门槛，稳坐金融业第二把交椅。

中国信托业协会发布的数据显示，截至 2013 年三季度末，67 家信托公司管理的信托资产规模为 10.13 万亿元，同比增幅高达 60.3%。而银监会官员近期透露，截至今年 11 月末，最新信托资产总规模已达 10.67 万亿元。

随着管理的资产规模飙升，信托公司盈利水平不断攀升。而信托经理亦成为金融圈里的“高富帅”，每逢年终，他们的高额年终奖总能受到普通白领的艳羡。

数据显示，截至 2013 年三季末，67 家信托公司今年共实现营业收入 539.39 亿元，同比增长 34.72%；实现利润总额 389.84 亿元，实现人均利润 217.06 万元，相比去年三季度末 288.05 亿元的利润总额和 202.47 万元的人均利润，利润总额同比增长 35.34%，人均利润同比增长 7.21%。

1900 亿

如果只看到信托资产规模增长的繁荣景象，那就可以“喜大普奔”了，但现实中却有两面性。伴随着资产管理行业混业经营新政逐步实施，信托业原本独享的制度红利正在消退，信托业的增速拐点悄然来临。

过去两年多时间，信托行业季度新增信托资产规模除个别季度外，一直表现为正增长趋势。但是，从 2013 年二季度开始，却首次出现连续两个季度负增长。

数据显示，二季度新增信托资产规模为 1.5 万亿元，相比一季度少增 1500 亿元；三季度新增 1.31 万亿元，相比二季度又少增 1900 亿元。

虽然信托资产总规模继续创新高，但 2013 年季度环比增速已经连

续两个季度下降：从一季度的 16.86%降至二季度的 8.3%，再放缓至三季度的 7.16%。

1053 亿

一面是迅速膨胀的受托管理资产，一面是信托公司已捉襟见肘的资本金，一路狂奔的信托业正面临动力不足困境。在上市无望的背景下，今年以来信托公司掀起增资扩股浪潮。

据粗略统计，今年包括中铁信托、紫金信托、东莞信托、湖南信托、华信信托、交银国际信托在内的近 10 家信托公司相继公布增资扩股计划。信托公司股东之所以愿意倾其所能输血，也是缘于信托公司近年来的资本收益率一路攀升。

整个行业的资本金水平也水涨船高。中国信托业协会数据显示，截至今年 9 月末，信托行业实收资本为 1053 亿元，平均每家公司为 15.72 亿元，同比分别增长 12.63%和 10.94%。

21%

通道业务越来越不好玩——这几乎成了信托人的共识。2013 年信托不仅面临着基金子公司和券商资管计划的抢食，更要命的是，就连曾经最亲密的合作伙伴银行，也转眼间成为最强有力的竞争对手。

今年 10 月，银行获得理财资管业务试点资格，宣告了银行业正式进军大资管领域，信托业内人士大呼“狼来了”。此前，银行主要通过信托公司来实现债权类投资，信托公司通常可以从中赚取 3%~5% 的通道费用。

业内人士认为，今后信托融资类与通道类产品的市场空间将被压缩，投资类与事务管理类产品将成为信托业产品转型的主要方向。

麦肯锡与平安信托发布的报告称，当前中国信托公司的业务组合中，88% 的业务收入都将在中长期面临严峻挑战，其中通道业务将可能在 5 年后消亡。

实际上，很多信托公司早已意识到通道业务的不可持续性，今年已经开始“去通道化”之路。数据显示，截至今年三季末，银信合作单一信托的占比已下降为 21%，而这一数字在 2010 年四季度曾一度高达 55%。

土地流转信托

土地实现流转后也能产出黄金——这是国务院总理李克强今年 3 月在地方调研时说。信托公司看到了其中机会，今年以来已有两家信托公司正式推出土地流转信托计划。

其中，在国内推出首单土地信托的中信信托已在探索将这一模式复制到更多地区，该公司董事长蒲坚说：出去跑一趟就是 10 万亩。

尽管此类业务收益比例较低,但是信托合同的契约时间比较长,规模也比较大,因此还是能获得不错回报。更重要的是,有助于信托公司从“通道”等低技术含量的业务中回归本源。

但另一方面,由于现实存在的诸多问题,有业内人士称,国内土地信托仅仅是在赔本赚吆喝,难以大规模复制。这除了人才匮乏外,更根本的原因在于土地制度有待完善,盈利模式也尚未成熟,这也成为诸多信托公司举棋不定的主要顾虑。



题突然间成为平常人家窥视富豪和明星隐私的又一谈资。今年中秋前夕发生的“菲鹏离婚”,是家族信托活生生的案例。

在海外,家族信托被公认是优于遗嘱的财富传承工具。几乎每个名门望族都有一个设计复杂的家族信托,远至美国的石油大亨洛克菲特家族,近至香港的李嘉诚家族,都是通过家族信托方式,试图打破“富不过三代”魔咒。

过去30年,中国一批民营企业成长为实力雄厚、资产规模庞大的家族控股企业。他们当中有一部分已经提前在海外设立了家族信托基金,或提前转移了部分股权,平稳地完成了财产分割。

对于信托而言,帮助这些富豪打理私人财富,提供定制化的服务,正在成为他们追逐的目标。

信托直销

面对其他资管机构围猎和第三方机构的盘剥,部分信托公司开始大力建设直销队伍。2013年多家信托公司下了“血本”组建了财富管理中心,开始直面客户,推销自己的产品。

这背后的驱动力不言而喻,越来越多的信托公司意识到掌握客户的重要性,否则极有可能沦为基金公司渠道单一的尴尬境地。

然而,信托直销说来容易,实际却是一条漫长之路,单是前期的投入就可能会让小型信托公司顾虑重重。以记者实地走访的信托公司财富管理中心为例,前期绝对是大手笔投入:设有各富特色的会客室,古色古香的装修,定期举办的各种高大上的沙龙,堪称富人俱乐部。

也有信托公司开始考虑收购一些资质较好的第三方理财,这确实不失为一条捷径。

(证券时报网)

资产证券化

看上去“高大上”的资产证券化这一年有了许多新注解。譬如,小额贷款公司、融资租赁公司也可以通过资产证券化获得新的流动性。尤其在“盘活存量”的思路下,资产证券化一度被信托业视为未来蓝海。

今年7月,国务院发布《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》,其中明确将逐步推进信贷资产证券化常规化发展。

虽然2013年信贷资产证券化并未正式扩容,但信托公司觊觎已久,传统业务受阻的它们对创新业务的渴求超乎想象。

包括华宝信托和兴业信托在内的一批信托公司正积极准备参与新一轮信贷资产证券化。不少信托公司都在筹备,并已将相关产品设计方案上报监管部门,只待政策闸门打开。

而除了信贷资产证券化外,企业资产证券化也成为信托业未来争夺的潜在市场。与券商直面竞争,已成为信托又一新课题。

家族信托

2013年可谓家族信托的元年,中国版家族信托正式推出。这个话

国务院等有关部门将适时启动修改农村土地承包法

十二届全国人大常委会第六次会议28日表决通过了全国人大农业与农村委员会关于十二届全国人大第一次会议主席团交付审议的代表提出的议案审议结果的报告。全国人大农业与农村委员会建议,国务院有关部门适时启动农村土地承包法的修改工作。

报告说,十二届全国人大第一次会议期间,部分全国人大代表提出修改农村土地承包法的议案。还有一些代表在议案中提出,当前农村出现农民失地致贫、城镇化后的农村土地权属不清、土地抛荒、现代化农业规模经营程度较低等问题,建议制定集体土地流转法,对相关问题作出规定。

中央农村工作领导小组办公室认为,鉴于农村土地承包制度执行中出现的新情况,赞成对农村土地承包法进行必要的修改。明确农村土地承包经营权是承包农户合法财产权利,现有土地承包关系要保持稳定并长久不变等内容。关于代表议案关注的集体土地流转的问题,可在条件成熟时通过修改农村土地承包法和土地管理法加以解决。

农业部提出,将继续跟踪研究农村土地承包法实施中存在的问题,适时提出修订完善农村土地承包法的建议。集体土地流转涉及农村土地承包经营权流转和农村集体建设用地使用权流转两个方面。对于农村土地承包经营权流转,农村土地承包法及其配套规章已作出明确规定。农业部建议,条件成熟时通过修改土地管理法对相关问题作出规定。

全国人大农业与农村委员会建议,根据党的十八届三中全会精神和农村实际,国务院有关部门认真研究代表议案提出的问题,广泛听取意见,适时启动农村土地承包法的修改工作。针对代表提出的制定集体土地流转法的议案,建议国务院有关部门对有关重要问题进行深入研究,在修改农村土地承包法时一并考虑。

(新华网)

兴业银行行长李仁杰谈银行同业业务的“秘诀”

作者：李仁杰

一、今年以来，银行同业业务受到多方关注，各方对同业业务理解也非常不一致。请问李行长，对于银行的同业业务，您是如何理解其在整个银行业务中的定位的？

首先，要对同业业务的概念有一个清晰的认识。中国现在讲的同业业务和国际上的不完全一样。国际上的同业业务一般指的是银行间的同业拆借等；国内现在的同业业务概念范围更广，是泛指商业银行之间及其他金融机构之间的业务往来行为。现在的同业业务概念，追溯起来主要是源自早期人民银行给各类金融机构发不同类型的牌照，包括银行、保险、证券公司等，而银行在统计业务的时候，将银行与银行同业之间及其与非银行金融机构之间的业务都计入了“同业业务”这个科目。

近些年，同业业务的蓬勃发展主要有两方面的背景因素：一是社会融资结构发生了变化，直接融资加速发展，间接融资占比持续下降；二是实体经济对金融服务的需求更加多元化，商业银行传统新增贷款投放客观上已经无法满足实体经济的融资需求。与此相对应，金融业务形式也发生了较大的改变。过去，银行主要是作为信用、资金的中介，以传统存贷业务为主；在现代金融体系中，金融服务包括融资活动更加多元化，许多金融服务需要多市场、多机构配合完成。具体来看，围绕各种类型的社会融资活动，银行在其中可以发挥不同的作用，在金融业务的具体形式上就表现为银行之间以及银行与非银行金融机构之间的业务协作。按照现在的统计口径，银行与这些金融机构间的业务往来活动都被记录为“同业业务”。例如，现在很多大的企业集团都成立了财务公司，将资金等业务集中到集团总部来管理，这些财务公司的业务实际上来自于此前他们的基层机构与银行之间发生的业务，本质上就是银行与企业之间的业务，但此类业务的管理一集中到总部就被统计为银行与集团财务公司（非银行金融机构）之间的“同业业务”。再比如，股民的钱没有炒股票时就是银行存款，炒股票时就是券商的保证金存款，于是这些业务又变成了银行与券商之间的“同业业务”。

随着社会认识的不断向前发展，不论是央行还是银监部门，近些年已经开始不同程度地重视这类金融业务活动的影响和作用，比如央行提出了社会融资总量的概念，对传统信贷之外的各类社会融资渠道进行了细分和统计；再比如现在很多的委托贷款、信托贷款、券商资管产品、银行理财产品等，按照银监会最新的定义都是债权式的直接融资业务。近些年，这一类业务蓬勃发展，个人觉得这符合经济对金融的需求，符合中国金融的发展趋势，满足了市场需求。兴业银行无非比较早看到了这一趋势和要求，此类业务做得相对比较早一些，对业务的理解和标准要求也相对更多一些。

二、利率市场化推进的情况下，同业业务面临什么样的发展趋势？

首先，利率市场化是一个必然趋势，党中央、国务院实际上已加快

推进步伐。作为一家市场意识相对较强的银行，兴业对这个问题认识的比较早，也较早地做好了相关的制度、架构和流程上的安排。比如，我们已经在内部建立了完善的资产负债管理系统、比较完善的FTP机制、司库系统，在国内率先建立了比较完善的团队进行相应的理论和工具研究。其次，从现有业务结构上看，同业业务的定价已经完全市场化，而真正受利率市场化影响更大的应该是传统存贷款业务。我们现有业务中受国家法定利率保护的比重已经比较小，市场化的业务占比相对较高。再次，从负债的稳定性来看，在市场化的情况下，不同类型的同业负债，情况各不相同。兴业的同业负债共分为三类：第一类来自非银行金融机构，包括上交所、深交所、券商、信托公司和财务公司等存款。此类存款更像企业存款，这类负债还会大力拓展。第二类来自中小商业银行，比如邮储、农商行、农信社。这类金融机构类似国外的储蓄银行，是市场上的资金提供方，他们的资金客观上也需要在市场上卖出去。通过这些年的积累，我们通过“银银平台”已经和他们建立了广泛的业务合作。第三类来自大中型银行。与大中型银行的业务合作，在资产端，鉴于其风控能力较强，我们主要是将其作为交易对手和他们做资产业务，相关负债完全按照资产配置的需要来组织；在负债端，由于国有大行从总行到分行系统跨度较大，对区域市场利率变化的反映不尽一致，客观上为我们优化同业负债结构提供了机会。因此，我们应对利率市场化的挑战很有信心。

三、6月“钱荒”实际体现了一个同业风险传染性的问题。金融危机的教训也提到了同业传染性问题。如何在同业资产规模日益庞大的情形下，做好风险控制？

关于金融市场业务风险传染性问题，可以从两个层面来思考。第一，从流动性的角度来看，流动性紧张甚至危机的酝酿往往是金融市场业务风险爆发的直接导火索。中国的金融体系和国外不同。在宏观上，中国不存在所谓“流动性危机”的问题。因为在中国，银行的存款有近20%以存款准备金的形式存在央行，如果出现危机，中央银行可以通过调整存款准备金率的方式来调控市场流动性，毕竟从目前来看中国的商业银行存款准备金率是最高的，此外，央行还有再贷款、再贴现等工具可使用，政策运作空间较为充足，所以宏观上不存在流动性危机的问题。但是在微观上，在某个时间窗口，由于市场情绪、阶段性制度调整、阶段性经济活动如缴税等因素的影响，可能出现流动性紧张。

第二，从金融市场业务风险的传染机理来看，市场情绪是一个关键所在。有效缓解市场紧张情绪，降低金融市场业务的风险传染性可从三个方面着手：一是央行货币政策的传导机制要更加顺畅，政策目标要更为明确，以便市场主体主动调整自己的经营行为，避免出现对央行货币政策导向的误读。二是监管部门制度性政策调整应更加实事求是，相关制度的修订出台应更公开、透明，并加强与市场的互动和听证，以避免

陷入“一管就死，一放就乱”的监管怪圈和监管政策“紧急刹车”给市场造成的剧烈冲击和扰动。三是包括央行、监管部门、市场参与者等在内的市场各方要共同加大正面宣传力度，积极引导市场情绪，使整个市场行为更趋理性。比如，今年以来，国际上对中国经济比较悲观，国内资本市场对经济以及金融业也不看好。实际上，尽管中国目前存在产能过剩、资产价格泡沫隐患等问题，但中国经济总体仍保持了稳中有进，中国银行业的发展仍然健康平稳，对此，市场相关各方应加强正面舆论引导，营造积极的市场氛围，促成更为理性的市场行为。

对兴业银行而言，我们的资产负债结构较为特殊，对同业资金的运用较多，因此，我们首先高度重视流动性管理，绝不允许自身的流动性管理有任何的薄弱环节，在具体操作上我们的司库非常重视一个月内的现金流管理，也就是说，如果出现一些偶然性因素，在一个月之内有任何情况我们都能应对。其次，我们会充分认识并思考市场利率变化对银行经营的深刻影响，通过对整个利率周期进行仔细分析判断，合理把握错配的程度，同时如果出现流动性紧张，会进一步分析重定价对自身盈利的影响。再次，我们在资产负债管理上也较为审慎稳健。作为银行的管理者，我主要关注的是我们的资产如何真实的计量风险，计算风险资本占用。比如我们内部在做业务规划的时候，实际上都是首先基于资本充足率达标的考虑下，相应有多少风险资产可分配，然后看风险资产回报率是多少。当然，我会在内部特别注重把经营的指导思想传下去，让大家“算着帐”做业务。

四、兴业在同业业务上是先行者，但现在大家都在上规模的时候，未来我们同业业务的重点在哪里？

第一，从差异化发展的角度看，各家银行应有各自不同的发展路径。在业务上，各行可考虑发展趋势及各方面条件，在各自细分市场占据先发优势并加快发展。对于银行未来发展战略的选择，首先要认清大趋势，其次是提前布局，这样就不会因为大家的一拥而上就动摇或被动应对。

第二，从兴业银行的角度来看，目前受广泛关注的同业业务本质上其实是金融市场业务，它是商业银行区别于传统存贷业务，以金融交易为重点，在多市场包括货币市场、同业往来市场、各类债权式直接融资市场、资本市场、大宗商品市场、衍生品市场等开展综合化运作、提供综合化服务的一系列业务活动。我们将金融市场业务确立为未来的一个

重要发展战略，主要基于两个方面的考虑：一是从宏观上看，金融市场业务的发展是金融市场化的必然结果。纵观中国金融发展趋势，社会融资结构更加多元，利率市场化步伐不断加快，金融体系差异化发展不断提速，金融市场的多元化加速发展。金融市场化发展趋势已经不可逆转，金融服务的需求也更加多元。二是从微观上看，金融市场业务的发展是商业银行改革转型的必然方向。未来的商业银行将更加强调多市场、综合化运作，更加强调金融同业合作，尤其是在金融脱媒的过程中，许多金融服务需要多市场、多机构配合完成，同时，将更加强调经营的自主权，特别是资产负债管理的自主权，银行资产负债结构将更加多元化、差异化，因此，我们的业务也要相应地往这个方向转型。

五、市场上都认为兴业创新能力强，往往是市场第一批创新者，等其他银行开始做的时候，就开始受到监管的关注。兴业的金融创新似乎总是走在金融监管的前列。如何在当前的监管体系中把握好金融创新的节奏？

首先，要正确认识金融监管与金融创新的关系。制度总是落后于实践，创新是永恒的主题，这是一个普遍规律。在实践中，部分金融机构通过主动寻求创新发展，不仅为自身在市场竞争中谋得一席之地，而且通过与监管的互动，反过来也促进了金融监管的发展，促进了监管与市场的相互协调。

从银行角度来看，一定要围绕市场需求，保持创新精神，并遵循以下几条基本原则：一是金融创新要以满足实体经济的真实需求为前提，有利于服务实体经济；二是要遵循国际会计准则要求，相关会计核算能够真实准确地计量相应的经济金融活动；三是要积极学习借鉴成熟国家的成功经验，认真汲取失败的教训；四是要加强与监管的互动，积极参与推动相关监管的不断完善。

对监管而言，不能用行政的思维来人为割裂市场，不能用行政的办法去刻意限制金融机构的创新活动，应从金融业务的本质着眼，立足于经济活动对金融的多元化需求，坚持鼓励、引导和推动，注重营造有利于金融创新的政策环境和外部条件，同时加强与市场的沟通、协调、互动，提高监管的有效性，保持良好的金融创新。

(来源：《中国银行业调查报告(2013)》)

银行理财“资管化”背景下的金融同业合作业务创新培训

信泽金商学院 2014年01月18-19日 上海

2005-2013年是银行理财快速发展的8年，也是银行这一“巨无霸”朝向资产管理机构进行稳健转型的8年，更是非银行金融机构利用银行转型“空隙”实施开疆拓土的8年。2013年9月，中国银监会正式定调“银行理财业务本质上是受投资人委托而开展的债权类直接融资业务”，并提出“建立专营机制”，批准国内10家商业银行“先行先试”开展理财资产管理业务。12月23日，中国证券登记结算公司发布《关于商业银行理财产品开立证券账户有关事项的通知》，明确允许每一个商业银行理财产品可以在沪、深市场各开立一个证券账户。由此可见，银行理财“资管化”的步伐已经进入纵深发展阶段，并将伴随利率市场化大潮“高歌挺进”。因此，广大的非银行金融机构以及方兴未艾的资产管理和财富管理机构，均应重新思考如何围绕银行开展业务以及做好服务，从而顺应金融同业合作新时代的新需求。

预约电话：010-64333722

大资管时代证券资管公司开展公募基金业务有何机遇与挑战？

作者：顾颀

2013年2月18日证监会颁布的《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》，意味着公募基金行业正式向证券公司、保险资产管理公司、私募基金以及股权投资等机构敞开了大门。

面对这样的行业变化，我们既兴奋激动，也忐忑不安。兴奋激动的是，证券资产管理公司将进入我国最主流的资产管理机构队伍中，有了更广阔的用武之地；忐忑不安的是，我们如何在竞争更为激烈的公募基金市场分得一杯羹，能否把握住机会，打造出管理规模、业务模式、产品结构等方面均位居行业最前列的现代资产管理公司。

一、证券资产管理公司开展公募基金业务的必要性

（一）进一步丰富产品线，实现业务和产品的多元化。

券商资产管理业务从2005年起步到2008年期间，主要以规范和谨慎为主基调。2009年后随着监管环境的逐步放松，开始加速发展。特别是在过去的2012年，集合产品的发行数量和规模均创下历史新高，全年发行产品的数量达到历年（含2012年）发行总数的40%。截至2012年底，全行业受托管理资金总额总计1.89万亿元，其中集合理财产品规模2052亿元。

过去一年以来，券商资产管理取得了跨越式的发展。不过从集合理财产品的规模，以及产品的种类上看，仍与公募基金行业有着较大的差距。今年6月份以后，当符合条件的证券公司被核准开展公募基金业务后，证券资产管理机构将借此进一步丰富产品线，实现投资工具和策略的多元化。

比如，在工具性产品方面，券商可以开发上市交易的T+0货币产品、指数ETF，以及恒指、纳斯达克等跨境ETF等；在基础性产品方面，券商可以开发股票、债券型发起式基金，以及上市交易的分级产品等等。但要值得注意的是，证券资产管理公司不能为了“多元化”而多元化，需要谨记资产管理多元化的根本出发点，是满足投资者的理财需求。国泰君安证券资产管理公司会始终坚持“以客户为中心”，开发设计各类产品，为投资者提供各种风险收益配比的基金产品。

（二）打造和提升品牌影响力。

由于过去券商集合理财计划在监管上的定位是私募性质，产品起点较高：大集合计划目前的认购起点为5万元或10万元，小集合计划则以100万元为起点销售；而且营销中不能在公开媒体上宣传，这使不少业绩优秀、创新性强的好产品“养在深闺人未识”，不被广大投资者所了解，一定程度限制了证券资产管理业务的发展。

随着新基金法6月1日起生效，投资者超过200人的集合资产管理计划，将被定性为公募基金，符合条件的证券公司，可以申请公募基金

管理业务资格。开展公募基金业务后，对产品的公开宣传将有利于证券资产管理机构更好地实现“业绩好→形成口碑→吸引投资者申购”的良性循环，进一步打造和提升公司品牌影响力。

（三）拓宽服务对象，扩大客户基础。

2012年，部分证券公司的服务对象拓展到银行、信托等各个领域，通过服务对象的创新，快速提升了资产管理业务的规模，也大大提升了公司品牌。加入公募基金队伍将是券商资管再一次拓宽服务对象的机遇，使证券资产管理业务有了更广阔的用武之地。

比如，根据规定，保险资金的投资范围中包括了证券投资基金，但没有券商集合资产管理计划，保险公司只能以定向资产管理的形式委托券商理财或参加专项资产管理计划。加入到公募基金队伍，发行公募基金后，像保险公司这样的大型机构客户也可以成为券商资管的服务对象。

目前，80家基金公司和近80家券商资产管理公司（含资产管理部）中，获得社保基金投资管理资格的基金有16家，券商仅2家；获得企业年金管理人资格的基金有12家，券商仅2家；获得保险资金投资管理资格的基金有19家，券商有7家。可以看出，公募基金在开发机构客户的领域优势十分明显。

除了机构客户外，产品投资门槛的大幅降低，还将证券资产管理业务的服务对象扩大到广大中小投资者，有利于迅速扩大客户基数。有了这些客户，证券公司将发挥投资银行综合实力，通过综合理财服务优势提高客户的粘性，满足社会大众对资产管理“专家理财”的需求。

二、提升主动管理能力，给投资者良好的回报是做好公募基金业务的关键

回顾公募基金20年的发展历史，我们发现，主动管理能力是一个基金公司能否发展壮大的基石。例如华夏、嘉实、易方达、南方、博时等行业龙头，发展到如此大的规模都不是一蹴而就的，无一不是通过持续提升的专业投资能力，凭借长期优秀的业绩得到投资者的信任。去年以来，市场上也曾出现过依靠短期理财产品热销几个月规模过亿，但产品到期之后基金规模迅速缩水，最终还是昙花一现。

从全球看，历经百年发展，美国公募基金稳居全球第一。在近十几年的大部分年份中，美国市场上的主动投资股票型基金的资产规模，在全部证券投资基金资产规模占比中都保持了领先地位，最高曾达到50%。美国股票指数型基金的规模尽管近年来迅速上升，但规模占比仍在一成左右。从美国共同基金业发展可以看出，在成熟市场及较为有效的市场中，主动型投资依然是主流投资方法，我们更有理由相信，在相对欠有效的中国市场中，主动型投资应具有重要地位。

因此,提高主动管理能力,给投资者带来持续的良好投资回报,将成为证券资产管理公司能否在竞争激烈的公募基金市场生存发展的关键。过去两年中,国泰君安证券资产管理公司在股票市场环境不利的情下,抓住了量化对冲和债券牛市的市市场机会,以固定收益为主的业务结构保证了公司的快速发展。下一步,我们会加强买方投资能力,形成固定收益、权益投资和量化投资齐头并进的发展态势,始终坚持长期投资和价值投资的理念,建立科学的决策流程和管理制度,认真学习国外同行的投资经验,重视分析研究工作,建立独立、专业的研究投资体系,加强投研队伍的建设,用优秀的业绩来回馈投资者的信任,树立起公司的品牌,从而赢得投资者的长期信任。

三、创新发展的大环境为券商资管开展公募基金提供了良好的机遇

证券资产管理业务较公募基金晚了十余年,不过,从2012年5月券商创新大会召开之后,券商资管的市市场环境产生了新的变化,发行新产品的数量和种类有了明显的加速,保证金理财产品、短期理财产品、结构分级产品、券商私募合作产品、券商系信托宝产品不断进入投资者

的视野。特别是2012年11月份以来,券商密集推出盘活客户账户内闲置资金的保证金理财产品,同时7天、14天等短期或节假日理财产品也频频出现,而结构化的分级产品也相继面世。以上产品在风险、期限和流动性上均对以往的产品做了有效补充,填补了过去券商集合理财市市场缺乏带杠杆的理财产品以及无超短期理财产品的缺口,为具有不同风险和流动性偏好的投资者提供了更丰富的理财产品和工具。

创新发展的大环境为券商资管开展公募基金提供了良好的机遇。中国公募基金行业经过二十多年的发展,如今也面临着品种单一、产品同质化严重、业绩与整体市市场相关性强、收益波动较大等问题,创新和突破成为目前阶段行业发展的主旋律。当前,银行存款占据了居民个人金融投资的64%,而股票、债券、基金等比例仍不到14%。因此,基金业需要差异化发展,需要开发出满足不同投资者风险收益需求的基金产品。引入新的实力雄厚、创新力强的竞争者,将有助于推动所有基金管理机构在产品创新等多个领域进行积极不懈的探索,共同促进基金业的健康发展。

(证券之星)

银行理财产品获准设证券账户 对非银机构的“冲击”几何？

作者：忻尚伦 张飒

规模高达10万亿元的商业银行理财产品将被允许开立证券账户。

中国证券登记结算公司(下简称“中证登”)近日发布的《关于商业银行理财产品开立证券账户有关事项的通知》(以下简称《通知》)显示,为了支持商业银行理财产品参与证券交易所标准化债券、信贷资产支持证券、优先股等固定收益类产品的投资,银行理财产品可分别在沪深交易所开一个证券账户。《通知》自12月23日发布之日起实施。

不过,从《通知》来看,银行理财产品仍不能投资股票等权益类产品。

此前,银行理财产品并不能单独开立证券账户。一股份制银行理财产品运作部门负责人表示,能单独开户的积极意义还是在于银行间和交易所两个债券市场的互联互通。“估计要直接投资二级市场尚需时日。”他说道。

优先股加入可投范畴

去年8月底,中证登有关负责人即透露,关于银行理财产品开立证券账户从事股票和债券交易,证监会和银监会正积极研究,稳步推进。而此次监管放行银行理财产品开立证券账户投资固定收益类产品,可谓前进了一大步。

《通知》显示,商业银行理财产品开立证券账户由资产托管人到中证登上海分公司、深圳分公司办理;每一个商业银行理财产品可以在沪、深市市场各开立一个证券账户;商业银行理财产品在开户时应出具承诺函,承诺所开立的证券账户仅用于参与证券交易所标准化债券、信贷资产支持证券、优先股等固定收益类产品的投资,不得用于法律、行政法规、部门规章禁止或限制的证券投资行为;商业银行理财产品开立证券账户的名称为“商业银行名称—理财产品名称”,身份证明文件号码为该商业银行营业执照中的注册号,组织机构代码为该商业银行组织机构代码证中的代码。

农村合作银行、城市信用社、农村信用社等其他银行类金融机构发行的理财产品也适用于该规则。

一直以来,受制于分业监管,商业银行理财产品始终无法独立开设证券账户。而2009年7月银监会发布的《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》,更是将理财资金直接投资于二级市场(除新股申购外)的大门紧闭。

银行业人士表示,此次向银行理财资金开放证券账户,也是“限制性账户”。“因为信贷资产支持证券、优先股等产品,严格意义上讲还是债性很重的固收类产品,仍未涉及权益类品种。”

此外,《通知》允许银行理财产品开立的账户投资于优先股,“这是一个新的品种,等于投资范围又扩大了。”上述理财产品运作部负责人说道。

“投资股市大势所趋”

实际上,虽然银行理财产品不拥有独立的证券账户,但并不妨碍他们投资于二级市场。多数银行理财产品通过借道信托等账户,投资于交易所市场。但随着银信合作监管趋严,这类“绕道”行为也逐渐被收窄。

“我个人觉得,此次虽然只开放投资于交易所债券型产品的账户,但未来直接投资于股票市场应该是大势所趋。”一券商分析师说道。在他看来,此次开放账户最直接的意义是扩大交易所债券市场的流动性,但从长远看,也在为理财资金直接入市进行铺垫。“现在监管层限制银行直接买卖股票,为的是控制银行理财资金的风险。待银行存款保险制度等落实后,应该会逐步放开。”

而在另一名银行产品经理看来,银行若能直接入市,将促使银行壮大自己的研发和投资团队,更符合“大资管”金融体系的要求。

2012年9月,中证登有关负责人就曾公开表示:“关于银行理财产品开立证券账户从事股票和债券交易,证监会和银监会正积极研究,稳步推进。”而根据银率网统计数据,截至今年12月初,中国银行理财产品余额已达10万亿元;2013年全年,各银行理财产品发行量将超过4万款。

(东方早报)

《关于商业银行理财产品开立证券账户有关事项的通知》

各市场参与主体:

为了支持商业银行理财产品参与证券交易所标准化债券、信贷资产支持证券、优先股等固定收益类产品的投资,现将商业银行理财产品开户有关事项通知如下:

一、商业银行理财产品开立证券账户由资产托管人到本公司上海分公司、深圳分公司办理。

二、每一个商业银行理财产品可以在沪、深市场各开立一个证券账户。

三、商业银行理财产品在开户时应出具承诺函。承诺所开立的证券账户仅用于参与证券交易所标准化债券、信贷资产支持证券、优先股等固定收益类产品的投资,不得用于法律、行政法规、部门规章禁止或限制的证券投资行为。

四、商业银行理财产品开立证券账户的名称为“商业银行名称—理财产品名称”,身份证明文件号码为该商业银行营业执照中的注册号,组织机构代码为该商业银行组织机构代码证中的代码。

五、申请开立证券账户时,需提交以下材料:

(1) 机构证券账户注册申请表;

(2) 商业银行营业执照复印件(加盖银行公章);

(3) 商业银行组织机构代码证复印件(加盖银行公章);

(4) 商业银行《金融机构营业许可证》复印件(加盖银行公章);

(5) 理财产品说明书、资金到账证明文件、成立公告、相关机构出具的理财产品登记信息等材料(加盖银行公章);

(6) 承诺函(格式见附件);

(7) 银行对资产托管人的授权委托书(加盖银行公章);

(8) 资产托管人营业执照复印件(加盖资产托管人公章);

(9) 资产托管人法定代表人证明书(加盖资产托管人公章)及法定代表人有效身份证明文件复印件;

(10) 资产托管人法定代表人对经办人的授权委托书(加盖资产托管人公章和负责人签章);

(11) 资产托管人经办人有效身份证明文件原件及复印件。资产托管人再次申请开立此类账户,第(2)、(3)、(4)、(8)、(9)项材料未发生变更的,无需再次提供。

六、资产托管人为银行理财产品申请开立证券账户时,需登记银行理财产品存续期。银行理财产品延期的,应提交延期公告(需加盖银行公章),及时申请办理变更登记。

七、商业银行理财产品名称发生变更的,除需提交本公司证券账户业务规则规定的材料外,还应提供能够证明属银行理财产品名称变更的相关证明文件原件及复印件。

八、银行理财产品到期或被主管机关依法终止的,托管人应于上述情形发生后15个工作日内办理证券账户注销手续。托管人未及时注销证券账户的,在账户内资产处置完毕的情况下,本公司有权直接予以注销。

九、本公司将按照监管部门的要求对商业银行理财产品证券账户开立及 Usage 情况进行统计监测。

十、农村合作银行、城市信用社、农村信用社等其他银行类金融机构发行的理财产品,参照本通知执行。

十一、本通知未作规定的,按照本公司《证券账户管理规则》等相关业务规定办理。

十二、本通知自发布之日起实施。

中国证券登记结算有限责任公司

二〇一三年十二月二十三日

银监会欲实施信托公司的“差异化牌照”制度

作者：陈莹莹

银监会非银部副巡视员19日表示，将修改完善对信托公司的监管评级办法，对目前68家信托公司进行监管评级分类，对不同的公司实行差异化的牌照制度，不同类型的公司允许经营的业务范围将会有所区别。这是银监会非银部副巡视员闵路浩在参加2013年中国信托业年会期间接受记者采访时透露的。闵路浩说，银监会2006年起就已经建立起对信托公司的监管评级办法，与此对应有一套完整的监管评级指标体系，虽然历经两次大的修改，但目前看这套指标也已不太适应信托业快速发展的需求。

“我们现在正在对这套评级指标进行重新梳理，修改后的指标还将进行全行业全覆盖的测试。68家信托公司各有各的不同，要通过全行业指标测试和调整来实现公平、公正。”闵路浩说。

按照信托业年会透露的信息，通过这套监管评级办法，未来至少要将信托公司分成三类：第一类是最好的，可以做所有业务以及创新业务；第二类是发展类，可以做市场上的成熟业务；第三类是成长类，可以做基础类业务。

会议指出，未来信托业“从生到死”，要建立起八项科学合理的机制：完善的公司治理机制，产品登记制度，分类监管、分级经营机制，以净资本管理为基础的资本约束机制，社会责任机制，以生前遗嘱计划为核心的恢复与处置机制，行业稳定机制和监管评价机制。“市场竞争使信托公司优胜劣汰，如何使被淘汰的部分不影响整体，实现个体竞争、群体稳定，减少负外部性，是信托行业整体要考虑的问题。未来发行时需讲清每支信托产品的构成，并明示相对应的社会责任；要将生前遗嘱引入信托业；也考虑让信托机构按资产或资本规模拿出一定比例的资金，成立一个专门的信托稳定基金等。”

闵路浩提醒说，投资者在购买信托产品时必须充分考虑其法律风险、市场风险、信用风险和操作风险。“信托是一种制度不是产品，是一种舶来制度，目前其风险来源于各个方面，我们的信托登记、信托税收等配套制度都存在一定的缺失。信托产品的投资人必须意识到，信托产品并不是固定收益产品，我们的信托机构管理水平还有待进一步提高，存在一定的操作风险。此外，在中国，信托业务是顺周期发展，随着经济波动，本身也面临着相应的风险。”

中国信托业协会在此次年会上颁布了信托业首份社会责任报告《中国信托业2012年度行业社会责任报告》。根据协会公布的数据，2013年第三季度末信托行业整体受托资产规模10.13万亿元，资金信托9.58万亿元。据不完全统计，近年来信托业投资于基础设施、能源交通、矿产资源、农林牧渔、房地产以及关系国计民生重点行业的信托资金，累计占比超过信托业全部投融资总额的80%。

(中国证券报)

信托“抢食”农用地蛋糕，为“名”还是为“利”？

作者：杨乃芬

中国土地制度改革的重点集中在农村建设用地的流转上，而一向在与政府合作领域嗅觉敏锐的中信信托和北京信托却盯上了“农用地”。北京国际信托公司总经理王晓龙表示，在不改变土地集体所有制性质的基础上依靠信托制度实现土地归集，是较好的一种制度安排。

这种信托制度安排的秘诀在于：土地流转信托成为保障农民长期受益的“土地银行”；尊重农民意愿、保护农民利益是土地信托流转的根本要求；土地信托的确权对象不是土地，而是权益份额；信托公司与地方政府合作新出路，旨在三方共赢。

模式选择

10月10日，“中信农村土地承包经营权集合信托计划1301期”（下称“中信信托计划”）成立，涉及安徽宿州市约5400亩土地。11月7日，北京信托在江苏无锡推出“北京信托·土地信托之无锡桃园村

项目”（下称“北京信托计划”），成为继中信信托之后的第二家迈入土地流转市场的信托公司。

土地流转信托的基本原理是：农户将合法拥有或具有处置权限的农村土地使用权作为信托财产，委托给信托公司进行经营管理，实现土地的保值增值，农民定期获得稳定的收益。信托计划到期后，返还农户的土地经营权。

土地流转信托具体操作模式多种多样。解剖已经面世的这两款产品，结构设计也有所不同。

“中信信托计划”的操作模式是：宿州市埇桥区政府将其受托管理的朱仙庄镇两个村570余户、5400亩农业用地的承包经营权进行归集，与中信信托设立信托计划；农户所持有的每1亩土地承包经营权，对应1万份信托单位，全部信托计划共5400万份；信托期限12年。

中信信托作为受托人，将当地农民的土地出租给安徽帝元现代农业

投资公司（下称“帝元农业”），向帝元农业收取租金后，再交由宿州埇桥区政府按土地对应的信托单位分配给农户。

“北京信托计划”则采取了“土地合作社”+“专业合作社”的双合作社设计，即首先将拟进行信托的土地经营权确权到村民个人，再由村民以其土地经营权入股“土地合作社”，土地合作社作为委托人，以土地经营权在北京信托设立财产权信托。不设定固定信托期限，但不少于15年（最短至2028年）。

同时，阳山镇桃园村的水蜜桃种植大户成立“水蜜桃专业合作社”，北京信托代表桃园村土地信托将土地租赁给“水蜜桃专业合作社”。合作社全体股东均为该村有种植桃树特长的村民。

对于这两种不同的模式，两家信托公司如“王婆卖瓜，自卖自夸”。中信信托业务负责人吴超杰指出，中信项目的土地流转后建成循环产业示范园，可以实现农业高产出、高效益、低能耗、低排放，同时还提高农民科技素养，提高劳动生产率、增加就业率，促进GDP大幅增长，具备广泛的示范效应和可复制性。

北京信托则认为，相比引入外界第三方机构，将土地租赁给当地村民发起的专业合作社，能够充分发挥当地种植能手熟悉农村事务、土地特性、种植环境、种植技术、病虫害防治等优势，也能起到谨慎经营、慎重决策的作用，实现土地利用效益的最大化。

在用益信托研究员李旻看来，不同的操作模式各有利弊，不能一概而论。而选取什么样的合作对象以及如何设计产品结构，不是由信托公司拍脑门决定的，而是要因地制宜。

以中信信托计划诞生过程为例，埇桥区朱仙庄镇朱庙村是一个外出务工大村。由于种粮食收入甚微，当地村里50岁以下的壮劳力基本都外出务工，很少人愿意在家种地。村委书记沈家亮说，“累一年亩产才六七百斤粮食，纯收入不过四五百元。”

2011年10月，四处考察为农业循环经济产业园选址的帝元农业董事长张一言来到了宿州。他的目标是建立一个集种植、养殖、生物质能源、精准栽培的循环经济产业园，实现农产品从播种到销售，从农田到餐桌的互联网、物联网、物流网“三网合一”。

按照他的规划，农业循环经济产业园规划远期10万亩，中期规划2万亩，准备5年内投资10亿元。但是农业企业由于高风险性，很难找到投资人。此时公司一位从事金融行业的股东就建议说不妨尝试与信托公司合作，通过开放土地流转信托产品，吸引到大批资金。帝元农业与中信信托沟通后，双方一拍即合。

在数次奔走宿州田间，频繁拜访银监会、证监会后，中信信托终于成功拿到历史第一单土地流转信托产品“准生证”，中信信托的宿州土地流转二次代理（一次委托，一次代理）模式也由此产生——即当地的土地中心通过行政手段把土地集中起来再嵌入信托模式。

“信托制度的灵活性，使得大部分计划流转土地的现实类型都可以装进这种模式，但也要基于各地不同的情况针对性进行模式设计。”中信信托董事长蒲坚设想，对于一些管理情况良好整齐的土地，信托公司就可以直接与农户合作。

不过，中信信托也深知后一种模式操作起来很有难度。“这只是一种理想状况，不排除单个的农户对于外来的信托公司有怀疑甚至抗拒的

态度，必须先借助政府的力量将分散的土地集中起来。”中信信托董事办对外联络部经理王珂告诉本刊记者。

北京信托计划之所以选择股份合作社的形式，与当地的实际情况也密不可分。阳山镇是中国著名的桃乡，水蜜桃产业已经成为阳山镇现代高效农业、生态农业及支柱性农业产业，当地有很多种植能手和生产大户。村民以已经确权到户的土地经营权出资，建立股份合作社。全体股东均为该村有种植桃树特长的村民，员工亦为村民。通过这种形式解决了如何将零散的土地经营权集中的问题，也带动了部分农民的就业。

利益分配

无论采取哪种土地流转的操作模式，参与各方利益能否得到协调统筹，关系到信托计划能否顺利进行。尤其是作为农村领域一项重要改革，维护农民权益至关重要。

中信信托计划中，委托人（农户）的收入为“基本地租+浮动收益”两部分。其中“基本地租”来自帝元农业的年租金。据中信信托业务部门调查，当地农业用地每亩的年转租价格约等值600斤中等质量小麦，而信托计划中每亩农业用地年转包价格为1000元人民币或1000斤中等质量小麦价值孰高值。本刊记者从中信信托处了解到，帝元农业首期租金已经预付给农户。

此外，在扣除土地整理人的投入成本，以及各种服务管理费后的土地收入增值部分的70%，将以“浮动收益”形式返还农户。

帝元农业公司网站上，有这样一段宣传视频：当地村民陈炳辉家里有14亩土地，此次通过信托流转了8亩，除了地租收入，他还在帝元农业打工，每月收入1500元。

他现在最大的愿望就是“盼着剩下的6亩赶快流转出去”。

“通过信托产品的设计，在保持土地性质不变的前提下，能够公平合理地将集约经营提升的地租收入在农户、土地整理者之间进行分配，让农民成为真正受益者。”蒲坚说。

王珂也告诉本刊记者，“农地流转中，中信信托是不收手续费的。目前做的这一单我们基本无利可图。”

可是，信托公司并非慈善机构，土地流转信托业务的赢利点在哪里呢？

按照中信信托的设计，当前信托计划实质是单一的财产权信托，称为“A类”信托。条件成熟时，还要增发B类和T类。其中，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类也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。

本刊独家获得的《“中信·农村土地承包经营权集合信托计划1301期”项目介绍》材料显示，中信信托报酬分为固定信托报酬和浮动信托报酬，前者为B类、T类信托本金的1%/年，后者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的30%。

对于帝元农业来说，高于市场价的承租价格，由埇桥区政府提供财政补贴，短期内帝元农业只需确保信托土地的正常耕种即可实现收支平衡。而根据帝元农业经营计划，将通过建设实施现代农业循环经济，在未来预期实现信托土地每亩每年0.65万元经营利润，较农户分散经营

收益相比有较大幅度的提升。

要实现这样的收益,帝元农业必须获得大量资金的支持。由此可见,信托计划中的B类、T类信托之后能否如期发行,直接关系到帝元农业以及信托公司的收益。

北京信托计划中也有类似的资金募集安排。但目前市场上的信托产品,期限大多在1-3年。由于农业生产有其自身的周期,对应的土地流转信托产品投资期都在10年以上。即使信托公司拥有强大的资源平台,为如此长周期的产品找到足够的合格投资者也并非易事。

况且,T类计划主要为A类基本地租支付和B类信托利益分配提供阶段性的流动性支持,一旦发行时项目流动性风险可能已经初步显现,能否顺利募集存在较大的不确定性。

风险机遇

尽管后续资金募集困难重重,但土地流转中蕴藏的诸多机遇,让众多信托公司心向往之。

在新型城镇化大旗下,土地制度改革不仅与户籍制度改革一起被认为是必须的配套改革,更被认为是新一轮改革红利的重要一环。而近两年国土部在全国大力推动农村集体土地确权登记发证,不少人也将其理解为未来集体土地流转的重要准备之一。

11月12日闭幕的十八届三中全会,明确提出要推动土地改革,给予农民更多财产权。

对于信托公司来说,传统的房地产信托主要以项目融资导向型为主,委托方的资金通过一纸信托计划直接流向资金需求方,信托公司只是承担着“通道”的作用。而土地流转信托使得信托的本源功能真正发挥出来了,有助于其从渠道类信托业务向主动管理方向转型,这将极大地拓展信托公司的业务领域。

中信信托董事长蒲坚近期在各种场合频频谈到土地流转信托,他甚至表示,过去一年里都只关注土地流转信托,别的信托基本不看了。

蒲坚透露,在宿州项目落地后,土地流转信托模式受到了诸多地方政府的关注,并表达出了强烈的合作意向,而中信信托短期内也将有多个土地流转项目密集成立。

据悉,中信信托目前约45个业务团队中,已有4-5个分赴不同地区调研和运作此类项目。“出去跑一趟就是10万亩”。

北京信托总经理王晓龙此前也公开表示,2012年北京信托便成立相关工作组,在北京、江苏、东北、河北等地推进土地信托工作,预计今年流转土地面积将达3万亩左右。

除中信信托和北京信托,多家信托公司都对土地业务高度关注。中诚信信托在探讨包含集体建设用地流转在内的“大流转、大信托”模式;华宝信托已立项研究如何将信托与城镇化、土地流转、养老产业相结合;安徽国元信托、上海国际信托也在积极调研开展土地信托的可能性……

风险与机遇总是如影相随。以中信信托计划为例,信托公司看到机遇的同时,也考虑到该产品至少存在四重风险。

首先,租金不能及时到位的风险。农业生产基础条件比较差,气候、自然灾害、农产品市场价格、国家及地方的扶持或补贴政策等因素都可能影响承租人的经营状况。该项目的承租人帝元农业成立时间较短,总体实力较弱,实施大规模农业项目运作及履行承租方义务的专业能力也有待检验。本计划信托土地的基本地租高于当地目前土地流转的通常租金水平,政府对承租人承诺农业补贴及时到位是项目初期实现资金平衡的重要决定因素。

其次,本计划涉及处理农户、承租人、村集体组织及各级政府多方关系,各方利益能否有效平衡将制约信托利益的实现。虽然信托公司与受益人埇桥区政府、承租人帝元农业签署三方合作协议约定,如帝元农业未能结清对信托计划的租金债权,则该债权由受益人埇桥区政府承接。但由于涉及多方利益以及届时的行业、地区最新政策,实际操作的存在一定难度。

再次,虽然信托公司有一整套监督机制,但是该信托计划前期为单一财产信托。目前在未提供融资服务的情况下,信托公司实质不具备话语权,对相关各方的约束与激励力度相对较弱。

最后,政策变动等因素也会影响后期信托计划的实施。

以上还只是从信托公司的角度看问题。现行制度下,农民是土地流转的主体,却也是弱势群体。有些地方把流转土地当做增加收入的手段,利用高压手段强制流转、侵犯农民利益的案例时常见于报端。土地流转信托普及之前,相关的法律法规、监督机制等必须实施到位。

正如蒲坚所说,“只有不断在业务实践中研究出屏蔽风险的方法,才能把土地流转信托变成一种稳定普遍的业务模式推广下去。”

(地产)

【信泽金动态】

2013年12月21-22日,信泽金商学院在北京市举办了“土地流转信托、土地开发整理和土地项目投融资的金融创新培训”。来自中国银行、招商银行、民生银行、兴业银行、成都农商行、中国银行间市场交易商协会、国有资产监督管理委员会、东方资产、外贸信托、中信信托、北京信托、英大信托、中粮信托、金谷信托、大业信托、新华信托、四川信托、山东信托、渤海信托、浙金信托、国元信托、华澳信托、五矿信托、湖南信托、华能信托、陆家嘴信托、平安证券、华泰证券、中国投资担保、首创担保、招商局蛇口工业区、华盛麓峰投资控股集团、西安鑫龙房地产集团、浙江云澜湾旅游发展、云南艺术家园房地产开发、山东泰山文化艺术品交易所、上海锐懿资产、重庆智玺股权基金、深圳汇中汉唐股权基金、高传投资、四川遂商投资、农银国联投资、天津滨海财富、成都龙投投资、北京德信投资、诚朴资本、融金汇达投资、山东泰合森小额贷款、湖北惠民科技、京都律所、清华大学等近60家机构的120余人参加了会议。

天津市政府正式修改《商业保理业试点管理办法》

《天津市人民政府办公厅关于修改天津市商业保理业试点管理办法的通知》

各区、县人民政府，各委、局，各直属单位：

为促进滨海新区商业保理业试点工作健康发展，经市人民政府同意，决定对市政府办公厅以津政办发〔2012〕143号文件转发市商务委等九部门拟定的《天津市商业保理业试点管理办法》（以下简称《管理办法》）予以修改。现将修改内容通知如下：

一、将拟定单位“市商务委、市金融办、市财政局、市工商局、市国税局、市地税局、人民银行天津分行、国家外汇管理局天津市分局、天津银监局”删除。

二、将《管理办法》第八条修改为：“设立商业保理公司，应当经滨海新区人民政府批准后，办理工商登记手续。”

三、将《管理办法》第十五条修改为：“商业保理公司应当向滨海新区人民政府报送月度业务情况统计表、季度财务报表和经中介机构审计的年度财务报告及经营情况说明书，并对报告和资料的真实性准确性完整性负责。”

四、将《管理办法》第十六条修改为：“每年4至6月，滨海新区人民政府对商业保理公司上一年度保理业务开展情况进行检查。”

五、将《管理办法》第二十四条修改为：“滨海新区人民政府负责商业保理公司的审批与监管。市商务委、市金融办等部门按照各自职能对滨海新区商业保理试点工作进行指导。”

六、将《管理办法》第二十八条修改为：“本办法自发布之日起施行，有效期5年。《天津市人民政府办公厅转发市商务委等九部门拟定的天津市商业保理业试点管理办法的通知》（津政办发〔2012〕143号）自本办法发布之日起废止。”

市政府办公厅2012年12月17日转发市商务委等九部门拟定的《天津市商业保理业试点管理办法》根据本通知作相应的修改，重新发布。

2013年11月27日

中国直销银行下一步如何发展？

作者：巴曙松

直销银行正在成为中国互联网金融浪潮下又一广受关注的新课题。作为一个新生事物，目前国内从理论界到实务界，对直销银行的概念、模式、演进方向尚没有统一、清晰的界定。

从国际商业银行的经营管理实践看，“直销银行”并非新生事物。信息技术和客户行为的变化是影响“直销银行”业务模式的最重要变量。因此，研究直销银行必须基于互联网金融的生态环境，着眼于直销银行作为销售渠道在新环境下的功能和定位。与传统金融不同，互联网金融是共生和竞合的生态。通过对国际直销银行最佳实践的研究，本文认为国内直销银行的发展不会是单一模式的发展，作为独立于实体网点的销售渠道，直销银行将经历内部竞合到外部竞合的演进方向，把握其中的关键点是直销银行模式成功的关键。

一、直销银行的发展：信息技术和客户行为是影响直销银行的最重要变量，互联网金融环境下竞合的生态是直销银行大力发展的根本原因。

“直销”的概念来自实体经济，是相对于“分销”而言的。虽然商业银行提供的是无形的服务产品，但是，不断膨胀的分支行运营成本成为影响商业银行损益表的最主要因素。

虽然直销银行缘起于商业银行降低成本的需求，但是，互联网金融环境下竞合的生态才是直销银行大力发展的根本原因：一是“数字一代”的壮大，互联网的广泛应用推进金融的普惠化；二是支付环境大大改善，监管环境也大为改善，银行间、银商间的竞合体系逐步完善，渠道竞争和渠道合作成为常规；三是电子商务特别是平台的开放。

二、直销银行的模式：作为主要依托电子手段的销售渠道，在内部竞合关系中，建立针对目标客群、独立封闭的渠道体系是直销银行模式成立的关键。

从当前国际直销银行的实践来看，直销银行主要有以下几种模式：

（一）纯粹的网络银行。以 SecurityFirstNetworkBank (SFNB) 为代表，它是全球第一家纯网络银行。纯粹的网络银行建立之初，以网民服务为宗旨，其业务模式和用户体验更贴近互联网用户习惯，更能吸引年轻的个人用户。但是，由于完全缺乏母银行的品牌、安全的基因，在商业模式、信息安全和客户服务方面，纯粹的网络银行面临更大的挑战，对所在国网络用户普及率和监管政策依赖度较高。

（二）全球性的直销银行。以 INGDirect 为代表。在成立 INGDirect 前，荷兰国际集团在海外的对公业务和保险业务已占据一定的市场规模，

但尚无零售业务。1997年，在加拿大首创大获成功后，迅速向全球多个国家复制。INGDirect 通常是目标国家市场的首位直销银行，三年左右即实现盈亏平衡。经历2008年金融危机后，INGDirect 逐步收缩，出售了在北美和英国等多处的直销银行业务，专注在欧洲的业务发展。

从发展海外零售业务开始的 INGDirect 模式，成为目前直销银行的样板，但是由于直销银行的市场份额和先发营销模式，INGDirect 模式是很难复制的。

(三) 作为子品牌的直销银行。依靠母公司集团，针对独立的客户群，建立独立的子公司和子品牌，通过电子渠道进行直接销售，这是目前欧洲国家比较多的直销银行模式。作为子品牌的直销银行，没有建立完全独立的组织架构，基本上是前台独立，中后台与母银行共享。依托母银行集团的品牌影响、企业信誉、资金实力和后台支持，作为子品牌的直销银行模式得以大力发展，在北欧等互联网渗透率高、市场集中度低成为主流。

(四) 作为事业部的直销银行。以汇丰 Direct 为代表。汇丰 Direct，仅作为客户的附属增值账户，关注能带来存款额的客户，强调模式创新和低成本。

汇丰 Direct 发展的初衷，和目前我国中小银行面临的负债压力大、网点偏少的情况有些类似。但是，作为事业部的直销银行，如何真正建立独立的网络用户群接受度高的品牌，仍然是一个挑战。

结合国内电子银行发展和监管实际，我们认为，将具有独立银行牌照作为直销银行模式成立主要标准并不合适。直销银行模式成立的关键，应该是具有独立的门户、独立的客群、独立的产品体系、独立的核算体系，特别是前台销售渠道一定要独立。

三、直销银行的关键：总结国际直销银行的最佳实践，作为独立的销售渠道，在互联网金融生态下，处理好内外部竞合关系是关键。

(一) 差异化的战略定位。面对不同的竞争标杆，建立差异化的战略定位，是直销银行建立合理竞合关系的关键。由于直销银行在业务开拓中先发优势明显，作为全球性的直销银行，INGDirect 以“目标国家市场的首位直销银行”和“客户的第二选择银行”为战略定位，以最简单、基本的银行产品和服务满足客户主要的金融需求；汇丰 Direct 通过互联网渠道吸引存款客户为主要的战略定位。针对不同的战略定位，INGDirect 等直销银行都设计了完全不同于母公司的品牌体系。

(二) 补充性的客户定位。以新客户的获取为主要目的，紧盯专属客户群，作为传统网点的补充，而非蚕食传统网点的客户资源，是直销银行与传统网点建立竞合关系的关键。如前所述，直销银行瞄准的目标客户主要是数字精英，这些客户对电子渠道接受程度高、对网点依赖性

低，接受网络、电话等直销渠道，看重便利性，相对于传统银行的实体网点，这一客户定位本身就是补充性的；同时，作为子品牌的直销银行，在客户定位中都建立了自己的专属客户群，如德意志银行集团的三家银行瞄准不同客群，之间很少有交集，大部分 DB 和 Postbank 客户需要到网点完成业务，Norisbank 专注于数字精英；汇丰 Direct 的主要目标是吸收存款，而非在电子渠道提供全面银行服务，强调做客户的附属增值账户，而非主要账户，开发具有创新、低成本的业务模式来服务和获取客户，并未显著蚕食传统网点的客户。

(三) 专属化的产品体系。不论是作为独立的子公司，还是作为事

业部，建立专属化的产品体系，面对细分客户群，进行独立的渠道销售，是直销银行在竞合关系中建立和完善自身商业模式的关键。直销银行普遍建立了专属化的产品体系，而且产品设计简单、定价往往优于传统渠道产品。直销银行的产品品类少而全，基本覆盖支付、投资、融资领域，但每个种类产品数量有限。如 INGDirect，从简单的储蓄账户起步，最终扩展到储蓄账户、按揭贷款、股票账户、养老金账户和企业储蓄账户五类，但整体提供的产品总数却在减少。针对直接渠道的产品，设计时限定狭窄的产品范围，最大限度地减少客户互

动的需要，以降低成本。同时，建立专属的直销渠道，在设计与功能上区别于传统电子渠道，渠道设计简单易用，且注重融入销售元素。依托互联网的规模成本优势，INGDirect 的盈利来源于利差收入，而不是国际主流的非利差收入。

(四) 包容性的渠道平台。从国际直销银行的领先实践看，首先在网点渠道上，并非完全是空中渠道，Openbank 等子公司直销银行借助的是母银行的物理网点；INGDirect 也不是纯互联网的，它通过线下的 ING 咖啡馆支持线上业务，将咖啡店店员培训为金融顾问，能够以没有术语的方式与客户沟通对话，提供产品建议。其次，在运营平台上，如前所述，除 INGDirect 建立完全独立的组织架构外，作为子品牌的直销银行，基本上都是前台独立，中后台运营与母银行共享。第三，在营销平台上，虽然很多直销银行奉行的都是纯线上经典营销的模式，几乎不依赖于集团现有客户，但作为子公司的直销银行并不排斥网点推荐，甚至是第三方合作的形式。最后，我们看到，在德国这样市场成熟度高、集中度低，直销银行比较多的欧洲国家，除 INGDirect 自建自己的自动取款机系统外，其他的直销银行要么是加入自动取款机联盟，要么是为客户提供能够免费取款的 VISA 或万事达信用卡。

四、当前中国发展直销银行的政策建议

(一) 随着“数字一代”的成长，国内开展直销银行的市场环境已具备，把握先发优势最为重要。

BCG“数字一代调研”的结果显示，中国“数字一代”人口将从



2013 年的 5200 万增长到 2017 年 1.1 亿，中产和富裕族互联网渗透率五年内将增长 4-5 百分点，城市网银渗透率五年内增长 20 个百分点。简单测算，中国直销银行潜在客户规模超过 3000 万，五年后可达 6000 万。从国际直销银行的实践看，在直销银行发展中，先发优势明显。因此，抓住“数字一代”的客户需求，率先在中国建立真正直销银行业务模式的银行，将能够收益明显。

(二) 从事业部模式起步，逐步打造子公司的直销银行，建立合理的内部竞合关系。

汇丰 Direct 在美国的成立背景与今天国内中小银行现状有相似之处：一是如何提升存款规模成为业务进一步拓展的关键挑战；二是网点不足成为制约存款规模进一步提升的瓶颈之一，特别是城商行受到跨区域设点的限制，这一需求更为迫切。

从我国的监管政策和法律环境来看，目前银行要取得独立的直销银行牌照尚有困难，建立事业部模式更为现实。但是，从国外直销银行的实践来看，事业部和内部计价的汇丰 Direct 并非主流模式。仅作为一个事业部，在内外部竞合关系中，与母银行难以形成明显区分，客户感受程度较低。长期来讲，直销银行还是要发展为独立的子银行，针对独立的客户群，建设独立的品牌体系。

直销银行在中国是否能成功实践，取决于银行内部能否真正建立一个独立的竞合主体，关键点有以下几个：

一是聚焦“数字一代”，建立独立的产品体系。产品设计要简化，界面设计要简洁，做到简单、专属、优势、创新、标准化；二是要处理直销银行和分行的竞合关系，建立真正的事业部体制；三是要处理好直

销银行与内部渠道整合的关系；四是要细分客群和产品，尽快建立直销银行独立的品牌。

(三) 作为银行内部事业部的国内直销银行，在处理好内部竞合关系的基础上，通过强化内部整合，获取外部竞合的有利地位，是直销银行快速发展的关键。

国内互联网金融将是互联网企业和金融企业共生和竞合的生态，从国际经验看，在直销银行领域，银行端处于强势。从中国的监管环境看，由于借记卡实名认证、理财产品亲见亲签等规定，虽然第三方支付、阿里小贷、淘宝理财等迅猛增长，但在直销银行的监管和执照发放方面，预计互联网企业难以有快速进展。

为此，作为银行事业部的直销银行，要摆脱传统渠道的强势地位，不仅是做一个超级分行，而且必须利用当前互联网金融的竞合关系，强化内部整合，获取外部竞合的有利地位，利用外部平台，迅速做大做强。一是内部整合，形成外部竞合的统一接口。首先把自己内部的系统整合好，以一个统一的虚拟账户与互联网公司的账户对接。二是抓住时间窗口，积极开展与大型电商平台的合作。三是积极开展与第三方支付等新型互联网金融企业的合作。从中国当前互联网金融发展的实际看，第三方支付等企业对于发展为直销银行，既难以跨越监管政策，也缺乏内部动力。作为独立销售渠道的直销银行，应在支付结算、客户结算等方面强化与第三方支付公司的合作。四是要开展与非金融领域最佳实践公司的合作。直销银行的长期目标是从事业部发展成为独立的子公司。

(东方早报)

污水处理产业有望迎来飞跃式发展，如何与金融资本合作？

从投资额度来看，十二五规划城镇污水处理新增能力 8329 万立方米/日，相对十一五新增能力 6478 万立方米/日，规模上增加 28.57%，总的投资额则增加约 14%。从投资区域来看，大中型城市的污水处理能力已经较高，未来投资的重点将集中在县级城市。因此，此次《草案》的主要内容是集中在加强污水排放和处理的监管，污水处理的运营商受益较大。

事实上，国务院早已将城市排水与污水处理提上议程。国务院日前印发的《关于加强城市基础设施建设的意见》就要求，加快推进节水城市建设，在水资源紧缺和水环境质量差的地区，加快推动中水和污水再生利用设施建设。到 2015 年，城镇污水处理设施再生水利用率达到 20% 以上。金融界首席分析师赵欢认为，随着工业化进程的继续、城市化发展的加快及居民生活水平的提高，污水排放量将保持一定的增长，加上国家重视，污水处理产业有望腾飞。

从十二五规划来看，在十二五期间，污水处理行业的发展既会有行业规模的提升，也会有行业标准的提高。因此，无论是从量抑或是质上，污水处理行业都蕴含着较大的发展机遇。

投资者可关注处于污水处理产业链中下游且具有强大外埠拓展能力的市政污水处理企业及处于产业链上游的以球墨铸铁管为主营业务的企业；以及处于污水处理产业链中上游的拥有全套膜材料制造技术、膜组器设备制造技术和膜生物反应器水处理工艺企业以及污水处理厂等。

(作者不详，欢迎认领)

未来一批小贷法人真会“人头落地”吗？

作者：孙立文

2013 年就要过去了，因为已经有很多创业公司“先烈”离我们远去了。而互联网金融这片竞争愈发激烈的创业创新领地，也将会有更多的先烈。C2C 创业的孙立文认为，互联网金融中的 P2P 们都将成为先烈，而 C2C 才是符合国家法律规定的互联网金融正道。

我想开几炮，当然不是向嘉宾开炮，而是为互联网金融开炮，开几个法律问题的炮。

先从线下讲，刚才刘俏教授讲了线下的 P2P，在我们体系叫做 C2C，里边有几个问题。

在我们中国现在有几个法律问题：

第一条，利用自己的钱放款，诸如小额贷款公司，他的钱放完了怎么办？再放的款从哪里来？我在今年的 1 月 6 号的第十四届北大光华新年论坛上讲过，中国的一些条例，比黄灯还厉害。刚才我们雁南老总讲的小额贷款公司 7800 多家，上一年是 5900 家，不到 11 个月增加这么多。中国的小额贷款公司是有点条例的，条例即法规。第一条，注册资金的一半用于放款。现在 7800 多家公司，有多少家严格按照注册资金的一半进行放款的。

第二条，说小额贷款公司经营范围不能出注册地，就比如说在北京朝阳区注册的小额贷款公司，业务范围不能出朝阳区，现在有多少小额贷款公司的业务范围出了这个区了。

第三条，你每笔业务需要到当地政府指定部门去报备，你每笔业务都报备了吗？

第四条，为了支持三农，农业、农村、农民，你五万块钱以下的贷款需要占有一定的比例，你占了多少比例。

第五条，条例明确指出小额贷款公司资金不足时，允许向两个不同商业银行去融资。请问，现在 7800 家小额贷款公司，当你的注册资金一千万，两千万，五千万，七千万，一个亿，两个亿半年都放出去，没有放一个月、两个月的，你放一年、两年的，那下半年你的钱从哪来的，是银行给你融资吗？银行凭什么给你贷款。我们大龙行长凭什么给小额贷款公司贷款，小额贷款公司的利息比他高，把钱放出来跟他竞争吗？这个条例出的就有问题。我当时考虑中国是不是出很多的政策性银行给小额贷款公司进行贷款，没有出啊。

第六条，所有的小额贷款公司，所有的股东和法人，希望做小额贷款公司的唯一动力就是转制为村镇银行。条例说小额贷款公司经营三年以上，正规合法可以转为村镇银行。2008 年、2009 年包括 2010 年上半年，那 3000 家小额贷款公司的法人与主要股东抱着一个憧憬的希望，希望他们正规合法，转为村镇银行的银行身份，但是 2010 年中，村镇银行又出规定了，出什么规定呢？商业银行必须控股。

所以，我们看到小额贷款公司，干了两年半、三年，不赚钱，还正规了，我们想干村镇银行，但是我们说了不算。说了不算我们就没有动力了，是吧？所以这是小额贷款公司条例中六大点。

我问一下雁南老总，你现在跟小额贷款公司合作，哪一家小额贷款公司万一违规了，是不是要牵扯你啊。我开玩笑，这是第一点。

刚才我说要放几炮。线下真正的 P2P 很可怕。第一你线下的 P2P 按照法律永远不能放高利贷，是吧，永远不能形成资金池，不能做 P2P，永远要做 C2C，点对点。所以一提起 P2P，基本上老百姓就骂你，说你这个放高利贷的。你就是形成资金池，你形成资金池就要涉嫌吸收公众存款，我说的是涉嫌。第二个是你可能不承诺保底收益，你员工承诺了。第三你可能没有见到钱，你的钱是利润，你可能挣利差了。有没有可能，老百姓会提问的。

所以我不认为讲线下的 P2P 是那么的美好，我认为线下的 P2P 现在就是一个反面的词。当然了我不知道各位老师与同学，有没有研究过网上的 P2P。网上的 P2P 更可怕，什么 P2P，P2P2P。这人不能撒谎啊，撒一句谎要十个谎来圆。P2P，一万五千个员工去 P2P 啊。

咱们中国跟孟加拉不一样，假设尤努斯先生借给孟加拉一个妇女三千元，干什么，编鸡筐，借三个月，到期孟加拉妇女马上还，为什么？人家说我这一辈子借三千块钱不还，我下辈子进地狱。中国呢，我做过试验，2007 年也是对农民做了支持的，男的杀鸡，女的编筐养鸡，借了三个月，



三万块钱，我们还通过妇联背书借出去了，三个月之后就是不还你，打死也不还，为什么？他觉得这一辈子挺好，没有下一辈子，下辈子干什么不知道。这是第一个。观念不一致。

第二，我们的政府相关部门在数据统计上喜欢用概率，就造成了全国老百姓都会编数据，刚才说做数据，不用做，会编数据，全民都一起编数据。全国都做这件事。所以你还做普惠金融，你做三千块钱，三万块钱，P2P。网上北京想借三千块钱，青岛想放三千。网上配对，马上配成了，三千块钱，说无所谓，我打上去，我直接点对点打过去，没有问题，三万呢？三十万呢？三万就可能放款人说不同意，跟我见个面，不见面我不愿意放。我们未来十年，我们都可以在网上把所有的房产都要公布出来吗？房管局都可以把所有的房屋，每套房屋都公布出来，没有问题，我们北大那么多同学做的指纹系统，识别系统都可以放在网上没有问题。但是网上的P2P，请问中国人因为缺信可以放三千、放三万，敢放30万吗，这边的P就想借三百万，那边得有多少个三万的P啊。

所以，在现阶段，做网上P2P，我认为会成先烈，不会成为先驱。网上只能做信息技术。不要跟金融挂钩，谁跟金融挂钩，谁就离当先烈不远了。

还有做P2P2P的。一个五万的P，十个五十万，一百个五百万。恰恰我们这个教授要借五百万，他要集合一百个五万的P，先集合到自己的手里，然后给一百个五万的P年息10%，跟教授说年息12%，第一个涉嫌赚取利差，第二个涉嫌非法吸收公众存款。我们法规规定向30个以上不特定自然人，就是涉嫌非法吸收公众存款了，给我一百个胆不敢这么做。

（注：对非法集资问题的主要认定依据是《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》。根据该司法解释，非法集资应当同时满足四个条件，即（一）未经有关部门依法批准或者借用合法经营的形式吸收资金；（二）通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传；（三）承诺在一定期限内以货币、实物、股权等方式还本付息或者给付回报；（四）向社会公众即社会不特定对象吸收资金。）

另外是五十万，三百万，那边的P不够，需要发展员工，让员工找P，找姨、姑、舅舅、姐姐都拿五万块钱，然后给员工提成，是不是涉嫌“老鼠会”。

刚才殷勇主任讲金融是要严格监管的，第一条要严格监管的，所以说你凭什么做P2P2P呢？我本来和教授定一年期，给这个教授是三个月，给殷勇主任是六个月，金额错配，时间错配。这在我们银监会、人民银行是不是最害怕的。

所以我认为我放这几炮，我觉得是让做互联网技术的年轻人清醒清醒。在五年以内希望一批“海归”在淡水里养一养。

我在两年以前请教过我们中国一个80多岁的金融界泰斗，我不说他老人家的名字。他问我关于对小额贷款公司的看法，刚才那六点我跟他谈了。他给我这样说，说我说得非常对，五年以后中国一批小额贷款公司的法人（指法人代表）将人头落地。我说有那么严重吗？大家想不想，有没有这么严重？法律，条例即法规。在任何一个国家，任何一个社会，遵守一个国家的法律法规，原本是最低层面的要求。遵守一个组织的文化，还有这个组织的规章制度是中等层面的要求，一个人的品德是最高层面的要求。而在我们中国这35年，恰恰这三个层面都倒过来了，什么是品德，踩在脚底下的是品德，而法规呢，无所谓。

我想通过我这个“土鳖”的说法，来给中国现在的所谓的打引号的互联网金融泼冷水，请从事互联网金融的有志之士，看看中国的法规，银行拿储户的钱来放款，小额贷款公司拿自己钱的一半来放款，你要做金融中介或者是撮合，你是撮合放款，你不要拿来，你拿来就犯法了。

我补上两句话，刚才说到与融资性担保公司的问题，我以一个过来人的想法告诉各位。中介加担保等于死亡。

河南省，整个一个省2012年以前的六年时间，做的商业模式是中介加担保。大家去看看安阳是怎么样崩盘的。中国的融资性担保公司，本身就是一个错误。等到你让他担保完了，真的还不上钱了，90%告诉你对不起，我也没有钱。你爱咋的咋的。这就是结果。

所以，在设计商业模式的时候，尽量只做中介不要做担保。包括外包的担保，你给银行实收资本一个亿以上的担保公司可以，不要相信融资性担保公司。那本身是一个错误，错误加错误，永远是错误的。偶然加偶然，永远是偶然。必然加必然才是必然。所以我是说这一点。

（根据孙立文，在北大光华金融分论坛演讲整理）



❖ 资管业务

中信信托——安徽宿州农村土地承包经营权信托案例详解

作者：蒲坚

项目投资分析

以下就安徽帝元农业未来可能涉及融资的产业园项目的可行性规划进行介绍：

帝元农业循环农业示范园园区总投资预计 9.41 亿元，其中主要包括温室类、农业辅助设施类、基础设施类、景观及其他投资类估算，主要分三期进行投资。一期建设资金主要用于园区基础建设（如道路、农田水利、给排水系统、电力电讯、燃气设施等），建设高科技设施（园区综合管理办公设施、种苗繁育、蔬菜快繁、生态养殖等）。

二期资金主要用于构建更加全面的科研实验平台和农业产业延伸平台，具体体现在农业科研实验园、现代综合物流园、生态养殖产业园及设施农业生产示范园，同时增加基地软实力建设，构建科研核心竞争力。

三期资金用于进一步提升基地软硬件建设水平，并在原有建设成果上加强基地社会服务功能，扩大服务范围。

本项目建设投资总估算额为 9.41 亿元，由建设投资 8.94 亿元、建设期利息 2823 万元和流动资金 1877 万元组成。本项目企业启动资金 2 亿元，拟申请国家及省市专项资金 3 亿元，同时向有关银行申请项目 5 年期贷款总额约 2 亿元，通过向社会引进战略投资者融资约 2.41 亿元。项目建设期为 5 年，第一年计划投资 16%，第二年预计投资 28%，第三年投资 30%，第四年投资 15%，第五年投资 11%。

1. 远景规划

种植业基础设施预计总占地 1508 亩，其中智能温室规划 268 亩，日光温室规划 482 亩，共 188 栋，建设面积约 92496 平方米；钢架大棚规划占地 758 亩，共 332 栋，建设面积约 250200 平方米。日光温室和钢架大棚主要用于有机蔬菜、瓜果和高效药用植物的生产。年产有机蔬菜 6800 吨，年销售产值 7480 万元。

养殖业占地 2493 亩，其中水面面积 1730 亩，年出栏 8 万头猪，水产 1730 吨，水禽 20 万只，年总收益 11600 万元。

加工业占地面积 670 亩，建设年屠宰加工畜禽类 20 万头（只），实现冷藏肉 1.5 万吨/年，副产品 3000 吨/年的产量的屠宰加工工厂一座，年产有机肥 5 万吨的有机肥生产厂一座，年产磁疗 3 万吨的饲料加工一座和日处理能力 200 吨

生物废弃物的生物质能源处置中心一座，年产值 53761 万元。物流业规划占地 838 亩，其中发展备用地 382 亩，年吞吐量 100 万吨。建设包括数字物流中心、冷藏保鲜中心、仓储中心、物流配送中心、停车场等。大田种植业耕地面积 20535 亩，其中小麦 20000 亩，早稻 4500 亩，玉米 8500 亩，大豆 5000 亩，花生 300 亩，棉花 400 亩，红薯 1030 亩，苗木 535 亩。总产 2.1 万吨，年效益约 4525.5 万元。

2. 成本费用假设依据

帝元农业循环农业项目成本费用主要包括原材料、燃料动力费用（为不含增值税价格）；职工薪酬福利费用按照 25000 元/人估算；固定资产折旧和摊销费用：房屋建筑折旧年限为 20 年，折旧率 5%，机械设备折旧年限 10 年，折旧率 10%；维修费按照折旧费的 35%估算；其他费用按照营业收入的 5%估算；管理费用按照营业收入的 8%估算；营业费用按照营业收入的 6%估算。

据此达产年生产成本约为 49087.25 万元；总成本费用约为 74140.84 万元。

3. 营业收入估算

项目达产年产品产量为：商品猪 8 万头，工业甲烷 150 万立方米，饲料 3 万吨，有机肥 5 万吨，年吞吐货运 100 万吨，水产品 1730 吨，果蔬 6800 吨，粮食 21025 吨，棉花 100 吨，水禽 20 万只，花卉、苗木 3 万株。预计产品价格为生猪 14 元/公斤，冷藏肉 20 元/公斤，饲料 5000 元/吨，有机肥 1500 元/吨，生物能源无害化处理 100 元/吨，设施蔬菜 11 元/公斤，工业甲烷 3.54 元/立方米，小麦 2000 元/吨，早稻 2000 元/吨，大豆 4000 元/吨，花生 3000 元/吨，棉花 6000 元/吨，红薯 1200 元/吨，水禽 20 元/只，水产 12 元/公斤。

本项目的营业税金及附加包括城市维护建设税和教育费附加免征收，增值税免征。预计项目的年营业收入不含税 93548.1 万元。

4. 项目利润

项目年平均利润约 16326.86 万元，预计所得税约为 4081.72 万元。

5. 盈利能力分析

按照生产年平均估算的总投资利率为 25%，内部收益率为 21%（税后），投资回收期为 7.52 年（税后），总投资利润率约为 17.35%。

6. 对于承租人履约能力的判断

根据业务组人员对于项目前期的尽职调查,目前安徽帝元农业循环经济产业示范园项目尚处于筹备阶段。除部分设施农业(日光温室建成2个、钢结构大棚建成13个)和区域内土地整理外,项目目前95%流转土地面积仍用于大田作物种植。

考虑特殊情况,农地在当地民间流转的成本约为每年600斤小麦等值人民币,帝元目前流转的土地成本约为每年1000斤小麦等值人民币,当地政府为鼓励该项目,对于帝元农业实施农业补贴,约每亩每年400斤小麦等值人民币。基于上述信息,帝元农业在安徽宿州当地流转的农地价格基本上与市场价格一样,若不考虑自身使用,将农地反租给当地农民,亦能实现收支的平衡。

正常情况下,设施农业的投资收益率要高于正常的大田作物种植,结合帝元农业对于未来产业园发展规划和项目现状,项目组人员认为帝元农业有能力偿付每年需要支付的租金,履约能力较好。

信托财产运用及退出方案概述

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予承包方,并视情况进行土地整理和农业设施建设投资(即“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》约定的方式做出相应承诺。

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增加地租收入,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。

利益分配方案

1. A类信托单位取得的信托收益的分配

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类信托单位取得的信托收益的分配

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。

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。

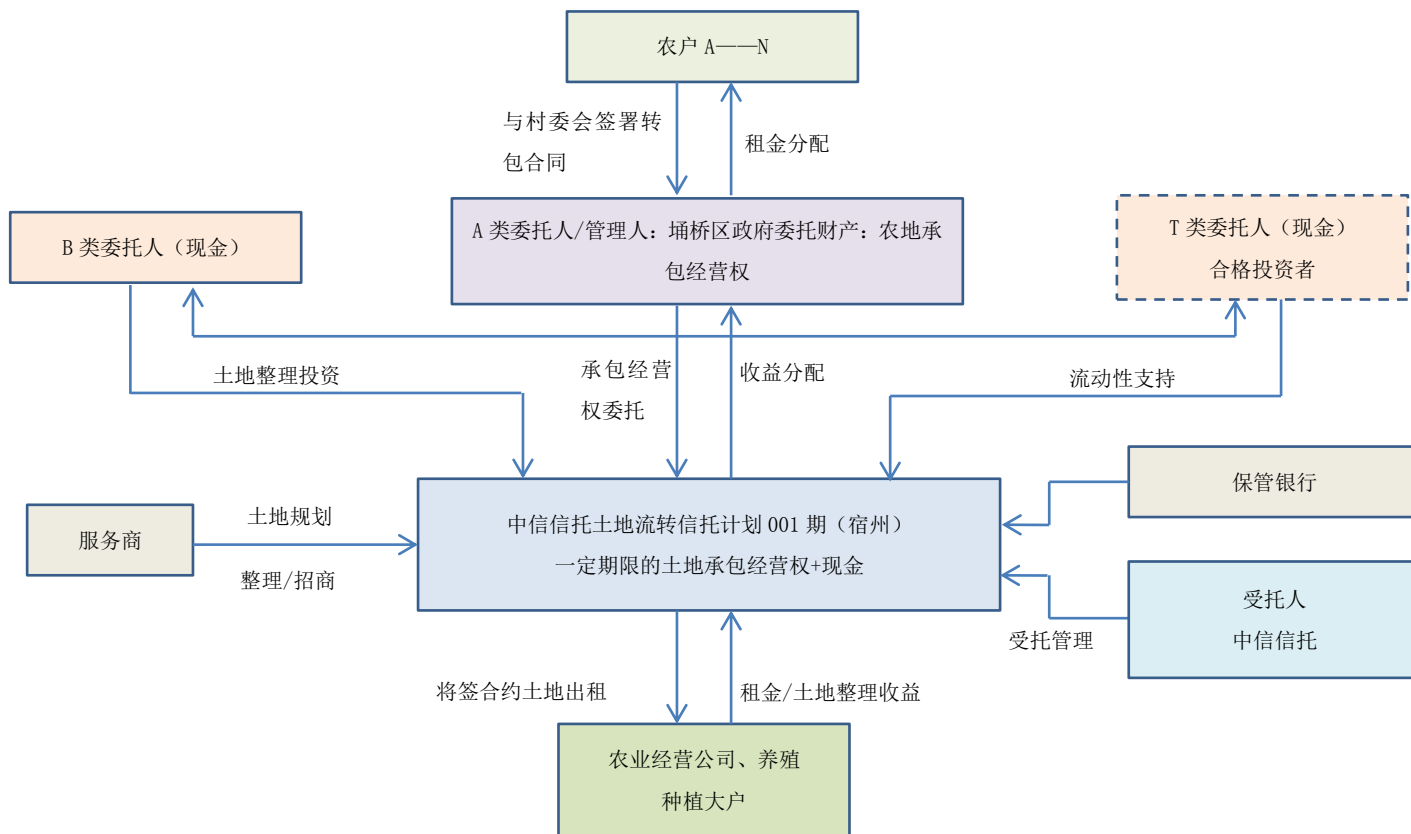
第二，T类委托人以现金认购本信托计划发行的T类信托单位，T类委托人缴付的1元T类信托资金对应1份T类信托单位。T类受益权的存续期限、预期收益率、预期收益和投资本金的分配方式等条件由其发行时的信托文件规定。

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。

交易结构设计

（一）交易结构（设立阶段）

信托结构说明（详见图）



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。

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,应从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。

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。

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。

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、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、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、塔桥村的5400亩土地承包经营权。

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. 信托运用结构说明

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后整体或分开出租予承包方,并视情况进行土地整理和农田水利基础设施建设投资(即“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》约定的方式做出相应承诺。

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从信托土地的地租收入中获得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。

3. 风险控制措施

为切实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、个人或企业资信等。

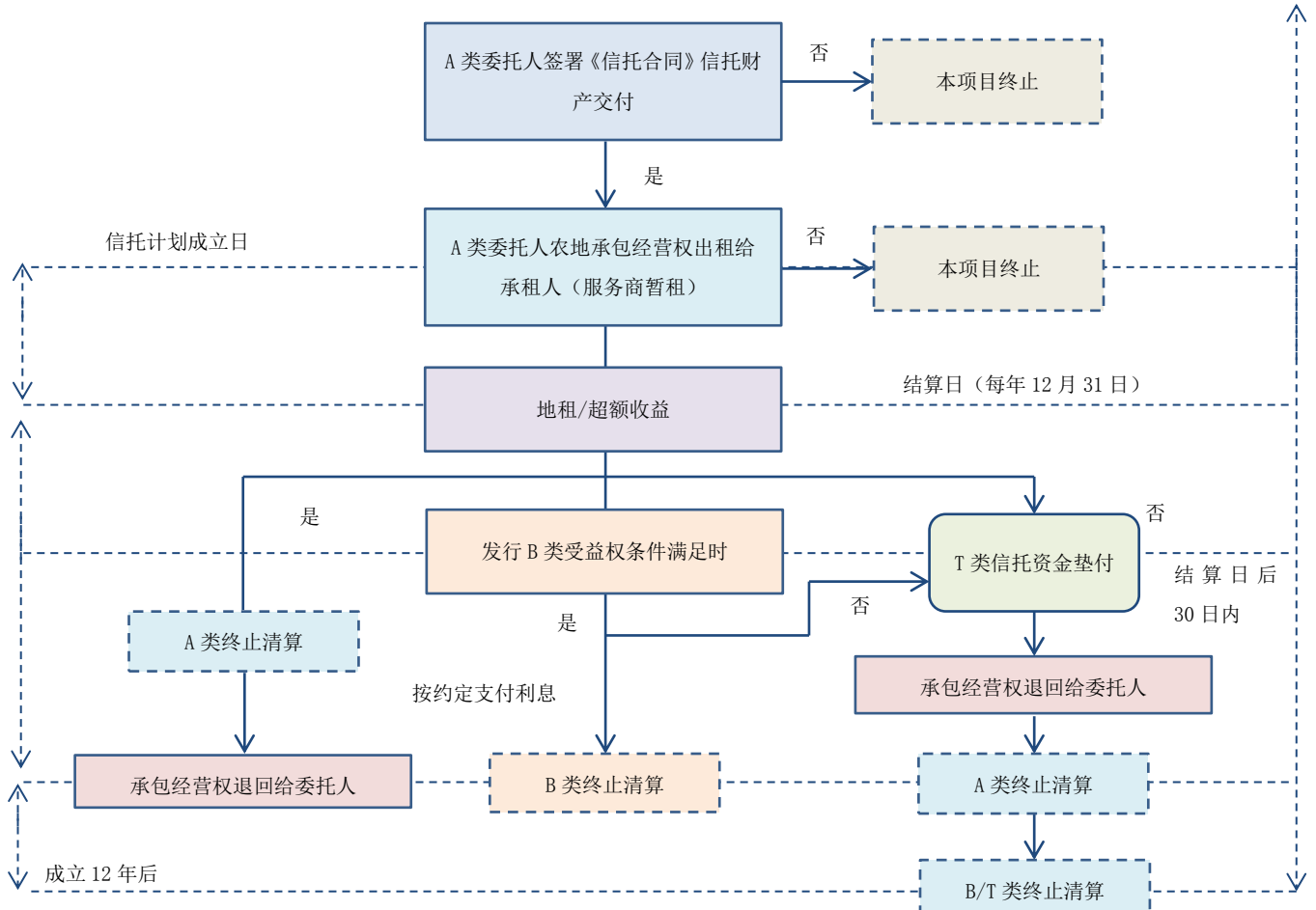
第三,服务商对土地承包经营权收入等业绩指标按照《服务商合同》约定的方式做出相应承诺。服务商承诺确保信托计划项下获得的租金收入能够覆盖全部A类受益人的A类基本收益。如发生信托计划实际获得的租金收入不足以支付届时应付的A类基本收益时,服务商应按中信信托要求

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。

交易结构(运作及退出阶段)



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(即“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》约定的方式做出相应承诺。

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:信托计划预定期限届满;信托计划提前到期;信托目的已经实现或无法实现;受托人职责终止,且未能按照本合同的约定产生新受托人;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,清算报告无需审计。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。

(本文节选自中信信托董事长蒲坚所著《解放土地——新一轮土地信托化改革》)

土地增值税清算如何恰当选择“时机”？

作者：华税律师事务所中国税务部

今年5月初，一篇《万科等29家房企被疑拖欠640亿土地增值税》的文章引起了社会的广泛关注，土地增值税一时成为社会各界广泛关注的课题。时隔一月，国家税务总局在6月20日颁布《关于进一步做好土地增值税征管的通知》（税总发〔2013〕67号），文件明确要求各地税务机关对近几年积压未清算项目进行全面清算。11月24日，央视《每周质量报告》报道，自2005年至2012年8年期间，全国房地产开发企业应缴未缴的土地增值税总额超过3.8万亿。房企欠税一事一经曝光，立刻在行业内外引发轩然大波，直至11月26日税务总局财产行为税司负责人公开表示，欠税3.8亿的推算方法不正确，这场风波才得以平息。税务总局在公开表态时也特别强调了下一步的工作重点，那就是进一步完善制度措施，加强土地增值税征管。如果把这一年来发生的事联系起来，我们不难得出一个结论，一场大规模的土地增值税清算风暴即将来临。

近年来房价的不断攀升，房地产迅猛发展，为遏止房价的过快上涨，中央出台了一系列调控政策，税收作为经济的杠杆，在其中发挥着重要的作用。为此，2010年国家税务总局颁布《国家税务总局关于加强土地增值税征管工作的通知》（国税发〔2010〕53号），要求各地加强土地增值税征收管理。文件下发当年，全国土地增值税即突破1000亿，达1278亿元。以后便迅猛增长，2011年为2063亿元，同比增长61%；2012年为2719亿，同比增长32%。目前，在国家税务总局狠抓土地增值税清算的背景下，华税律师预测，2013年全年土地增值税将破3000亿大关。

由于房地产的开发周期长、投资活动复杂，地方税务机关在土地增值税清算上存在畏难情绪，同时房地产企业也存在侥幸心理，所以很多房地产企业都没有依照法律严格进行土地增值税的清算工作。加之土地增值税为地方税，而各地“土地财政”现象的普遍存在，地方政府出于多方面考虑，并未加强对土地增值税相关税收政策的执行力度，因此，房地产企业偷漏土地增值税的情况较普遍。但从目前中央的态度来看，加强土地增值税清算已成必然之势。而如何选择清算时点，这将是进行土地增值税清算的首要问题。

土地增值税清算分为“自行清算”和“要求清算”两种，对于自行清算的，纳税人必须按照规定的时间和要求主动清算；国税发〔2009〕91号第九条规定：纳税人符合下列条件之一的，应进行土地增值税的清算。

- （一）房地产开发项目全部竣工、完成销售的；
- （二）整体转让未竣工决算房地产开发项目的；
- （三）直接转让土地使用权的。

符合“自行清算”条件的项目，纳税人应当在满足条件之日起90日内到主管税务机关办理清算手续。对于要求清算的，纳税人应在收到税务机关书面通知的情况下，再按规定清算。根据国税发〔2009〕91号第十条规定：

对符合以下条件之一的，主管税务机关可要求纳税人进行土地增值税清算。

（一）已竣工验收的房地产开发项目，已转让的房地产建筑面积占整个项目可售建筑面积的比例在85%以上，或该比例虽未超过85%，但剩余的可售建筑面积已经出租或自用的；

- （二）取得销售（预售）许可证满三年仍未销售完毕的；
- （三）纳税人申请注销税务登记但未办理土地增值税清算手续的；
- （四）省（自治区、直辖市、计划单列市）税务机关规定的其他情况。

对于“要求清算”的项目，由主管税务机关下达清算通知，纳税人应当在收到清算通知之日起90日内办理清算手续。

房地产企业需要自行清算的项目，法律规定的条件已比较明确，目前存在的问题是很多房地产项目的商品房已经全部销售完，也没有进行土地增值税清算。之所以存在这样的现象，一个重要原因是房地产企业的销售收入的确认主要是以开票为准，而许多房地产企业收取了购房款，却没有及时开具发票，在财务上也不做销售确认，以没有达到自行清算的条件为借口拖延土地增值税清算时间。这种做法显然是违反税法规定的，根据《房地产开发经营业务企业所得税处理办法》（国税发〔2009〕31号）第六条内容来看，房地产企业以实际收款日和开具发票日孰早为原则确定税法收入的实现，因此，以收取购房款后不及时开具发票，进而达到拖延土地增值税清算的方式，属故意偷逃税款的违法行为，具有较高的税务风险。一旦被税务机关发现，不仅要按规定进行土地增值税清算，而且还面临被处以滞纳金和罚款的风险。

与“自行清算”的情况相比，“要求清算”的条件存在比较大的弹性和可操作空间，甚至已成为房地产企业进行土地增值税筹划的方式之一。比如部分房地产企业为了拖延清算时间，故意将项目销售比例控制在85%之内。而对于取得销售（预售）许可证满三年仍未销售完毕的项目，虽然已满足“要求清算”的条件，但只要主管地税机关不通知，那么房地产企业并不需要清算。

对于“要求清算”的前两种情况，目前的清算原则是把未售部分的成本剔除，不进行清算。这就存在二次清算的需要。二次清算可能存在适用税率不一样的情况，可能会对企业缴纳的税款造成影响。根据《国家税务总局关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》（国税发〔2006〕187号）第八条明确规定，在土地增值税清算时未转让的房地产，清算后销售或有偿转让的，纳税人应按规定进行土地增值税的纳税申报，

扣除项目金额按清算时的单位建筑面积成本费用乘以销售或转让面积计算。

单位建筑面积成本费用=清算时的扣除项目总金额÷清算的总建筑面积

但以上规定在实际计算中也存在问题，主要的是清算时未转让的房地产，清算后销售产生的有关税金在计算土地增值税时不得扣除。

【案例】万斗地产公司2010年开始销售A项目，可售建筑面积为10万平米，截至2012年12月已售9万平米，占可售面积的90%，按要求进行土地增值税清算。清算申报资料显示：取得土地使用权金额所支付的金额为10000万元，开发成本为20000万元，开发费用按土地使用权和开发成本之和的10%扣除，销售收入总额为57000万元，已纳可扣除的与房地产有关的税金为3248万元。

扣除项目总成本=10000+20000=30000万元

单位可售建筑面积成本=30000÷10=3000元

扣除项目总金额=30000+30000×(20%+10%)+3248=42248万元

单位建筑面积可扣除项目金额=42248/10=4224.8元

本次清算可扣除项目总成本=3000×9+3000×9×(20%+10%)+3248=38348万元

增值额=57000-38348=18652万元

增值率=18652/38348=48.64%

土地增值税额=18652×30%=5595.6万元

该公司2013年6月将剩余1万平米尾房销售完毕，取得转让收入9000万元，缴纳与转让房地产有关税金504万元，则

二次清算可扣除项目金额=4224.8×1=4224.8万元

增值额=9000-4224.8=4775.2万元

增值率=4224.8/4775.2=88.48%

土地增值税额=4775.2×40%-4224.8×5%=1698.84万元

两次清算土地增值税共计5595.6+1698.84=7294.44万元

通过以上计算可以发现，2013年6月销售1万平米尾房时缴纳的504万税金，在二次清算时并未计入扣除项目金额，而且二次清算时适用的税率和初次清算时要高。

如果万斗房地产企业未被要求清算，而是在2013年6月完成A项目销售时才进行土地增值税清算，则情况就不一样了。

扣除项目总金额=30000+30000×(20%+10%)+3248+504=42752万元

增值额=57000+9000-42752=23248万元

增值率=23248/42752=54.38%

土地增值税额=23248×40%-42752×5%=7161.6万元

合并计算土地增值税比分开计算土地增值税节税7294.44-7161.6=132.84万元

因此，是在达到“要求清算”的条件后先清算，尾房销售完毕后再进行二次清算，还是等项目全部销售完毕后进行土地增值税清算，需要房地产企业事先做好测算，在不违反税法的前提下，选择最有利的方式。

(信泽金感谢北京华税律师事务所赐稿!)

亲，《信托周刊》官方微信您关注了吗？

——专注金融信托和资产管理，目前粉丝已近 50000 人！

【戏说“金融创新+资产管理+财富管理”的江湖故事】银行似少林，朝廷扶持，江湖盟主；证券像武当，理论高深玄妙，不管涨跌都有N种解释；信托是明教，号称能一统江湖，但各大派都想瓜分残食；基金是日月神教，说是名门正派（投资），练的却是稀金大法（投机）；保险像丐帮，寿险是污衣派，产险是净衣派……欲知江湖中的财技“绝门”武功，且听“信托周刊”这一微信公众平台每日如何分解！



商业银行对融资租赁企业的授信审批要点

作者：贡苏辉

伴随金融体制改革，融资租赁企业在我国也得到飞速发展，截至2011年9月，我国已有各类融资租赁企业260多家，其中金融租赁公司18家，外商投资融资租赁公司190家，内资试点融资租赁公司53家，融资租赁合同余额达到7000亿元。但与发达国家高达15%至30%的市场渗透率（指年租赁交易量与年设备投资额的比率）相比，我国融资租赁市场渗透率极为低下，仅在3%至5%左右。商业银行与融资租赁公司的合作，可以培育新的客户群体，可以避免银行流动资金贷款实际用途难以掌握的难题，也有利于提高银行资产的安全性和资产处置的收益性。为了更好的把握各类融资租赁公司授信方案的风险因素，审批工作中需注意：

一、授信对象的选择

商业银行拟授信的融资租赁公司原则上应符合以下条件：（1）经银监会或商务部批准设立，具有融资租赁的经营资格；（2）符合国家关于融资租赁法律规章的相关规定；（3）现阶段以优先支持政府背景试点融资租赁企业为主，审慎介入外商、民营资本投资企业；（4）董事、高级管理人员熟悉融资租赁业务且经营作风稳健；（5）具有完善的公司治理、内部控制、业务操作、风险防范等制度；（6）近三年经营业绩良好，没有违法违规纪录；（7）最近三年在金融机构无不良信用记录，未发生可能影响公司正常经营的重大诉讼。

二、授信对象的控制指标

融资租赁公司除须满足银行产品准入的底线要求外，还应设置一些具有行业特色的指标：（1）融资租赁公司的风险资产（总资产减去非风险资产）不得超过净资产总额的10倍，这是国家监控融资租赁类公司的核心指标。根据银行相关管理要求及行业惯例，融资租赁企业的资产负债率控制在65%以内为宜；（2）单一客户融资集中度。租赁公司对单一承租人的融资余额不得超过资本净额的30%，与国家监管要求一致；（3）集团客户关联度。租赁公司对承租人全部关联方的融资余额不得超过金融租赁公司资本净额的50%，与国家监管要求一致；（4）租金回收逾期率，类似商业银行的贷款不良率，重点考核承租人租金给付情况。该项指标应小于2%，计算公式可设置为：租金回收逾期率=逾期租金所对应项目尚未归还的余额/融资租赁公司对外融资的全部余额。

三、对融资租赁业务承租人的审查

在融资租赁业务的五种方式中，直接租赁、转租赁、委托租赁、联合租赁是以“融物”为主的业务方式。而售后回租则是承租人以自己的设备向租赁公司抵押贷款的“融资方式”，类似商业银行流动资金贷款业务。银行在办理融资租赁业务时这两类业务的承租人，应重点审查以下方面：（1）承租人所在行业应符合建设银行年度信贷政策与结构调整的准入要求；（2）承租人的融资用途需符合国家产业结构政策及建设

银行信贷投向的规定；（3）如融资租赁项目涉及固定资产投资，应对项目评估报告进行审核，重点关注未来现金流预测状况；（4）承租人无不良商业信用记录，最近三年在金融机构无不良信用记录，生产经营情况良好，内部管理制度健全；（5）审查出租人与承租人签订的《租赁物转让协议》和《融资租赁合同》，了解租赁双方的责任义务及违约事项的处理方式；（6）回租租赁必须有明确的租赁物，且租赁公司对租赁物的买入价格应有合理的、不违反会计准则的定价依据作为参考，防止套取银行信贷资金；（7）承租人非银行退出客户，三年内无在银行申请贷款被拒的记录。

四、租赁项目真实性审查

（1）审查融资租赁合同及租赁物购买合同的合法性和有效性，调查租赁公司与承租人之间的租赁关系是否真实；（2）融资租赁公司向关联企业采购租赁物时，租赁物的购入价不得高于市场的平均销售价格；（3）租赁公司应提供有效的物权凭证来审查租赁公司是否真实拥有租赁物，并需查明租赁物是否被转让或抵押给第三方；（4）审核融资租赁合同中租赁物的性质、型号、用途和金额等是否明确，必要时可要求租赁公司或承租人提供原始购买合同、原始购买发票、财产转移证明等资料进行核实。

五、授信要素的安排

（一）贷款金额及期限的匹配：如融资租赁合同期限一年以内（含）的项目，对直租项目银行贷款不超过合同总金额的80%、回租项目合同总金额的70%，贷款期限不超过12个月等。

（二）信贷资金封闭的方式：1、融资租赁的出租人与承租人签订租赁合同后，采用受托支付的方式直接付款至生产厂家，确保信贷资金最终用途的落实；2、根据融资租赁业务流程，出租人应在银行开设租金回款专用账户，一份租赁合同对应一个账号，一个账号对应一笔流动资金贷款；3、回租方式下，如承租人对出租人的债权采用抵押方式予以保障的，银行应在双方办妥抵押登记手续后再行放款。

（三）担保条件的选择：1、在融资租赁客户的授信方案中除了常规性的抵押、第三方保证方式外，必要时可追加承租人提供另外的第三方保证或采取租赁设备的抵押方式，甚至对于处于弱势市场地位的机器设备生产企业，可要求其签订回购协议。2、融资租赁类公司还可将租赁合同项下的租金收益权质押给银行作为对授信债权风险缓释方式的补充。3、融资租赁授信业务支用前应在“中国人民银行征信中心融资租赁登记公示系统”中进行登记，防止不诚信的承租人利用动产登记制度的缺失，恶意将属于出租人所有的租赁物转让或抵押给第三人，保障出租人的所有权获得对抗善意第三人的效力。

（时代金融）

杠杆收购融资如何操作？

作者：高球人生

杠杆收购融资是以企业兼并活动为背景，是指某一企业拟收购其他企业进行结构调整和资产重组时，以被收购企业资产和将来的收益能力做抵押，从银行筹集部分资金用于收购行为的一种财务管理活动。

在一般情况下，借入资金占收购资金总额的70%—80%，其余部分为自有资金，通过财务杠杆效应便可成功的收购企业或其部分股权。通过杠杆收购方式重新组建后的公司总负债率为85%以上，且负债中主要成分为银行的借贷资金。在当前市场经济条件下企业日益朝着集约化、大型化的方向发展，生产的规模性已成为企业在激烈的竞争中立于不败之地的重要条件之一。对企业而言，采用杠杆收购这种先进的融资策略，不仅能迅速的筹措到资金，而且收购一家企业要比新建一家企业来得快、而且效率也高。

一、杠杆收购融资具备4大特点

杠杆收购的融资方式与普通收购的方式有明显不同，它的融资特点主要有以下几点：

一是杠杆收购的资金来源主要是不代表企业控制权的借贷资金。杠杆收购中的杠杆即是指企业的融资杠杆，反应的是企业股本与负债的比率，发生杠杆作用的支点即是企业融资时预付给贷款方的利息。杠杆收购的融资结构为：优先债券，约占收购资产的60%，是由银行提供的以企业资产为抵押的贷款；其次是约占收购资金30%的居次债券，它包括次级债券、可转换债券和优先股股票。最后是体现所有者权益的普通股股票，是购并者以自有资金对目标企业的投入，约占收购资金的10%，如此的融资结构产生的结果是：（1）企业负债率大幅度上升；（2）如果企业盈利增加，那么每股收益会大幅度上升，因为每单位利润所承担的利息支付是固定的。而之所以如此安排就在于购并者不希望让他人过多的分享并购后产生的利润，所以不享有企业控制权的融资方式进行融资就成为理所当然。



二是杠杆收购的负债是以目标企业资产为抵押或以其经营收入来偿还的，具有相当大的风险性。在杠杆收购中购并企业主要不是用本企业的资产或收入作为担保对外负债，而是用目标企业作担保的。在实际操作中，一般是由购买企业先成立一家专门用于收购的“纸上公司”，再由投资银行等向购并企业提供一笔“过渡性贷款”用于购买目标企业股权，取得成功后，以这家“纸上公司”的名义举债和发行债券，然后依照公司法使两者合并，将“纸上公司”因购并的负债转移到目标公司名下，再通过经营目标公司偿债、获利。由此而发行的债券一是由于企业负债率较高，二是由于以未来收入或资产作担保，因而信用等级不高，被称为垃圾债券。

三是杠杆收购融资中投资银行等市场中介组织的作用十分重要，以投资银行行为主的市场中介组织在杠杆收购的融资中作用重大，由于杠杆融资的资金绝大部分依赖于外部融资，并且风险较高，因此只有获得金融组织的强力支持才能完成，一般的商业银行往往不愿涉足风险较高的投资，只有投资银行愿意承担较高的风险，以求获取丰厚回报，并且垃圾债券的发行也只有由投资银行进行操作，才能发行出去。而投资银行之所以愿意提供服务，是因为投资银行在获取高利率回报的同时，还可以得到巨额的佣金。因此，有人将杠杆收购归纳为投资银行和购并企业的合作博弈，双方都从中获得了巨额交易合作剩余。

四是杠杆收购融资依赖于发达资本市场的支持杠杆收购以外部融资为主，其中间接融资由投资银行等提供，居次债券中的次级债券、可转换债券以及优先股股票都是直接融资形式，严重依赖于资本市场的发展。首先资本市场得允许企业以这些金融工具进行筹资，有相应市场环境和制度安排，其次投资者也需要通过资本市场来分散风险。更为重要的是资本市场中要有进行杠杆收购的大环境，形成对杠杆收购的信任预期，只有如此，杠杆收购的融资才会顺利进行，否则，只能是一些意见而已。

二、常见的杠杆收购融资财务模式

杠杆收购融资，是一种十分灵活的融资方式，采用不同的操作技巧，可以设计不同的财务模式。常见的杠杆收购融资财务模式主要有以下几种：

一是典型的杠杆收购融资模式。即筹资企业采用普通的杠杆收购方式，主要通过借款来筹集资金，以达到收购目标企业的目的。在这种模式下，筹资企业一般期望通过几年的投资，获得较高的年投资报酬率。

二是杠杆收购资本结构调整模式。即由筹资企业评价自己的资本价值，分析负债能力，再采用典型的杠杆收购融资模式，以购回部分本公司股份的一种财务模式。

三是杠杆收购控股模式。即企业不是把自己当作杠杆收购的对象来考虑，而是以拥有多种资本构成的杠杆收购公司的身份出现。具体的做法为：先对公司有关部门和其子公司的资产价值及其负债能力进行评价，然后以杠杆收购方式筹资，所筹资金由母公司用于购回股份，收购企业和投资等，母公司仍对子公司拥有控制权。

企业以杠杆收购融资方式完成收购活动后，需要按规模经济原则进行统一的经营管理，以便尽快取得较高的经济效益，在企业运营期间，企业应尽量做到用所收购企业创造的收益偿还银行的杠杆贷款，偿还方式与偿还办法按贷款合同执行，同时还要做到有一定的盈利。

三、杠杆收购的步骤

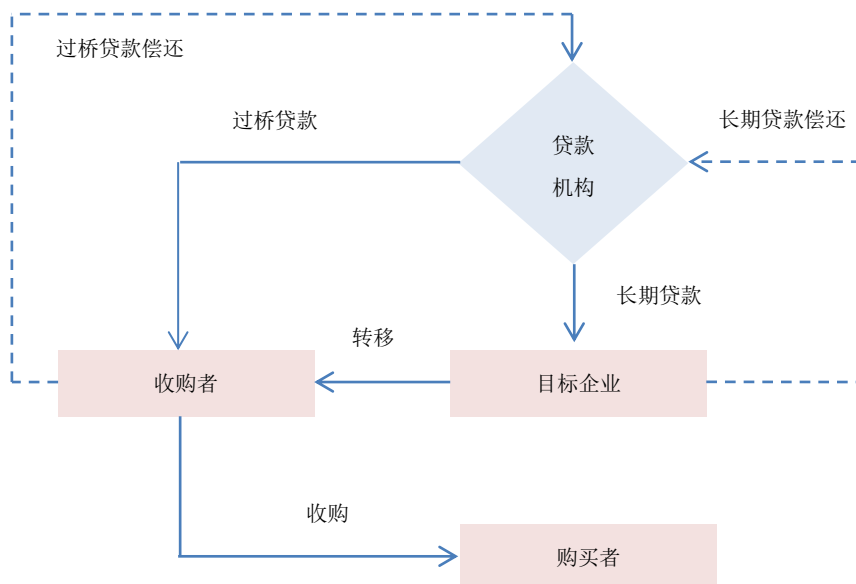
在具体应用杠杆收购一般是按以下四个步骤进行：

第一阶段：杠杆收购的设计准备阶段，主要是由发起人制定收购方案，与被收购方进行谈判，进行并购的融资安排，必要时以自有资金参股目标企业，发起人通常就是企业的收购者。

第二阶段：集资阶段，并购方先通过企业管理层组成的集团筹集收购价10%的资金，然后以准备收购的公司的资产为抵押，向银行借入过渡性贷款，相当于整个收购价格的50-70%的资金，向投资者推销约为收购价20-40%的债券。

第三阶段：收购者以筹集到的资金购入被收购公司的期望份额的股份。

第四阶段：对并购的目标企业进行整改，以获得并购时所形成负债的现金流量，降低债务风险。



四、杠杆收购的优势及局限缺点

杠杆收购方法的典型优势在于：并购项目的资产或现金要求很低；产生协同效应；通过将生产经营延伸到企业之外；运营效率得到提高；通过驱除过度多元化所造成的价值破坏影响；改进领导力与管理。

有些管理人员管理公司的方式（通过控制、回报等管理手段来提高个人权威），往往是以牺牲公司股东利益和公司长远优势为代价的。通过并购可以让这些管理人员或者立马出局，或者遵守“规矩”。高额利息偿付的压力，迫使管理人员不得不想方设法提高运营绩效和生产效率。头脑里紧紧绷着“债务”这根弦，他们的注意力不得不时时集中在各种提高绩效的行动上，如剥离非核心业务、缩减规模、降低成本、投资技术改造等等。

杠杆收购的局限、缺点、批评主要集中在：并购公司通过盗用第三方的财富来榨取目标公司的额外现金流。被收购公司由于支付利息而享受的免税政策，在随后的生产运营过程中只有很少的赋税，但股东分配到的股息享受不到这样的优惠。此外，与杠杆收购最大的风险存在于出现金融危机、经济衰退等不可预见事件，以及政策调整等等。这将会导致定期利息支付困难、技术性违约、全面清盘。此外，如果被收购经营管理不善、管理层与股东们动机不一致都会威胁杠杆收购的成功。

（博实资本）

❖ 资管风控

基于 26 个信托风险事件的信托项目风险成因与处置方法研究

作者：袁吉伟

自 2009 年以来,我国信托行业快速发展,目前信托总资产规模已接近 10 万亿元,保持年均 50% 以上的增速。信托行业经营业绩也非常突出,2012 年实现营业收入 638.4 亿元,利润总额 441.4 亿元。然而,国内信托行业起步时间晚,发展不成熟,仍处于信托产品市场培养和品牌塑造阶段,信托公司面临信托资产运用的软约束和信托兑付的硬约束,表现为刚性兑付,加之缺乏风险缓释措施,信托产品风险处置的难度较大,对信托公司风险管理水平提出了更高的要求。近年来,信托项目风险事件不断发生,这给信托公司风险管理敲响警钟。本文基于信托公司风险管理实践及 26 个公开披露的信托项目风险事件,研究当前信托项目风险成因及风险处置措施,探索信托公司风险管理存在的不足,并为提高信托项目风险管理水平提出相关建议。

一、信托项目风险事件分析

同其他金融机构一样,信托公司运营的本质也是经营风险,只有真正管理好风险才能获得预期收益。绝对不发生风险是不可能的,只是需要使风险处于可容忍和可承担范围内。根据公开新闻报道及信息披露,本文共收集了 26 个信托项目风险事件,主要集中于 2011-2013 年,信托项目涉及金额为 177.2 亿元。

本文所收集的 26 个信托项目风险事件涉及 19 家信托公司,约占信托公司总数的 30%。出现信托项目风险事件的 19 个信托公司中,既有行业内老牌的信托公司,也有行业内成长较快的信托公司,还有上市公司。可以看出,信托风险事件并不因为信托公司规模大小、经营时间长短而有所不同,信托风险是无处不在的,避免发生信托风险的关键在于信托公司内部风险管控能力和水平。

从信托项目风险事件规模看,分布具有很大的不均衡性,项目风险事件规模较大的 5 家公司,涉险总额分别为 40.3 亿元、30 亿元、22.27 亿元、13.45 亿元以及 12.3 亿元,占比分别为 25%、18%、14%、8% 以及 7%。其他信托公司占比均低于 6%。ZC 信托、HR 信托所涉及的信托项目风险事件规模较大,不是因为其发生的信托风险事件多,主要是由于其发生风险的信托项目规模过大,项目金额均在 30 亿元以上。这也说明,规模过大的信托项目需要经过更加严密的论证和审批流程,信托项目管理过程需投入更多精力,否则,一旦出现风险问题,一般信托公司难以

承受,而且会引起较大的社会影响。

从信托项目类型看,仅有 3 只投资类信托项目,占比为 11.5%;而融资类信托项目为 23 例,占比为 88.5%。从规模看,3 只投资类信托项目总金额为 9.6 亿元,占总金额的 5.4%;而融资类信托项目金额占比为 94.6%,规模占比要高于数量占比。这与当前信托公司的业务结构有较大的关系,即投资类信托项目占比少,一季度投资类信托项目金额占信托总规模的 34% (这其中部分信托投资类项目实际也是融资类信托项目),低于融资类信托的 49%。另一方面,投资类信托风险控制措施更为严密,所受到的风险影响因素更为透明,因而在实际运作过程中所发生的风险事件更少。

从信托项目的行业投向看,26 个信托项目风险事件中,16 个涉及房地产行业,7 个涉及工商企业领域,3 个涉及金融领域。就信托规模看,房地产领域信托项目风险事件总金额为 98.75 亿元,占比为 56%;工商企业信托项目风险事件总金额为 68.45 亿元,占比为 39%;金融领域信托总金额为 9.6 亿元,占比为 5%。可以看出,房地产领域信托风险事件占比超过一半,风险高于其他领域。近年来,受到宏观调控政策影响,房地产业发展存在较大的不确定性。部分难以从银行获得信贷资金的中小房地产企业纷纷借助信托获得运营资金,盘活开发项目,然而,这对于一些资金周转不畅或者项目运作管理能力不足的房地产企业仍是微不足道,在严格的房地产调控政策持续进行的过程中,中小房地产企业信托融资风险显现。从上述所收集的信托项目风险事件中,涉及基础设施领域的信托项目风险事件基本没有,但是,这并不能说明该领域的信托项目不存在风险,由于有政府担保背景,其风险控制措施较严密。或者,涉及基建领域的信托风险事件对于政府声誉会有较大负面影响,因而政府相关部门会更加重视信托项目风险的处置,加大封闭相关信息的力度。

总体看,26 个信托项目风险事件基本反映了近年来我国信托行业发展的特点,虽然尚无法全面地展现信托行业风险的分布和具体状况,但是基本上反映了行业所面对的经营压力和风险控制挑战。

二、信托项目风险事件成因分析

本文根据所收集的 26 个信托项目风险事件分析信托风险成因,以

此为鉴,有利于进一步完善信托项目风险管理。信托项目风险主要来源于三个层面:一是信托公司,二是交易对手,三是外部系统性风险和政策风险。

(一) 来源于信托公司内部的风险因素。

来源于信托公司内部的风险因素主要在于信托项目事前风险管理和信托项目过程管理存在薄弱环节。

1、事前风险管理的薄弱环节主要表现为尽职调查不充分。尽职调查是信托项目事前风险管理的重要环节,而且随着风险管理关口的前移,尽职调查已经成为信托项目前期论证的重要步骤,以达到消除信托公司与交易对手信息不对称的目的。因而,尽职调查不充分势必为信托项目后续运作埋下风险隐患。从已发生的信托项目风险事件看,很多正是因为前期尽职调查存在漏洞,才导致了违约事件的发生。

(1) 对交易对手财务及债务信息了解不充分。尽职调查需要搜集交易对手的各方面信息,尤其是债务负担、或有负债和法律诉讼等方面的信息,而且通过来源于不同渠道的相关信息,才能做到全面而准确地评价交易对手和项目的风险状况。然而,在已暴露出来的风险事件中,很多信托项目的前期调查存在一定疏漏,尽职调查过于程序化。例如,QJ集合信托计划给予CQ公司的2亿元抵押贷款,因项目具有政府背景以及过度依赖第二还款来源,对于交易对手的财务情况调查并不充分。NS建材项目收益权集合资金信托计划中,融资方完全使用编造的项目和财务数据,骗过了信托项目组的尽职调查。除了融资方的有意为之和掩盖事实,信托经理也难以逃脱责任,这种完全编造的信息肯定会存在一定纰漏,遗憾的是该信托计划顺利地发行和成立,这其中也可能存在融资方与信托公司内部人员合谋的道德风险。ZC集合信托计划、JL房地产信托、TJ开发贷款集合资金信托计划以及CY集合资金信托计划等信托项目风险事件均与民间融资有较大关系,融资方实际控制人遭受法律诉讼或者融资企业因民间融资而导致资金链断裂,最终发生风险事件。近年来,由于受到紧缩货币政策的影响,企业信贷资金紧张,为了扩大投资规模,很多企业都借助民间融资,这成为部分中型企业,尤其是民营企业发生风险事件的重要原因。从区域分布看,山西、内蒙古、浙江、江苏都是民间融资较为盛行的地区,在融资方尽职调查中要尤其注意融资方的实际债务水平。民间融资背景在尽职调查中的确不容易查出,但是还是需要通过各种方式寻找线索,摸清企业的实际债务负担,才能正确地评价企业债务水平和偿债能力。

(2) 无法准确评估交易对手的经营管理水平和能力。对于融资类信托项目而言,交易对手的经营管理水平直接影响企业的运营状况,进而直接决定了第一还款来源的可靠性。对像房地产这样资金密集的行业

而言,房地产项目的营销和运营水平十分关键。所以,在尽职调查中,既要关注交易对手过往的经验业绩,也要关注整个管理团队的经营能力和稳定性,以及管理层对于复杂环境的应对能力。KY信托贷款集合资金信托计划中,KY置业成立时间短,缺乏房地产项目运作经验,尤其是对于综合性大项目的管理经验不足,这导致项目在实际操作中出现了很多问题,最后该项目成为了较大的烂尾工程。与此类似,SS特定资产收益权投资集合信托计划和HJ旅游度假酒店项目股权投资集合资金信托计划中的融资方同样存在房地产运营项目经验不足的问题,在他们进行信托融资之前就已经显现出这方面的问题,但是并没有引起信托公司的足够重视,这也是造成最后违约的重要因素。再如RT商业地产投资基金信托计划,融资方在当地市场规模非常小,不具备监管部门要求的二级资质,是一个在银行根本都贷不到款的企业,却能够得到较大规模的信托项目,说明了信托经理对于融资方的经营管理能力和综合实力估计不足。

在证券投资类信托项目中,对于投资顾问把关不严及其投资管理能力评估不足,也会造成投资风险或者相关纠纷。例如TX证券投资集合资金信托计划中,投资顾问MX信息科技有限公司涉嫌欺诈,负责人被警方拘捕。再如SM结构化证券投资集合资金信托计划,投资顾问并不具有证券投资顾问资格,这不符合监管要求。在JS信托计划中,投资顾问投资操作不当,导致一位劣后级自然人投资人损失近70%,最终引发了该投资者与信托公司的法律纠纷。近年来,阳光私募发展较快,投资顾问素质良莠不齐,若信托公司在与投资顾问合作的过程中不把好关,很容易发生相关风险事件。

(3) 高估抵、质押物价值或忽视抵、质押物存在瑕疵。抵、质押物是信托项目的第二还款来源,在交易对手违约后,将成为实现信托兑付的重要资金来源。一般而言,信托项目抵押率都在50%以下,股权质押率一般在35%左右。然而,需要防止抵、质押物虚高,进而人为实现较低的抵、质押率,制造第二还款来源非常充足的假象。在收集的信托项目风险事件中,KY信托贷款集合资金信托计划,抵押物的初始评估价值高达近9.56亿元,抵押率也不到40%,而两年过去后,融资方违约时,抵押物的评估价值仅剩5.85亿元,缩水近6成。在TJ项目开发贷款集合资金信托计划中,融资方抵押的两个地块的初始评估价仅为3.69亿,而信托公司在考察项目后,自聘房地产估价公司以“土地使用权升值”为由抬高最终评估价值至11.5亿元,抵押率仅为34.8%,存在抵押物价值虚增问题。

2、信托运营过程管理不力。从信托项目风险的事中管理看,信托公司依然存在重事前风险管理、轻信托项目过程管理的问题。在YF信托计划和JL房地产信托中,虽然信托公司设计了较为严格的放款、账



户监管等条件,融资方仍然通过虚增合同或者伪造印章等手段,擅自将信托资金用于其他目的。在QJ套利型投资集合信托计划中,CQ公司私自将商品房预售款从监管账户划走,用于偿还其他债务。上述行为造成信托还款第一来源受到影响,或者使得信托项目存在较大的信用风险。主要原因还在于信托项目过程风险管理不到位,信托公司过于依赖一些既定的风险控制手段,对于可能出现的交易对手恶意违法行为和基于传统管理手段之外的风险预见不足,最终导致信托项目出现风险。

(二) 来源于融资企业的风险因素。

信托公司与融资企业展开合作的基础是,交易对手能够尽可能让信托项目组了解其经营管理现状、债务总体情况等信息,降低双方的信息不对称程度,从而有利于信托项目组为融资企业设计合理的信托产品。而融资方良好的经营管理则是实现信托计划第一还款来源的重要保障。从已有的风险事件看,融资企业不诚信、恶意违法、经营管理不善等因素,导致了信托风险的出现。

在NS建材项目收益权集合资金信托计划中,融资方完全就是蓄意骗取信托资金,企业本身就非常不诚信。在其他多个信托项目中,信托融资企业故意隐瞒了在民间借贷融资的事实,这使得信托经理低估了融资方的总体债务规模,高估了融资方的偿债能力,到民间融资偿还不了的时候,企业经营风险就会快速显现。而且,部分融资方使用信托资金偿还民间融资,这本身也违背了最初订立的信托合同。总之,为了实现补充资金的目的,部分企业不惜编造虚假信息或者隐瞒对自身不利的信息。这种不诚信行为,将使得融资企业过度负债,让信托资金暴露在更大的风险隐患下。

企业经营管理不善主要体现在对于产品营销、企业发展把握不清,最终导致生产经营出现压力,经营陷入困境,进而无法实现预期的收入水平,使信托资金的第一还款来源得不到保障。在KY信托贷款集合资金信托计划中,KY置业成立时间短,缺乏综合性大项目的运作经验,导致在实际操作中出现了很多问题。在YF信托计划中,YF公司由于过度多元化运作,尤其是大量资金都投向房地产企业,使得主业发展受到阻碍,信托资金挪作他用,影响了正常的饲料生产线建设,进而无法保障原本的信托资金偿还来源。

(三) 来源于宏观经济或行业的系统性风险。

系统性风险主要是指所有企业都将面临的风险。交易对手是在一定经济社会背景下经营发展,因而社会经济发展环境的变化、宏观调控政策必将影响到企业的经营业绩,这就有必要对系统性风险给予足够的关注,充分加强对宏观调控政策和经济走势的预判。全球金融危机后,国际经济形势较为复杂,欧债危机尚未彻底解决,美国经济也只是温和复苏。国内经济随着潜在经济增速的下降,也出现了较明显的下滑,市场需求下降,前些年大规模扩张产能的行业面临需求不足的困境,光伏、钢铁、煤炭等行业出现全行业性亏损或者经营恶化。与此同时,具有强周期特点的有色金属、水泥等行业也面临较大的经营压力。这势必给上

述行业的企业带来偿债压力。在QT贷款集合资金信托计划中,QT公司是当地大型民企,但是由于钢铁行业产能严重过剩,钢铁价格直线下挫,导致该企业前期过大规模的投资面临市场需求不足的冲击,资金无法及时回收,最终资金链断裂,发生信托项目违约事件。在AX现金管理集合资金信托计划中,HD实业因煤炭矿业安全事故、煤炭价格大跌等原因,经营现金流极度恶化,信托项目信用风险显现,在此背景下,信托公司不得不提前终止该信托计划。

政策风险也对于部分行业或者企业产生较大影响,这以房地产行业最为突出。近年来,政府为了压制房价过快增长,出台了一系列房地产调控政策,部分房地产企业正是在此背景下,无法按照预期销售出房屋以及取得项目运营所需资金,导致资金流回收和项目运作发生问题,出现资金链紧张或者破裂,无法按期偿还信托项目本息。

总之,信托项目各风险要素并不是孤立的,而是相互联系、相互交织的。信托公司前期尽职调查和信托项目过程管理,都需要交易对手的良好配合和合作,这样才有利于降低双方之间的信息不对称程度,使得信托公司能够为交易对手提供更为优质的金融服务。同时,交易对手也需要信托公司的金融服务来满足自身经营发展需要。这也有利于强化信托项目风险控制,否则,一旦出现风险事件,必将影响到双方合作。系统性风险或者政策风险需要信托公司在做好客户准入的前提下,与交易对手共同探讨可能的应对思路,通过化解潜在风险,维护双方良好的合作关系。

三、信托项目风险处置方法及比较研究

(一) 信托项目风险处置与刚性兑付文化。

信托行业资产总规模虽然已接近10万亿元,但是自第6次行业调整以来,其发展也不过6年,信托理财仍不为社会大众广泛知晓,整个行业的市场品牌和影响力也是在逐渐培养,因而,在此发展阶段形成了特殊的信托文化——刚性兑付。刚性兑付是现阶段强化信托公司维护委托人利益的重要机制,虽然尚没有法律法规明示信托公司需要刚性兑付,但是刚性兑付已经成为行业潜规则。在刚性兑付背景下,信托公司面临保证刚性兑付投资者本金和收益的压力,面临监管部门对于合理处置信托风险事件的要求,也面临着信托公司自身声誉风险管理和社会舆论的压力,这都需要信托公司加强风险处置能力和水平。从目前看,证券投资类信托项目刚性兑付难度要小于非证券投资类信托项目,机构投资者的风险承受能力要高于自然人投资者。

不管怎样,刚性兑付并不是信托理财本身所必须的,它只是中国信托行业特定发展阶段的产物。刚性兑付本身降低了投资者对于信托产品本身风险的意识,同时也增大了信托公司处置信托项目风险事件的难度。未来刚性兑付文化的解除是个渐进的过程,需要建立起相关的法律法规和市场机制,也需要信托公司形成良好的风险管理和委托人利益保护机制,只有这样才能有效保护好投资者利益,维护好行业信誉和客户关系。

（二）信托项目风险事件处置方法分析。

现有信托风险处置方法主要为：

1、延长信托项目期限。部分信托项目都会订立延长信托项目期限的条款，延长期限一般为6个月左右。在融资方无法按期兑付信托项目本息时，可以给予其更多时间筹措资金，或者召集委托人大会，共同商讨延长信托项目的议案。

2、提前终止信托项目。信托公司在发现信托项目出现风险隐患，可能导致未来出现违约风险，或者对于未来信托项目按期兑付的预期不高，又或者交易对手触犯信托合同相关条款时，可以在信托项目尚未到期的时候就终止信托项目，在风险未完全暴露的情况下，采取措施避免风险扩大化。

3、以自有资金进行信托兑付。刚性兑付背景下，信托公司必须承担投资者本金和收益的兑付，会以自有资金收购投资者的信托受益权，以此保护投资者的利益，确保不发生群体事件。当然，信托公司的自有资金毕竟有限，一些规模较大的信托项目，诸如10亿元以上的项目，会产生较大的负担，对于信托公司经营也会造成较大的影响，因而对于规模较大的信托项目风险事件就需要寻找其他的风险处置手段。

4、寻找新的接盘者或者通过资金置换方式解决。在信托项目无法按期兑付后，信托公司可以与其他信托公司合作，通过发行新的信托计划，作为资金置换来实现融资方的资金补充，缓解融资方资金压力，这种方式在房地产信托领域尤其突出，部分房地产企业通过持续滚动发行信托计划实现借新还旧的目的。例如，XY集合资金信托计划就是接盘了其他信托项目。如果融资方不能够通过发行新的信托计划实现按期兑付的话，信托公司就会通过寻求第三方接盘者的方式，或者收购投资者的信托受益权，实现信托按期兑付。第三方接盘者可以是同行业企业，也可以是专门处置不良资产的四大资产管理公司。例如，CX集合资金信托计划、JD置业项目特定资产收益权投资集合资金信托计划都是由第三方接盘的，而LQ集合资金信托等都是由HR接盘。

5、实现第二还款来源。信托公司可以要求保证人、担保人等代替融资方偿还信托资金，或者通过处置抵质押物、担保等实现资金来源。如果双方对债权债务没有异议或通过法律途径确认债权后，则可协议处置担保物的方式，一方面可以物抵债再由信托公司自行处置变现，另一方面则可直接通过司法拍卖途径变现。如LB国际信托计划，由于融资方无法偿还本息，信托公司先行兑付投资者的本金和收益，然后交易质押股票获得资金。KY信托贷款集合资金信托计划、SS特定资产收益权投资集合信托计划等都是由信托公司先行兑付信托计划后，通过司法途径拍卖变现抵押物获得资金补偿。

（三）信托项目风险事件处置方法比较和评价。

实际上，不同信托项目风险处置方法具有不同的适用性和影响，需要根据信托项目所处的环境选择最合适的处置方法。

1、五种信托风险处置方法实施难易程度不同。召开委托人大会，如果委托人较多，实施难度较大，而且从现实看，通过延长期限实现风险处置的实践并不广泛。这可能是由于该种方式成功处置信托风险的可能性并不大，最终还是需要通过其他途径处置风险。提前终止信托项目需要与融资方协商，归还信托项目本金和收益，这可能会破坏双方合作基础。当信托项目无法实现兑付时，信托公司以自有资金兑付流程较快，相对容易。寻找接盘者或者资金置换需要较长期的商务谈判，而且某些情况下，该种方式可能无法按照预期实现。近年来，四大资产管理公司也积极介入，但是由于监管部门对于资产管理公司介入问题信托项目存在顾虑，也会影响到信托公司的接盘资金来源。如果信托公司需要拍卖信托项目债券或者拍卖抵押物，可能需要通过法律诉讼程序确权，这期间还需要经历较长较复杂的法律程序，实施起来有一定难度。

2、五种信托风险处置方法使用范围不同。提前终止信托项目适合于信托项目风险尚未完全暴露出来，或者未来可能出现风险的信托项目。而延长信托项目期限、信托公司以自有资金兑付、寻找新的接盘者或者通过资金置换方式适用于信托项目尚未到期，但是已经表现出无法偿付的情况。实现第二还款来源则适用于信托项目已经违约或者由信托公司

兑付的情况。另外，外部资金或者接盘者更偏好于接盘暂时流动性紧张、但是项目质量较好的信托项目。如果项目本身质量较差，未来资金回收难度较大的话，很难得到投资者青睐。

3、五种信托风险处置方法资金回收时间不同。提前终止信托项目或者寻找新的接盘者或者通过资金置换方式都能够在信托项目到期前实现资金回收，不会占用信托公司自有资金。而以自有资金或者实现

第二还款来源则由于其较复杂的律师诉讼过程，在回收资金过程中需要较长的时间。

4、五种信托风险处置方法对信托公司的影响不同。五种风险处置方式都会影响到信托公司与融资方的合作关系。以自有资金兑付信托项目会对信托公司短期经营业绩产生一定的负面影响。提前终止信托项目或者寻找新的接盘者的风险处置方式对于信托公司收益或者社会声誉影响较小。而实现第二还款来源进入司法程序后，不仅可能需要信托公司自行兑付信托项目，而且还会因为司法程序的公开信息报道，导致在信托风险处置过程中得到较多的公众关注，会对信托公司的声誉和品牌带来一定负面影响。



四、信托项目风险管理存在的问题

我们在看到信托公司风险管理不断进步的同时,通过分析信托项目风险事件,也应该看到信托公司风险管理的不足和差距,这也是今后信托公司风险管理改进和完善的方向。

第一,信托项目尽职调查存在不足。信托项目尽职调查涉及宏观经济、行业、企业经营分析和财务分析,具有较高的专业性、综合性和复杂性。然而,尽职调查报告缺乏统一的质量评价体系,重书面调查、轻现场调查,尽职调查报告撰写略显单薄,不是在深刻地揭示信托项目风险,而是在重复和描述企业提供的资料,缺乏不同方面信息对企业信息的相互验证。而且,尽职调查报告注重现状描述分析,缺乏对于未来企业经营情况的判断,但只有企业未来的发展情况才能决定信托项目的风险。尽职调查报告注重对第二还款来源的分析,缺乏对于第一还款来源的分析,尤其是缺乏有效的企业现金流分析。同时,信托尽职调查仅注重对于信托项目交易对手还款能力的考察,而没有对融资方管理者及实际控制人人品、兴趣爱好等涉及信贷资金偿还意愿方面的详细调查,这使得信托项目前期尽职调查流于形式,在事前风险管理中为信托项目风险埋下了隐患。

第二,风险管理精细化程度不足。虽然信托公司风险管理制度和流程已较为完善,但是信托公司的风险管理工具仍较为简单,多为尽职调查,以定性分析为主,缺乏信用风险的评级体系,缺乏市场风险的度量工具,这使得信托公司风险管理较为粗糙。由于风险计量不到位,使得信托公司对风险的认识不深入,可能造成风险管理的偏差和失误。

第三,风险管理的信息系统建设不足。信托公司风险管理信息系统的建设较为落后,缺乏相关风险管理数据的累积和相关风险度量系统,这使得风险管理的效率不高;缺乏信托项目的有效整合数据系统,不利于业务分析、对行业趋势跟踪以及相关经营报告的制作;缺乏宏观、行业以及客户信息集合系统,无法形成有效的信托项目评价和预警体系,进而无法支持信托项目风险管理有序开展。

第四,信托项目过程风险管理不足。信托公司明显将风险管理的关口前移,放松了信托项目过程管理,加之信托项目团队人力和精力有限,使得信托项目过程管理不足,表现在定期回访信托交易对手的频率不足,无法及时了解融资方发生的变化,遗漏了信托项目早期显现的风险信号。

第五,信托项目风险处置专业化不足。实际上,随着信托资产总规模的不攀升,信托项目风险也会逐步显现,这就需要增强信托公司的风险处置能力和水平。而现在信托公司缺乏专业化的风险处置部门或者团队,在风险出现后,临时组建内部团队,不利于提高信托风险处置效率,可能延误最佳风险处置时机。

第六,对信托经理的激励约束机制不合理。目前,信托公司对于信托经理的约束仍然以业务收入为主,这无疑会让信托经理形成错误的激励和信号,促使信托经理以追求业务量和收入为主,而忽视信托

项目风险,甚至可能故意隐瞒信托风险,导致信托公司收益和社会品牌遭受损失。

五、相关建议

从26个信托风险事件分析可以看出,当前信托风险管理和风险处置还存在很大进步空间,而且随着房地产行业、地方融资平台融资渠道的拓展,信托行业传统优势业务面临冲击,转型压力增大,风险管理难度会逐步加大,因而信托公司需要进一步增强风险管理能力。建议如下:

第一,加强信托人员的专业化培训。信托业务人员负责整个信托项目的风险管理,因而需要加强信托业务人员法律、财务、企业经营管理等方面的培训,使其形成专业化、综合性的知识体系,进而提高尽职调查技巧,提高尽职调查报告撰写质量,更充分地揭露信托项目风险,做好相关风险的控制措施。

第二,完善信托业务人员的激励约束机制。改变以往以业务收入为考核内容的激励约束机制,提高风险评价占比,达到提高业务人员风险意识的目的。对于出现信托风险问题的项目经理和团队应该制定相应的惩罚措施,实行责任制,从而建立起长期有效的激励约束机制,规避信托经理道德风险,避免为了追求业绩而忽视风险的行为。

第三,提高信托风险处置专业水平。未来,信托业务市场化程度提高,刚性兑付文化逐渐淡化,需要信托公司提高风险处置专业化水平,组建具有专业技术的风险处置团队,制定严密的信托风险处置方案,及时对于发生违约或者风险的信托项目加强市场化处置管理,提高风险处置效率,最大化地保护投资者利益,维护好信托公司自身的社会品牌和信誉。

第四,加强信托项目过程管理。当前中国经济正处于一个转型时期,经济潜在增速放缓,企业面临较大转型和经营压力,同时经济调整政策也会加快出台。这就需要信托公司加强对于行业发展和政策的预判能力,及时根据市场变化调整业务方向和客户准入标准,以达到规避政策风险和系统性风险的目的。预警是信托项目过程管理的关键,需要非常注重早期预警信息采集渠道的整合建设。预警范围按照宏观、中观、微观三个层面以及行业、区域、客户、产品四个维度的思路展开。系统和数据库建设包括内部和外部两个方面,内部系统和数据主要针对客户、产品层面,而外部系统和数据库针对行业、区域层面。通过完善的贷后预警系统实现对内外部预警信息的快速收集、加工、分析和处理,贷后管理人员通过“系统+人工”的模式快速发现、识别客户或项目的风险信号。

第五,提高风险精细化程度。在不断完善风险管理制度和政策的同时,进一步引进交易对手评级机制,引入组合管理方法,并且及时针对内外部环境进行情景分析和敏感性测试,以此达到更加精细化的风险管理,提高风险管理水平,使得风险管理政策制定具有更可靠的依据和基础。

(金融发展研究)

银行如何识别和防范保理融资风险？

作者：浦发银行上海分行

一、如何选择保理客户

在信贷紧缩、经济下行的周期，银行对于传统信贷业务的审批一般较为严格，而保理融资作为一项贸易融资产品，准入门槛明显低于传统的流贷等业务。一些企业实际上业务并无起色，需要借助银行中长期贷款来摆脱资金的压力。有的银行客户经理便以保理融资的名义为其申请银行授信，但因经营操作仍停留在传统信贷业务水平，最终导致了保理逾期违约等问题。

实际上，银行开展保理融资业务关键在于如何识别把握客户企业的应收账款质量风险。以某企业财务报表的数据为例。其一，报表上银行融资大幅增加的同时，“其他长期借款”余额也在同步增长，可以推断该企业向银行申请融资的渠道可能出现了问题，不得已转而向民间举债借贷。其二，“应收账款”占了销售收入的一半以上，表示该企业的应收账款账期过长，或者是逾期的应收账款没有计提坏账。其三，报表中“无形资产”的价值认定也存在不确定性。其四，财务报表数据显示，企业 2012 年总资产呈现增长，但其应收账款、其他应收款、无形资产和长期投资也都在增长，现金反而是减少的，而银行借款是增加的。由此可见，表面上看该企业的业务是在增长，但企业应收账款的质量并不理想，所以这家企业不适合做保理业务。

当然，保理业务仅靠企业提供的财务报表进行书面审查是不够的，银行客户经理还必须对企业进行实地调查核保。如果无法了解到企业融资的真实需求，那么其应收账款的可靠性也将大打折扣。

二、哪些行业不适合做保理融资

对于那些行业风险性大的企业，银行大都不会提供保理融资服务。例如，为企业或银行某个系统开发项目的软件开发公司。虽然该类企业提供劳务服务所形成的应收账款，也能将债权转让给银行，但其项目验收的标准很难清楚地定义。如，某家上市的系统开发商承接了某跨国公司系统开发的项目，签约后就拿这份合同向银行申请保理融资。合同初期买方付款还算正常，到了系统开发商提请项目验收的时候，正值股市大跌，公司股票市值跌去了 70%，现金流也出现了问题。业主担心开发商一旦倒闭，系统上线后将无人维护，于是找出种种理由拒绝继续投资，包括系统有瑕疵、开发人员流动频繁导致服务质量差、操作界面不支持最新的浏览器等，最终双方协商解约。如果银行为其提供保理融资，就会面临失去还款来源的困扰。

从理论上说，应收账款债权转让给银行后，一旦卖方倒闭，银行仍能以债权人的身份向买方主张自己的权益。但类似上述服务所形成的应收账款，卖方倒闭就意味着无法继续提供服务或是之后的维修保养，买方就很有可能主张商业纠纷而合法地不付款。因此，银行需要把卖方自身的信用评估放在首要的位置来考虑。

三、如何防止买卖双方利用保理融资骗贷

对于买卖双方内外勾结向银行骗贷行为，实际上是防不胜防的，即便银行行长也无法保证下属客户经理不会与客户相勾结。但银行内部管理严密，职责分明，相互制衡，是能够有效把控保理业务风险的。

目前不少银行把保理业务当成传统的流贷业务来做，对于授信审批流程没有作任何改变，仍由客户经理将业务提交给授信审批部门审查审批，缺什么再通知补什么；有的银行允许企业把三个月账期的应收账款在一年时间内循环提款，也不控制其还款来源。如此简单的授信审批流程，是很容易被人钻空子做手脚的。

四、如何灵活运用信用保险强化保理产品

很多银行办理保理业务时都会引进信用保险。有关数据显示，目前我国信保项下国内保理约占整个保理业务量的 2.5% 左右，而国际保理的占比却高达 28% 左右。可见，银行引入信用保险机制，仍以进出口贸易为主。因为国内银行很难取得境外买方的信用资料，也无法对境外客户做信用评级和风险认定，只有引入保险机制才能较好地缓释保理风险。而政府对于出口信用险亦有保费补贴的政策支持，由此造成了出口险远超过国内险的情形。

但是，银行在与保险公司的合作中也发现有一些问题。比如：保险公司承保时，不会对交易方的贸易背景及其资信情况进行调查，买方只要自证已付款，保险公司即可解除责任，但银行通常要求买方按合同进行付款，尤其是保理业务，保险公司的免责与银行的实际需求存在矛盾。为此，建议保险公司根据银行的保理需求作出相应改革，以更好地运用信用保险这个工具。

五、保理逾期业务的风险特征

目前保理业务无法按期回购的现象屡有发生，经综合分析主要有以下一些原因：

(1) 卖方受担保圈影响，企业资金链断裂。银行卖方客户与其他企业存在互保关系，由于其他企业发生问题，遭遇多家银行的收贷、抽贷，引发担保链危机，无法正常归还银行融资；

(2) 卖方企业扩张过快，导致资金链断裂；

(3) 卖方法人代表(实际控制人)失踪或被刑拘，企业经营停顿。

而在无商业纠纷情况下，买方拖欠账款的原因则可以归纳为两个方面：一是买方经营情况恶化，或出现暂时经营周转问题；二是银行在融资前未做好买卖方交易支付习惯的调查，未能设置合理的宽限期。

无论卖方还是买方，上述风险均具有以下共同特征：

1、授信审批意见未对保理业务的应收账款转让通知方式、贸易单据提交等提出明确要求，导致后续保理业务的操作依据不足。如银行授信审批意见未明确是隐蔽型保理业务，业务经办部门却在后续操作时使用了无需通知买方的应收账款转让通知书格式，最终均按照隐蔽型保理业务来操作，导致出现买方付款随意性及间接付款的问题。

2、逾期保理业务的绝大部分为隐蔽型保理业务。应收账款转让时未通知买方，发票上未标注转让条款，也未变更回款路径，并由此导致账款现金流失控，发生间接付款，第一还款来源落空，而大部分发生此类风险的银行均未采取有效手段来防控这一风险。

3、在隐蔽型保理业务中，对于存在间接付款的情况，银行未能及时跟踪回款，落实有效催收。对于买方回款的时间、发生迟付、少付的原因，是否是卖方用自由资金归还融资等情况都不掌握，这些都可能引发买方付款被卖方挪用、卖方虚构贸易背景套取银行融资等风险隐患。

六、有效的防范措施

1、加强贷前调查，尤其是卖方的履约能力。必要时还包括应收账款的回购能力以及买卖方的交易习惯、交易记录等。

2、授信审批时，应明确是公开型还是隐蔽型。明确应收账款转让通知方式，付款是否允许存在间接付款，确保后期业务操作有据可依。

3、审慎开展隐蔽型保理业务。在充分揭示其风险的基础上，采取有效管控手段：(1) 严格把控卖方的准入门槛；(2) 重点调查交易背景是否真实，办理业务的真实意图是否合理；(3) 严格按照制度要求，预留转让通知书和在必要时提示买方；(4) 尽量要求卖方在发票上指定保理专户作为回款专户；(5) 加大回款跟踪力度，强化催收管理，确保保理融资安全收回。

(上海国资)

资管从业者如何分析客户的还款意愿？

在信用体系不健全的情况下，对客户的还款意愿分析非常困难。通常主要从客户的言谈举止、性格品质和违约成本等方面判断客户的还款意愿。可以参考以下几个方面的因素。

(1) 在社区和周边商户中享有良好的声誉的客户通常不希望因为推迟付款而影响自己名声，还款意愿通常比较高。

(2) 生活习惯好，无不良嗜好的客户还款意愿较高。

(3) 对贷款流程不认真对待的客户(约定时间迟到、与信贷员开不恰当的玩笑、与信贷员见面之前喝酒，等)通常都不会严格还款，还款意愿较低。

(4) 家庭和睦，孝敬老人，夫妻关系好，子女教育程度较高地客户还款意愿高。

(5) 金融机构对客户信用记录的记载，有不良信贷记录的客户还款意愿低。

(6) 若客户夫妻有一方或双方为公务员或企(事)业单位职工，收入较为稳定，违约成本较高，还款意愿较强。

(7) 有比较多固定的商业伙伴的客户，一般来说比较重视自己的信誉，还款意愿较强。

(8) 调查过程中夸大其词，故意隐瞒不利信息的客户，还款意愿较低；估算财务数据较为保守，且主动提供负债或不利信息的客户，还款意愿较强。

(9) 资产实力雄厚、经营较为稳定的客户，违约成本较高，还款意愿较强。

(10) 与供应商和合作伙伴关系良好，应付款占比较低的客户，信誉度较高，还款意愿较强。

(11) 明确表示无论如何也会将款还上，或替别人还上。

(作者不详，欢迎认领)

❖ 资管研究

我国农村土地承包经营权抵押规则研究

作者：李红宇

与传统用益物权相比，土地承包经营权是一种特殊的用益物权。与一般私人所有权抵押不同，在土地承包经营权上设立抵押负担，除了要遵循一般抵押规则外，还应遵循适合其自身特点的规则。

一、抵押标的

（一）抵押标的是物权性质的土地承包经营权。

根据《中华人民共和国物权法》、《中华人民共和国农村土地承包法》和《最高人民法院关于审理涉及土地承包经营权纠纷案件适用法律问题的解释》的有关规定，只有物权性质的土地承包经营权才可以流转，是流通物，方可以抵押；而债权性质的土地承包经营权不能流转，为禁止流通物，不得抵押。其中物权性质土地承包经营权包括通过家庭承包方式取得的土地承包经营权和通过其他方式承包并经依法登记取得土地承包经营权证书的土地承包经营权。而未经依法登记取得土地承包经营权证书的土地承包经营权为债权性质的土地承包经营权。

（二）土地承包经营权抵押实践乱象。

从各地土地承包经营权抵押的实践来看，农村土地承包经营权抵押大致可以分为三种情形：一是土地承包经营权和农村土地经营权（土地经营使用权）都可以抵押。如成都规定，承包方农户取得的《农村土地承包经营权证》或规模经营业主取得并经登记的《农村土地经营权证》都可以抵押。二是仅土地经营权可以抵押。土地承包经营权抵押标的限定为经过土地流转之后取得的经营权上。如万年县将抵押人限定于耕地经营权人，且经营耕地面积至少在50亩以上；信阳将“经过土地流转、经营规模在50亩以上的土地承包经营权”列为可以设定担保的对象。上述规定将具有一定规模的土地承包经营权列为主要金融支持对象，无可厚非，但是将农户的土地承包经营权排除在抵押范围之外，缺乏法理依据。三是土地承包经营权可以抵押，但附加多种限制条件，如有的将抵押对象限定在农村居民取得的土地承包经营权上，而对于土地流转中流入方取得的经营权能否抵押没有规定，如山东济宁农村土地承包经营权抵押贷款的规定。有的将土地承包经营权抵押设一定门槛，仅有土地承包经营权证不能满足抵押条件，还必须附加其他保证条件，如湖州规定土地先期投入必须在10万元以上。有的将土地承包经营权限定于特定的农业，如辽宁省农村信用社的土地承包经营权抵押规定，限定于农村种植业和养殖业。上述规定限制了土地承包经营权的流动性、投资性和融资功能，表现出土地承包经营权财产功能的不彻底性和怀疑性，实质是变相否定了土地承包经营权的抵押价值。

（三）抵押标的实践乱象的理论分析。

上述规定的不同，主要产生于对土地承包经营权和流转后土地经营权的不同认识。为便于分析，本文以家庭承包为例，将农村土地承包市场分为初级市场和二级市场，来分析两个市场条件中土地承包经营权的抵押问题。

所谓初级市场是指村集体经济组织或者村民委员会按照家庭承包的方式，依法将农民集体所有的土地发包给本集体经济组织的农户。在初级市场中，农户土地承包经营权的取得主要是基于农户的集体成员身份的法定取得（但发生转让和国家征收的情况除外），并不以向发包人履行对价为交换条件。在初级市场中，集体土地所有权被物化为本集体经济组织内每一户的家庭承包经营权，它不是国家或集体经济组织谋利的手段，而是集体土地得以分散利用的一种方法。由于我国土地所有权不可买卖，土地承包经营制度被赋予了土地的利用与土地上的权利的流通功能。在初级市场中，农户的土地承包经营权实质上还处于一种静止的权利状态，土地是作为一种生产要素存



在，土地的资本价值没有实现。值得注意的是，在初级市场中，家庭土地承包经营权还附加了一些人格和身份利益，也就是成员权。这些利益包括：取得土地承包经营权的期待权、优先权、集体经济组织剩余价值的取得权和分配权等，这些权利并不随着土地承包经营权的流转、抵押（包括转让）而转移。

所谓土地二级市场，是指农户将其以家庭承包方式取得的土地以转包、互换、出租、入股、代耕等方式流转给第三方。在土地二级市场中，原承包方（即农户）和发包方的承包关系不变，原承包方在流转的合同期限内丧失了对土地的占有权和直接经营权，承租方获取土地的占有、使用、收益和处分权。土地承包经营权以占有为利用收益的前提，只有占有承包地，才能利用承包地进行农业生产，一旦脱离承包地的占有或者虽占有承包地但不从事农业生产，就不应享有土地承包经营权，所以流转方转移的只能是土地承包经营权的整体，是全部，而不能将其分割为承包权和经营权，或是土地承包经营权的一部分。因为，若承认分割后的承包权和经营权都是物权，则意味着当事人可以创设或变更物权的种类和内容，有悖于物权法定原则和一物一权的原則（同一客体上不相容物权之并存）。在二级市场中，农户的土地承包经营权作为一种“准商品”被交易，而且交易的次数越多，其价值性也就越强。在二级流转市场中获取土地的专业户、农场主、土地合作社、集体经济组织等主体，正是通过将其取得的土地进行整合或再流转，实现土地的规模经营或出租收益。具体说明见表1。

表1：初级市场和二级市场中的土地承包经营权

	当事人	标的物	取得方式	登记	对价
初级市场	农村土地所有权的代表人和农户	耕地、林地和草地	原始取得、法定取得	不以登记为要件	不支付对价
二级市场	农户和受让方、受让方与再承包方	耕地、林地和草地	继受取得、约定取得	登记要件	支付对价

在土地二级市场中，受让方应通过登记取得土地承包经营权。按照《农村土地承包法》第32条、《物权法》第129条规定，土地承包经营权人将土地承包经营权互换、转让的，不经登记不得对抗善意第三人，立法对土地承包经营权的变更采用登记对抗主义。《物权法》第127条规定，土地承包经营权自土地承包合同生效时设立，从该规定推出土地承包经营权的设立采用的是无需登记的债权合意主义。而承包经营权的流转采用的是登记对抗主义，这违背了《物权法》中物权设立与物权变更相一致的原则。为了给受让方的土地承包经营权一个安全保障，本文建议受让方取得的家庭承包经营权实行登记生效主义，并将其权利固化为土地承包经营权证书，使其权利内容固定化、具体化、对象化。

二、抵押效力

（一）土地承包经营权抵押的效力及于已被抵押的耕地、林地、草地使用权的全部。

土地承包经营权抵押的效力及于已被抵押的耕地、林地、草地使用权的全部。因转让、承包、租赁、继承等方式被分割的土地承包经营权，未受清偿的抵押权人，可就分割后的土地承包经营权行使抵押权；因入股或作为合资、合作的出资条件等方式被分割的土地承包经营权，抵押权的效力及于抵押人的出资（或入股）份额。

土地承包经营权抵押的效力及于土地承包经营权的流转收益和收益物及其从物。土地承包经营权抵押在于支配土地使用权及其收益物的担保价值，因此，用来增加土地使用权和收益物经济价值的从物和从权利，则不问其添附的时间，均应统一于抵押权标的之内。已被抵押的土地承包经营权因生产、经营、加工、被征用或流转，而使土地承包经营权为第三人所有或占有时，抵押权的效力及于补偿金或流转金。因经营、管护土地承包经营权，而使已被抵押的土地承包经营权扩展，则土地承包经营权的抵押权也随之扩展，如秧田抵押之抵押权及于稻谷，茶地抵押之抵押权及于茶叶，果林抵押之抵押权及于林果等，上述衍生之物皆为抵押权之标的，并不以登记为必要。

土地承包经营权的从权利，亦为抵押效力之所及。如抵押的耕地使用权为需役地时，其所附属之地役权，其他从属于土地的利用权，如种粮补贴、农业保险收益等权利，均应受到抵押权人的制约。

农地上的建筑物是独立的不动产，不是土地承包经营权的组成部分，土地承包经营权抵押并不当然及于农地上的建筑物，除非有约定，并依法履行相应的手续。土地生存的野生动物、微生物、矿藏物、埋藏物有特别法予以调整，不属于土地承包经营权的调整对象，抵押权效力不及于这四种“物”。

（二）土地承包经营权抵押与出租冲突。

土地承包经营权抵押与出租冲突大致分为两种情形：一是订立土地承包经营权抵押合同前，该土地承包经营权已经出租或转包的，此种情况下适用买卖不破租赁的原则，原土地承包经营权租赁（转包）关系不受该抵押权的影响。这里问题是抵押人逾期不履行义务，发生抵押权实现的情形时，租赁（受包）人的租赁利益因抵押权人行使抵押权而终止，租赁人（受包人）受到的损失，应由原出租人（转包人）予以赔偿。二是抵押权设立后在抵押期间抵押人将抵押的土地出租（或转包）的，适用物权优先于债权的规则，则该土地承包经营权的租赁（转包）关系不得对抗已登记的

抵押权, 租赁人(受包人)明知或应当知道土地已经抵押, 仍接受租赁(受包)而遭受损失的, 应由其本人承担责任; 租赁人(受包人)不知或应当知道土地已经抵押, 其因租赁(受包)而遭受损失的, 应由其出租人(转包人)承担责任。

(三) 抵押期间的土地承包经营权的流转(包括出租、转包、代耕等)。

土地承包经营权抵押期间, 抵押人有权流转土地承包经营权, 但是必须征得抵押权人的同意, 同意流转的, 则应当将土地承包经营权流转的所得价款向抵押权人提前清偿或者提存; 未经抵押权人的同意, 该流转行为无效, 受让人因此遭受的损失由抵押人赔偿, 当然受让人代为清偿债务消灭抵押权的除外。

(四) 土地承包经营抵押权的转让。

基于我国担保物权严格的附随性理论, 土地承包经营权抵押期间, 附着于土地承包经营权之上的抵押权不得与债权分离而单独转让, 债权转让的, 担保该债权的土地承包经营权一并转让。但是考察世界各国担保物权立法呈现出理论和实践的附随性原则的缓和趋势, 本文建议, 要在一定程度上赋予抵押权的相对独立性, 比如基于法律或当事人的约定, 债权转让的, 担保该债权的土地承包经营权不发生转让, 或者该抵押权可以单独转让, 甚至能作为其他债权的担保, 这种制度安排, 将大大增强土地承包经营权的融资和投资功能。

三、抵押权的实现方式及管制原则

(一) 土地承包经营抵押权实现应通过土地流转来实现其价值。

抵押解决的是谁先受偿的问题, 不以占有农用地为条件, 当抵押所担保的债务到期不履行或者发生当事人约定的实现抵押权的情形, 就会发生用抵押的土地承包经营权清偿债务的情况。这时, 导致土地流转的不是抵押行为, 而是折价、拍卖、变卖土地承包经营权等法律事实, 因此, 土地承包经营权抵押的实现离不开土地流转。但是折价这一实现抵押权的形式, 并不是任何人都可以行使的, 本文认为当土地承包经营权的抵押权人为商业银行、商业企业等主体时, 应予以禁止。以银行为例, 银行是经营货币资本的企业, 不能因其行使土地承包经营抵押权而变成农业生产者、经营者。而抵押权人为企业时也应排除折价归己的实现方式, 因为在企业经营中, 农户虽拥有土地的收益权, 但丧失了经营权, 企业是土地的经营主体, 农业生产不再是双层经营, 而是以企业为主体的单层经营, 家庭经营的消失, 以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制存在被动摇的可能。土地承包经营权折价或直接转让给本集体经济组织以外的其他法人、组织或个人, 损害了农村集体经济组织的物质基础——集体土地的完整性、地域性和成员性。土地抵押、流转以村镇集体、农村土地合作社为流转对象, 并不会改变农村基本土地制度, 值得提倡。

对于拍卖、变卖土地承包经营权, 应该通过出租、转包等形式实现其价值, 而不能通过转让或出卖土地承包经营权实现其价值。因为转让、出卖土地承包经营权的实质是农户永久性地失去承包土地, 并且这种权利由抵押权人实施, 不仅违背了土地承包经营权设立的目的, 剥夺了农户对集体土地进行再次承包的期待权, 还否定了统分结合的双层经营体制。因为转让、出卖土地承包经营权, 实际上是将土地承包看作是单纯的财产分配和单纯的家庭经营。但出租或转包等实现形式, 坚持了以家庭承包经营为主体、统分结合的双层经营体制, 是符合我国农村土地制度的基本流转形式。

(二) 抵押权实现与新的土地承包关系确立。

实现抵押权时, 土地承包经营权人发生改变, 即抵押人(原土地承包经营权人) 丧失土地承包经营权, 而流入方取得土地承包经营权。同时, 原土地承包经营权人(抵押人) 与发包方之间的在该土地上的土地承包经营权关系终止, 确立流入方与发包方之间在该土地上的新承包关系, 其承包期限为原承包期的剩余期限。新土地承包经营权人在依法登记取得相关土地权利证书后, 可以采取转包、出租、信托、代耕或者符合法律法规规定的形式再流转。抵押权实现后, 新土地承包经营权人经营承包地期限届满时, 发包方依法收回承包地。

(三) 抵押权实现与农村土地的“三不”管制原则。

一是集体土地所有权不得改变。抵押权实现后, 所有权权属关系不得改变, 即土地所有权仍属于集体经济组织(即发包人)。二是抵押权实现后, 在承包期内不得改变承包地的农业用途, 农用地未经批准不得转为建设用地。我国实行严格的耕地保护制度和基本农田保护制度, 划入基本农田保护区的耕地, 实行永久性保护, 未经批准, 任何单位或者个人不得占用或者改变基本农田用途。三是抵押权实现不得损害抵押人的合法权益, 抵押人的合法利益, 即土地承包经营权基于《土地承包法》及相关法律、政策等规定, 而应获得或必然获得的利益, 如享有宅基地使用权、集体组织剩余利益分配权或集体经济事务的参与权以及基于集体成员身份而应享有包括中央政府、地方政府、本村给予农户的各种基本社会保障、福利和补贴等。

(金融发展研究)

解读国家税务总局 2013 第 72 号公告的 “跨境重组”新政

作者：华税律师事务所国际税务部

近年来，财政部、国家税务总局陆续制定下发了若干涉及非居民股权转让政策的文件，但在企业跨境重组适用特殊性税务处理的问题上，因始终缺乏具体的操作规程及指引，使得实务操作中一些问题无法得到解决。为明确此类问题，国家税务总局最近发布的 72 号公告中对如何在跨境重组中适用特殊性税务处理做出了进一步规范。为帮助企业了解有关跨境重组税收政策的最新动向，本文将结合图例对公告中的要点予以一一解读。

一、适用范围

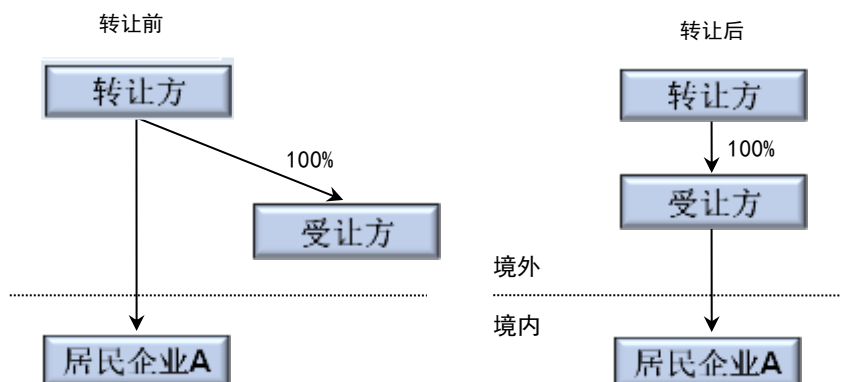
72 号公告中明确表示，非居民企业股权转让特殊性税务处理的适用范围是：非居民企业发生《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》[2009]59 号文（以下称“《通知》”）第七条第（一）、（二）项规定的情形；其中《通知》第七条第（一）项规定的情形包括因境外企业分立、合并导致中国居民企业股权被转让的情形。

在这一点上，72 号公告并没有放宽对跨境股权转让适用特殊税务处理的严格条件，而沿用了此前 59 号文中的标准（第一项 100%直接控股，第二项具有 100%直接控股关系）。

（一）《通知》第七条第（一）项情形。

非居民企业向其 100%直接控股的另一非居民企业转让其拥有的居民企业股权，没有因此造成以后该项股权转让所得预提税负担变化，且转让方非居民企业向主管税务机关书面承诺在 3 年（含 3 年）内不转让其拥有受让方非居民企业的股权，如图所示：

图 1：非居民企业向非居民企业转让股权（境外—境外）



该情形下，非居民转让方将其直接持有的居民企业 A 的股权转让给其 100%控股的非居民受让方，并换取非居民受让方的股权，即用原持有的居民企业股权增资受让方，并使得该受让方成为居民企业 A 的股东。

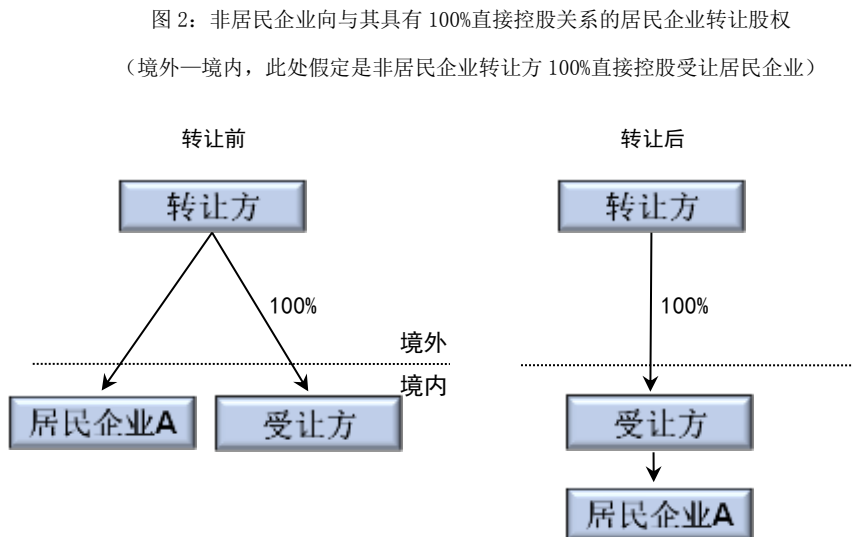
若非居民企业选择特殊性税务处理，应于股权转让合同或协议生效且完成工商变更登记手续 30 日内，由转让方向被转让企业所在地所得税主管税务机关备案。

重组完成后，如果居民企业 A 向受让方分配重组前形成的未分配利润，受让方不享受其所在国家（地区）与中国签订的税收协定（含税收安排）的股息减税优惠待遇，并由被转让企业按税法相关规定代扣代缴企业所得税，到其所在地所得税主管税务机关申报缴纳。

“没有因此造成以后该项股权转让所得预提税负担变化”的要求需结合我国对外签订的税收协理解释，我们将在后文“关注要点”部分展开分析。

(二)《通知》第七条第(二)项情形。

非居民企业向与其具有100%直接控股关系(此处与情形一中的“100%直接控股”要求)的居民企业转让其拥有的另一居民企业股权，如图：



该情形下，非居民转让方将其直接持有的居民企业A的股权转让给其100%控股的境内受让方(居民企业)，并换取境内受让方的股权，即用原持有的居民企业股权增资境内受让方，并使得该境内受让方成为居民企业A的股东。

若非居民企业选择特殊性税务处理，应于股权转让合同或协议生效且完成工商变更登记手续30日内，由受让方向其所在地所得税主管税务机关备案。

重组完成后，如果居民企业A向受让方分配重组前形成的未分配利润，将无需就股息缴纳所得税，此外，如果受让方之前存在亏损，也允许其通过获得国内公司的利润实现盈亏相抵。

二、关注要点

(一) 备案材料要求。

股权转让方、受让方或其授权代理人(以下简称备案人)办理备案时应填报以下资料：

- 1、《非居民企业股权转让适用特殊性税务处理备案表》；
- 2、股权转让业务总体情况说明，应包括股权转让的商业目的、证明股权转让符合特殊性税务处理条件、股权转让前后的公司股权架构图等资料；
- 3、股权转让业务合同或协议(外文文本的同时附送中文译本)；
- 4、工商等相关部门核准企业股权变更事项证明资料；
- 5、截至股权转让时，被转让企业历年的未分配利润资料；
- 6、税务机关要求的其他材料。

(二) 不予适用特殊性税务处理的情形。

非居民企业发生股权转让属于《通知》第七条第(一)项情形的，主管税务机关应当自受理之日起30个工作日内就备案事项进行调查核实、提出处理意见，并将全部备案资料以及处理意见层报省(含自治区、直辖市和计划单列市，下同)税务机关。税务机关在调查核实时，如发现此种股权转让情形造成以后该项股权转让所得预提税负担变化，包括转让方把股权由应征税的国家或地区转让到不征税或低税率的国家或地区，应不予适用特殊性税务处理。

从总局发文中可以看出，股权的转让是否会造成将来该项股权再次转让时所得预提税的负担产生变化是非居民企业股权转让能否使用特殊性税

务处理的关键所在。在 72 号公告中,总局就何为预提税负担变化做出了进一步的解释。

判断预提所得税的负担是否发生变化需要参照中国对外签署的税收协定中有关“财产收益”的条款,概括来说,我国双边税收协定中关于股权转让所得征税的规定有三种(不考虑不动产因素),第一种是中国对股权转让所得具有征税权,如中国—加拿大以及中国—荷兰现行的税收协定;第二种是中国对该份所得的征税权取决于转让方持有的中国居民公司股权是否达到 25%,在这种情况下,若转让方持有股权低于 25%,那么中国无权对该股权转让所得征税,如中国—香港,中国—新加坡税收协定(安排);第三种情况是中国无权对该股权转让所得征税,如中国—韩国税收协定。

根据中国对外签署的税收协定,假设有一加拿大公司将其持有的中国居民公司股权转让给其 100%直接控股韩国子公司,此种情况下,根据 72 号公告规定,因该股权由中国应征预提税的国家转让到了不征预提税的国家,所以不能适用特殊性税务处理,这一规定也是出于保护中国税基的考虑。此外,如果将股权转让到未与我国签署税收协定的国家或地区(如维京群岛、开曼群岛),因中国征收预提所得税的权利不会发生变化,应当允许适用特殊性税务处理。

但当加拿大公司将其持有的中国居民公司股权转让给其 100%直接控股香港子公司,因中国—香港间的税收安排,中国未来对该股权转让所得是否具有征税权将取决于该股权在中国居民公司所占的比重。如果该被转让的股权相当于中国居民公司 25%以上的股权,在日后香港公司转让该份股权时,中国仍将有权对产生的所得征收 10%预提税;如果该股权仅相当于中国居民公司 25%以下的股权,中国将无权对日后转让产生的所得征税。在处理此类问题时,是要参考该份股权的是否相当于中国居民公司 25%股权,还是因中港税收安排中存在不征税的条款,一概视为股权转让所得预提税负担产生了变化,72 号公告并未进行说明,我们期待税局在将来的解读或是后续发文中能够明确这一问题。



此外,在中国对外签订的税收协定中有部分协定规定到,若公司财产直接或间接由位于中国的不动产组成,无论股权比重为多少,中国都拥有征税权,值得注意的是,也有部分税收协定并未包含这一条款。这意味着当跨境重组中涉及此类性质的股权时,股权转让预提税变化问题将会显得更加复杂。

(三) 股权转让前未分配利润税收协定待遇。

居民企业发生股权转让属于《通知》第七条第(一)项情形且选择特殊性税务处理的,转让方和受让方不在同一国家或地区的,若被转让企业股权转让前的未分配利润在转让后分配给受让方的,不享受受让方所在国家(地区)与中国签订的税收协定(含税收安排)的股息减税优惠待遇,并由被转让企业按税法相关规定代扣代缴企业所得税,到其所在地所得税主管税务机关申报缴纳。相比之前的规定,此项是 72 号公告中新增的内容,这项规定毫无疑问是出于防止避税安排并保护中国税基的考量。若被转让企业股权转让前的未分配利润在转让后分配,受让方无法就该股息红利享受其所在国(地区)税收协定待遇和转让方此前的税收协定待遇。但因中国目前的股息红利预提所得税较低(减按 10%征收),基本与大部分税收协定待遇相同,所以除个别情况外(如将股权从新加坡、香港等地转让到其他国家),实践中并不会带来太大影响。

三、华税观点

在此前的重组规定中,由于缺乏具体操作的官方指导,跨国公司在进行跨境重组时通常会在争取特殊性税务处理时遭遇障碍。72 号公告通过明确操作规程解决了程序层面上的问题,并明确了重组前被转让股权所含未分配利润将不能享受受让方税收协定待遇的问题,这体现了中国税务机关在跨境交易中注重保护本国税基一贯态度,也是当今国际间加强反避税力度趋势下的应有之义。

目前 72 号文对跨境重组中可能牵扯到的预提所得税及税收协定条款问题仍不够明确,华税提示打算进行跨境重组并希望适用特殊性税务处理的跨国企业要密切留意股权转让可能导致的未来股权再次转让时所得预提税负担的变化,并及时关注总局对该问题的进一步解释。

(信泽金感谢北京华税律师事务所赐稿!)

保理与应收账款质押在法律上的联系和区别

作者：卢宇

商业银行一般通过保理（应收账款转让）与应收账款质押贷款两种形式开展应收账款融资业务。根据保理业务的国际惯例，应收账款质押业务和应收账款转让业务可以适用相同的规则，例如《国际保理通则》和《联合国国际贸易中应收账款转让公约》均规定，应收账款质押被“视为”应收账款转让，适用应收账款转让的规则。

但是，若严格从法律上分析，特别是在我国国内的法律环境下，二者还是存在较大差异的。两者区别在于：

第一，法律性质不同。应收账款转让是债权让与的一种形式，是指不改变债权的内容与客体，债权人将其债权转移于受让人的法律制度。以应收账款转让方式融资，在债权转让的情况下，原债权人退出债务的关系，受让人取代原债权人成为新的债权人，可以将其理解为债权“买卖”关系，即受让人以提供融资为对价而获得应收账款的买卖关系，但受让方获得的只是一种债权，仅具有债权效力。而在应收账款质押中，应收账款对应的债权没有发生转让，出质人作为应收账款基础合同债权人的身份没有发生变化，只是在其到期不能向融资提供方（质权人）履行债务时才面临失权风险，实质上是一种权利质押，具有物权效力。

第二，权利人的法律地位不同，表现为应收账款受让人与应收账款质权人的权利义务不同。应收账款转让后，受让人可以直接以应收账款债权人的身份向应收账款债务人催收款项。除附追索权的转让外，受让人能否向债务人收回账款及收回多少，与原债权人无关。而在应收账款质押中，首先由应收账款债权人（出质人）清偿债务，在其不能履行清偿义务或约定的实现质权的条件成立时，质人才有权收取质押的应收账款。质人行使质权后，若所收款项大于被担保的债权额，须将余额退还债权人，相反，如有不足，则质人才有权继续向债权人请求偿还不足部分。

第三，法律后果及风险不同。在无追索权保理业务项下，应收账款受让人有权直接以债权人身份向债务人追索。当受让人（一般为保理商）向原债权人承诺由受让人承担买方信用风险的情况下，即无追索权保理业务中，受让人应独自承担债务人恶意拖欠和破产的风险；应收账款质押融资业务中，银行不承担买方信用风险，质人行使质权后，若所收款项小于被担保的债权额，有权继续要求应收账款债权人（出质人）偿还不足部分。

第四，适用法律依据不同。在应收账款转让中，适用的主要是关于债权转让的规定，主要的法律依据是《中华人民共和国合同法》中关于合同权利转让的规定。应收账款质押适用的主要是关于担保物权方面的规定，在我国，应收账款质押作为一项新的担保制度，主要适用的是《中华人民共和国物权法》、《中华人民共和国担保法》等关于担保物权方面的法律及规章的规定。

在实践中，银行为了降低风险，还开展一种有追索权保理业务，即出让人须对买方的清偿能力做出保证，一旦买方不能清偿，银行有权向出让人追索，这种转让方式从形式上看与应收账款质押融资具有相似之处，但不构成担保物权。



信泽金：时间凝聚价值！

【2009年10月-2013年12月】

- ❖ 信泽金在4年多时间里合计独立主办了近100期公开课

【2009年03月-2013年12月】

- ❖ 信泽金在4年多时间里合计独立承接了约150场机构内训

【2006年03月-2013年12月】

- ❖ 从信托到“泛资产管理”，近8年时间打造平台和积累信誉

【2009年02月-2013年12月】

- ❖ 近5年的商业化运营，成功打造卓越品牌，树立资管培训标杆。

信泽金
Trust for Fortune

——专心、专注、专业于金融信息服务，值得信赖！

上市公司的市值管理方法与业务探讨

作者：杨仁文

精彩观点：

1、市值管理有三个核心理念。第一点是帮助上市公司树立产融互动和创造 EVA 的经营理念；第二点是帮助上市公司建立市值管理的经营体系；第三是在市值波动中进行价值实现，增加股东财富和公司竞争力，促进可持续增长。

2、我们为企业做了基于市值的发展战略，重新将企业推入了二次创业的轨道；然后通过市值管理价值模型，推动公司市值增长；市值增长后通过增发、并购的形式推动公司的新一轮的业绩增长，最终形成产融互动的经营局面。

3、我们对 A 股市场有三个基本假设，市场化改革、无效性和上市公司资本经营的粗放性。我们希望通过这套市值管理方法论以及我们的实践，推进 A 股的市场化进程，提高市场的效率，提升上市公司的资本经营水平，从而使参与 A 股市场的投资者能够真正发现、支持并分享优秀公司的成长。

4、每个人都必须找到自己认识和改造这个世界的价值观和方法论，它不仅是一种谋生手段，而且更是你与这个世界相处与互动的一种方式。你依赖这个方法论，通过事业、职业、专业或兴趣爱好方式，去结交一帮志同道合的人，一起去为这个世界做出贡献创造价值，让自己和这个世界变得更好，顺便赚点儿钱。

以下是演讲全文：

我们开始今天的讲座，今天我讲座的主题是市值管理，分成三个方面给大家介绍，第一方面是先跟大家讲一下市值管理的方法论，第二方面就是进入到这个案例的分享，第三方面讲讲我们市值管理服务的立场和价值。

第一部分：市值管理方法论

我在这里提纲挈领地跟大家做一个市值管理方法论介绍。我们认为市值管理核心理念有三点：第一点是帮助上市公司树立产融互动和创造 EVA 的经营理念。现在很多上市公司的老板，他们更多的思维是在搞研产销上面，但如何把产融进行有效的互动，如何把 EVA 创造而不是利润作为公司的经营理念，很多公司实际上是缺乏这个思维的。第二个是帮助上市公司建立市值管理的经营体系，它是一套很完整的经营体系；第三是在市值波动中进行价值实现，增加股东财富和公司竞争力，促进可持续增长。

这三个理念是我们认为是市值管理最核心的三个理念。

第一个理念，树立产融互动和创造 EVA 的经营理念。任何一家上市公司都是在两个市场进行经营，第一个市场是资本市场，这个市场的经营目标是市值。第二个市场是产品市场，这个市场经营目标的核心是利润。实际上我们了解很多上市公司更多的是在右边，就是产品市场。每天供研产销思考的是利润问题，很少有上市公司能够有左边这套思维，更少有上市公司能够把这两种思维有效地融合。实质上市值管理核心的一个思维就是：第一，一家公司必须具备产业和资本两种思维，而且必须进行产融互动；第二，必须认识到从企业核心竞争力和股东财富来说，市值是终极指标，利润只是过渡性指标；第三，利润做的好不好会影响你的市值，这是经典的价值决定价格理论。但很少有人思考，反过来也是一样成立的，就是市值的高低同样也会影响你的利润和企业发展。比如有一家上市公司，一直是行业第一，他之前一直认为自己踏踏实实做好实业，市值自然会上去。后来发现他的竞争对手通过市值管理方法市盈率比他高很多，反过来以很便宜的成本融了很多钱，再拿这些钱去做产业并购，未来可能还会超过他。这下这家上市公司的董事长紧张了，也想清楚了市值高低也会影响企业发展，找到我们希望我们为他服务。

第二个理念就是建立市值管理的经营体系，在我们的方法论里面，市值管理经营体系分成两个定义。第一个是广义的市值管理经营体系，也就是我们常说的“所谓市值管理就是管理公司的一切”。简单地来理解，一个公司的市值是由净利润乘以市盈率，就是 E 乘以 PE。如果是广义的市值管理经营体系，它应该就是把和市值相关的所有影响 E 的重要因素和所有影响 PE 的重要因素都有效地进行管理。在我们的方法论里，影响 E 的主要因素有这么几个：第一个，这家公司的产业布局和性质是怎样的，是多元产业还是单一产业，是新兴产业还是传统产业，是周期性产业还是非周期性产业，是政策支持性产业还是政策退出型产业等；第二个，这家公司的商业模式是怎样的，每家公司的商业模式是不一样的，有的是 B2B 的，有的是 B2C 的，现在互联网时代的商业模式很多是“羊毛出在狗身上”，它的商业模式又不一样。所以要搞清楚一家公司到底怎么挣钱；第三个，核心能力是什么，每个公司的核心能力是不一样的，可能是规模、营销、品牌、团队等，每个公司挣钱的那个核心的东西它是不一样的；第四是企业家团队，在中国的经济转型背景下，对民营企业来说，企业家团队往往是影响一家公司能不能持续挣钱的核心要素，所以一个企业家团队是非常重要的；第五个是盈余管理，盈余管理和财务报表作假的差别在什么地方？财务报表作假显然大家都理解是什么概念，盈余管理是在符合会计准则的条件下对财务报表进行合法合规的调节，这叫盈余管理。这些因素我们认为是影响 E 的最核心

的因素。如果要进行市值管理的话，就要把影响E的这些要素做出相应的改变和优化调整。这个是企业家每天都在做的事情。

但是很少有企业家做右边PE（市盈率）的这些事情。我们认为有这些因素在影响一个公司的PE。第一个是资本市场的周期，就是股市周期。股市周期有牛市有熊市，在牛市里面还有结构性的熊市，在熊市里也有结构性的牛市。在整个股市发展过程当中，它有大周期和小周期存在，每个周期里面又有不同的主题。这是影响市盈率最大的因素。第二个是主题管理。每家上市公司都有若干个主题。从业务来看，有大数据、物联网、智能穿戴、环保、安全等主题；从风格来看，由龙头股、跟随股、边缘股等主题；从板块看，有大市值、小市值、高价股、低价股主题等等。我们需要知道，每家公司的每个主题强弱是不一样的。我们上市公司在资本市场是一个怎样的定位，传递一个怎样的主题，这是需要管理的。第三是4R管理能力，4R我们是指投资者、分析员、监管机构和媒体关系。这是上市公司面对资本市场最重要的四个对象，他们都是需要有效地

进行管理的，而不仅仅是投资者关系管理或媒体关系管理；第四个是送转能力。每一家公司有两个指标是非常重要的，一个叫未分配利润，一个叫资本公积金。这两个指标在财务领域大家可能认为不是很重要，但是在A股市场是非常重要的两个指标。一个公司的送转能力我们可以通过这两个指标进行有效的评估；第五个是股东结构。即使是同一个产业做同样的业务的两家公司，如果它的股东结构不一样的话，那它市盈率是完全有可能不一样的，最典型的就是巴菲特效应；第六个是市值股价区间。两家同样业务的公司，它是十个亿市值和一百亿市值它的市盈率是绝对不一样的。一般来讲，市值越小、股价越低，市盈率越高。

所以要进行市值管理的话，就涉及到一个企业的方方面面。你不光要懂产业，你还要懂资本市场，懂每一个要素。每一个要素分开来讲都可以讲上一年的时间，都可以作为一个单独的方面来讲，这就是市值管理博大精深的地方。如果大家感兴趣，我们有一个市值管理实战研修班，针对每一个要素，我们都有专门的课程进行讲授，课程内容都是我们实际操作过的，实战性很强。以上是广义的市值管理经营体系，所谓的市值管理是管理公司的一切。

在我们和君市值管理研究中心服务上市公司的实践过程中，我们更多地使用市值管理价值模型。这个市值管理价值模型更多的是在做市盈率的管理。因为我们有一个假设，在产业经营和产品经营方面，我们不会比目前我们服务的客户做得更好。我们提建议可以，但是实际操作方面客户一定比我更能够做好。所以我们守住自己的能力圈，更多的是

把能力发育在怎么去帮助企业提升市盈率方面，就是右边的哪些要素。

基于右边的这些要素，我们创造了市值管理的价值模型，就是价值塑造、价值描述、价值传播和价值实现这四个模块。我们服务客户更多的是从这四个模块来进行服务的。我们给客户建立市值管理经营体系，就是进行这四个模块的建设。当然，最近我们做的一些案例，也涉足到了E的管理。一是通过并购基金的方式，去帮助企业通过并购的方式成长。二是通过股权激励、精益生产、产品营销等服务，帮助上市公司降本增效。

第三个理念是在市值波动中进行价值实现，增加公司竞争力，促进公司可持续增长。这张图之前在网上传播很广，一根直线一根曲线，简单来说，直线代表净利润，曲线代表股价。

从长期来讲的话这根曲线代表的价格一定是回归价值的，但是短期由于非理性因素的存在，它永远是偏离这条直线的，或高或低。那么在这个偏离过程中做什么动作就体现了市值管理水平的高低。我们要帮助上市公司在价格低于内在价值的时候做一些相应的资本经营动作，比如说增持、回购、股权激励，因为这个时候买股票是便宜的，因为它低于内在价值；在价格高于内在价值时做一些相应的资本经营动作，比如说增发、换股并购、减持，这样的话就可以在市值的波动过程当中去提升公司竞争力。因为如果这么做的话，上市公司从资本市场获得了更低的融资成本或者利用资本市场对你股权的溢价定价去换取了别的非上市公司的资产或者股权，所以就会增加公司的核心竞争力，通过这套机制促进公司的可持续增长。

第二部分：案例分享

下面我给大家讲一个我们实际操作过的案例。

A公司是深交所的一家上市公司，上市十几年来形成了杂乱的业务结构。它是一家做IT的公司，目前在A、B、C三个不同领域都有B2B的IT业务，A领域是医药行业，B领域是政府领域，C领域是城市领域。如果从净利润上来看，一半以上的净利润是由A领域的IT业务提供的，因此这个公司的核心业务其实就是A领域IT的B2B业务。进一步分析A领域市场，发现B公司在这个市场占有率接近50%。这说明未来他在这个领域的发展很有限，因为市场占有率已经很高，很难继续快速增长。我们看他近10年的净利润增长曲线，你发现这个公司从2002年到2011年近10年来利润基本没增长，主要原因是由于IT领域机会多变化快，过去A公司为了突破A领域的行业天花板，做了很多产业突破的尝试（B、C两个领域都是他的尝试），但基本失败（不贡献利润）。A公司当前核心业务仍集中在A领域的B2BIT业务，但目前该领域业务发展遭遇瓶颈。



我们进一步看这家公司,它在A领域业务的核心竞争力是什么呢?第一是客户基础。其市场占有率已有50%;第二因为其做IT业务,积累了一定技术平台;第三,积累了一批人,做IT业务核心就是人才。这些是它的核心竞争力。

从4R管理情况来看,有这么几个分析结论:1、这家公司没有研究员关注。从2006年到2011年底,累积5年时间只有10篇研究报告。2、机构股东数量少:2011年,前二十大股东中只有一家机构,2010年和2011年的股东名册显示,曾有几家机构持有A公司,但多数持股比例小、持股时间也很短。3、上市10年市值仅增长1.13倍,没有做过任何融资,大股东也没有做过减持。4、至今为止与竞争对手市值及市盈率差异大。它的竞争对手跟它差不多一个时间上市,目前有100亿的市值,而它只有10亿的市值。从市盈率看,竞争对手也比它高。

我们找到这个企业两个月时间去研究,得出的主要结论如下:1、A公司所处的IT行业是一个机会多、变化快有巨大发展空间的行业。凯文凯利(《失控》作者)最近有一个理论:未来任何一个行业的发展,如果有新的技术一出现,就立马把之前做的最好的企业颠覆掉了。IT行业是最典型体现这个理论的行业,马化腾说微信不推出的话,可能腾讯已经死掉了。2、A公司主业为A领域ITB2B业务,但该业务已近饱和,其它机会它也没有抓住。看整个世界IT行业的变迁史,IBM、微软、google、facebook等不断被替代。因为不断有新的物种和商业模式出现替代老的物种和老的商业模式,这是IT行业最典型的一个特点。这家公司也很想去抓,但结论证明公司到今天为止一个机会也没抓住。3、这个公司人才流失比较严重,没有发育出一个吸引、孵化优秀人才的平台机制。IT行业的核心竞争力是人,有没有一套机制吸引、孵化人才从而不断推出和迭代产品,这是行业里的核心竞争力。只要有人在,哪怕你现在暂时落后都没有关系。平台式公司要整出左手打右手的这种生态,实际上这种竞争是良性的竞争,通过竞争可以激发出每个人最大的活力,而不会因为某个人的技术路线出现问题而导致这块业务全军覆没。4、过去没有产融互动思维,没有利用好上市公司平台。

面对未来发展,A公司需要回答一系列问题:1、公司所处IT领域未来有哪些发展机会?2、是否能抓住这些发展机会?需要做出哪些改变?3、如何利用好上市公司平台加快公司发展?

我们解决这些问题的方法就是上面讲的市值管理方法论。首先我们为这个企业做了基于市值的发展战略,重新将企业推入了二次创业的轨道;然后通过市值管理价值模型,推动公司市值增长;第三阶段是市值增长后通过增发、并购的形式推动公司的新一轮的业绩增长,最终形成产融互动的经营局面。

下面我讲一下具体的几点工作。

一、价值塑造

第一点,我们与企业一起明确了未来3-5年的发展战略,确立了以市值为导向,产融互动的经营理念和经营目标。这个战略的要点有这么

几条。现在是10亿市值,未来3年要做成100亿市值。按照30倍市盈率计算,那利润就要做成3个亿。要做到这个利润目标,要做这么几件事情:1、业务目标:集中公司优势资源,成为A领域及A领域相关方向IT的绝对领导者,发育成公司的主要利润来源;围绕云计算、大数据技术与商业模式发育多个潜在业务增长点。2、管理目标:创建平台型公司,建立平台型制度、文化及服务功能。3、资本目标:确立产融互动的发展思路,建立上市公司资本平台,完成1-2次再融资与若干次产业并购。

第二点,根据这个新的发展战略,实施业务结构优化:1、剥离、退出经营不善业务:B领域、C领域业务全部退出;2、短期进行财务投资改善业绩;3、抓住A领域IT业务的创新机会;4、长期围绕A领域做大IT“云业务”与“大数据业务”。

第三点,管理模式与组织结构优化:我们协助公司设计平台化管理模型支持新业务开展。基本思想如下:1、公司的人只要达到一定的业务指标,那在达到相应指标的时候就可以自行申请成立业务团队、事业部、子公司等。不同的组织形态有不同的激励政策;2、调整组织结构和激励机制。在总部要发育一些平台化管理的能力支持下属业务发展,比如说投资能力,专门成立投资部;比如培训能力,专门成立了商学院;比如说统一营销的能力,建立营销平台。

第四点,实施股权激励计划:根据未来战略和组织布局计划实施了股权激励计划,实现公司与员工个人共同成长。

第五点,加强核心人才管理能力培养:实现知识结构升级和思维结构升级。

第六点,盈余管理,优化财务业绩:经过业务结构的系列调整与部署,公司业绩已明显体现“二次创业”的经营拐点。

二、价值描述

第一点,首先要判断是处于什么样的资本市场环境。这家公司是我们2012年开始服务的一家公司,所以我们当时也要对股市周期做一个研判,研判如果错误的话会对公司市值产生非常严重的影响。

我们有两个核心判断:一是判断未来股市不会很好;二是所处TMT板块应该会是是非常重要的热点主题。因为整个中国经济增长方式未来需要进行转变。所以大家把期望更多地放在新经济上面,以TMT为代表的新经济应该会是一个重要市场主题。像以互联网为代表的新经济有一个非常有意思的现象,这种商业模式短期业绩体现不了,无法证伪,必须不断砸钱进去,砸着砸着业绩就出来了。亚马逊整个市值的增长过程也有这个特点,当时亚马逊2美元上市,在2000年阶段最高点的时候涨到100美元,因为上市之后一直没有利润,在网络泡沫破灭之后瞬间又跌倒7美元。但是到今天为止又重新创了新高,到达300美元,市值超过1500亿美元,而且现在也有利润了。这个就是预期自我实现的道理,你相信我,一直给我高估值,一直给我钱,我就真能由虚变实。

现在说来简单,实际上这个过程中我们专门有一个团队天天去监测

和判断目前的市场主题发生了哪些变化。

第二点，还为A公司做了新的价值描述。因为公司业务很杂乱，整个市场也没有人关注它，因此基本对它没有预期。所以基于未来的发展战略，我们为A公司定了一个新的主题：回归A领域IT，其他领域都不做了。有预期就可以进行估值了，不然业务太乱、定位不清晰无法估值。在定位上有两个动作很重要，一是分析竞争对手的定位；二是投资者预期调研。我们对市场上的核心投资者都做了调研，掌握了市场上对这家公司行业是怎么看的，业绩是怎么看的，未来发展战略是怎么看的。实际上股价能不能上涨，有一个非常重要的原因是你能不能达到或超过投资者的预期，如果超过其预期，股价一定能增长。这个是价值描述的基本原则：以达到和超越投资者预期为标准，在合法合规的范围内进行价值描述和盈余管理。

总结下，如果和君要给一家公司做价值描述的话，会从这几个方面着手：第一个方面，你一定要定位他所属行业的特性。它是属于什么样的行业？它的增长速度怎么样？市场规模怎么样？市场结构怎么样？在这个行业里面竞争要点是什么？这些是你进入到一家企业第一周就要搞清楚的问题；第二个一定要定义清楚公司的核心能力是什么，研发、营销、规模、品牌、人才，要定义清楚它是靠什么能持续地挣钱。第三个要分析清楚这个公司的管理团队是一个什么样风格的管理团队。如果是基金经理、做投行的去调研一家企业的时候如果有条件的话，最好能够24小时跟这个老板跟一天，这是最佳的一种方式。第四个，业绩处于什么样的增长阶段要定义出来；第五个你要看公司有没有发展战略，它未来想发展成什么样的公司？所以经常会有做投资的人去问一家公司的创始人五年之后想发展成什么样子。你看它有没有一个清晰的定义。还有一点，要分析这个行业国外有没有大公司。

三、价值传播

价值描述完成之后，接下来讲价值传播。卖一个企业和卖产品是一样的，它也需要去向资本市场上进行营销。

上市公司有一些法定信息披露的渠道，包括定期报告（年报、中报、季报）、临时性公告等。这些法定信息披露渠道很多公司都不重视，但实际上是非常重要的价值传播渠道。我们告诉A公司，对于这个行业和你的业务，市场上没有人比你更了解，如果你自己讲不清楚，你期待研究员和基金经理解读清除是不现实的，一定会造成误解或者曲解。所以我们告诉A公司，你未来所有的公告里面都要体现发展战略的核心思想，都要体现回归A领域业务的核心思想，把你行业的情况、业务的情况在报告里面写透。投资者看这些报告就和看连续剧是一样的，它前后都有

逻辑的。不像很多上市公司，它实际上没有章法在里面，所以没有人喜欢看它年报，写的都是一些官样文章。后来，研究A公司的研究员就发现研究报告都不需要自己写，直接把定期报告里面的内容复制粘贴过来就行了，因为在报告里面已经写的非常透彻了。一个上市公司真要做预期管理的话，肯定比研究员、基金经理更了解公司未来怎么发展，所以通过定期报告、临时性公告来发布公司对行业 and 未来发展的一些看法，这是法定信息披露。

还有一个是自选传播渠道。在上市公司的信息发布中，有些是证监会、交易所规定必须要做的一些事情，比如什么时候发年报什么时候发季报。但是有些事情是上市公司自己可以去选择做的事情，比如路演、反向路演等，这些是没有规定的，但是可以主动做很多工作的。

和君总结了价值传播的一些核心原则：第一，找到“打喷嚏股东”：

资本市场上有一类投资者，他的决策可以影响其它投资者的决策，找到并锁定这一类投资者。第二，增大投资者的沟通范围和深度。第三，重点加强偏好IT行业基金的沟通。我们对市场上所有的基金专门做了数据库统计分析，我们做出来就能很精确地分析出来哪家公司喜欢买IT行业的上市公司。第四，做好预期管理。这四个原则放到任何一家公司都适用。

四、价值实现

衡量一家上市公司市值管理有没有做成功，可以从以下的方面去看。

第一个看市值。两年时间内从我们启动服务时候的15亿的市值变成95亿，而且它远超大盘的涨幅、行业平均涨幅和竞争对手的涨幅。一年时间内其竞争对手上涨了60%，大盘下跌了3%，这就是效果。

第二个看市盈率。阶段市盈率的增幅也超过了它的竞争对手，绝对值也超过了竞争对手。静态市盈率它是52倍，竞争对手是50倍；动态市盈率是37倍，竞争对手是33倍，但是服务之前它的市盈率是比竞争对手低很多的。

第三个看股权吞吐。A公司在服务期间进行了股权激励溢价行权，行权价格14.56元，后来是在20元左右行权。激励对象都赚了钱，大家工作的积极性就更高了，这是正向循环。这个工作也做得很漂亮。

第四个看公司主题。公司以前没有主题，无人关注，现在明显清晰，是A领域创新第一股。

第五个看研究员热度。研究报告数量从几年发一篇报告到平均每月发布5份研报，且报告深度、评级、研究员的覆盖度等明显加大。

第六个看媒体热度。媒体以前从不报道这家公司，现在重点财经媒体发布了10篇专题，总计1000多次文章转载。

第七个看流通股股东机构数量。机构股东数量明显改善，以前没有机构投资者，现在最新一期股东名册显示有25家机构在其中。



第八个看股东结构变化。以前都是短期投机型机构在里面,持有的时间也不会很长,现在持股超过 5% 的机构有 5 家,而且持股时间明显变长。

第九个看市场风格和股性明显改善。以前公司的股价是忽涨忽跌而且毫无规律可言,这有什么影响?最重要的是这家公司如果做再融资的话它把握不住自己股价,它不知道什么时候再融资合适,而且一个跌停它就可能少募一个亿,它没有进入到一种主动有效的管理状态。现在 A 公司是这个领域的领涨股,股价稳步上涨,很稳健。

我们前不久与 A 公司股东开董事会,董事会对我们的市值管理工作有这么一个评价:“经过和君市值管理研究中心系统的市值管理服务,公司当前董事会已经形成高度共识,公司的二次创业已经启动新的经营逻辑,进入了产融互动的经营循环”。简单理解,就是在公司战略的指引下把公司基本面做好,做好之后股价上涨,上涨之后进行融资,融资来的钱或者并购或者自建,进一步去推动公司战略的落地。这叫产融互动,这样就把上市公司的平台给做活了。

第三部分:和君市值管理的价值和立场

上述案例是我们曾经服务的一家上市公司的案例,实际上和君市值管理研究中心过去几年服务了很多上市公司,但是很遗憾,出于对客户信息保密的要求,我们很多案例都不能拿出来讲。很多客户找上我们并不是我们主动营销,而是客户相互介绍,靠口碑式营销走到今天。

我们之所以认为市值管理对上市公司有价值,是基于我们对资本市场这么几个基本假设:

第一,未来 A 股会继续推进市场化改革。只要推进市场化改革,市场的整体估值中枢会下降,估值体系逐渐向海外接轨;另外,上市公司之间的分化会越来越大,同一行业的上市公司估值会相差很大。只要市场化改革一直在推进,市值管理对上市公司就一定越来越重要。

第二,我们对市场的假设是市场是无效的,非理性的。A 股市场的无效性和非理性导致价格永远是大偏离价值,这种无效性导致上市公司进行市值管理是必要的,也是可能的。

第三,A 股市场上的上市公司经营还处在非常粗放阶段。大部分上市公司的经营思维还停留在供研产销的传统经营思维上面,产融互动、资本经营这些海外上市公司的经营逻辑能够真正了解、熟悉进而熟练运用的公司其实并不多。如果上市后继续以传统思维经营公司,其实上市对他没有太大作用。随着资本市场改革的深化,金融工具的日益增多,以市值管理为代表的资本经营方法会成为上市公司的核心经营逻辑。

我们希望通过这套市值管理方法论以及我们的实践,推进 A 股的市场化进程,提高市场的效率,提升上市公司的资本经营水平,从而使参与 A 股市场的投资者能够真正发现、支持并分享优秀公司的成长。

最后想和大家分享一个我的实际工作和生活的体会。我觉得每一个人都需要找到属于自己的一套世界观、方法论和价值观,去认识、影响和改造这个世界。这个东西有可能是你自己的一个专业,有可能是你的一个产品,有可能是你的事业,但是你一定要有一个东西去体现你自己的方法论和价值观,然后通过这个东西去改造和影响这个世界。对于我来讲,市值管理这套东西是我认识和改造世界的一个方法论,我是这么来认识资本市场的,而且我觉得市值管理这套方法论能够去影响和改造资本市场的上市公司,能够帮助它们去进行发展。这个是我做这个事情非常重要的一个出发点。

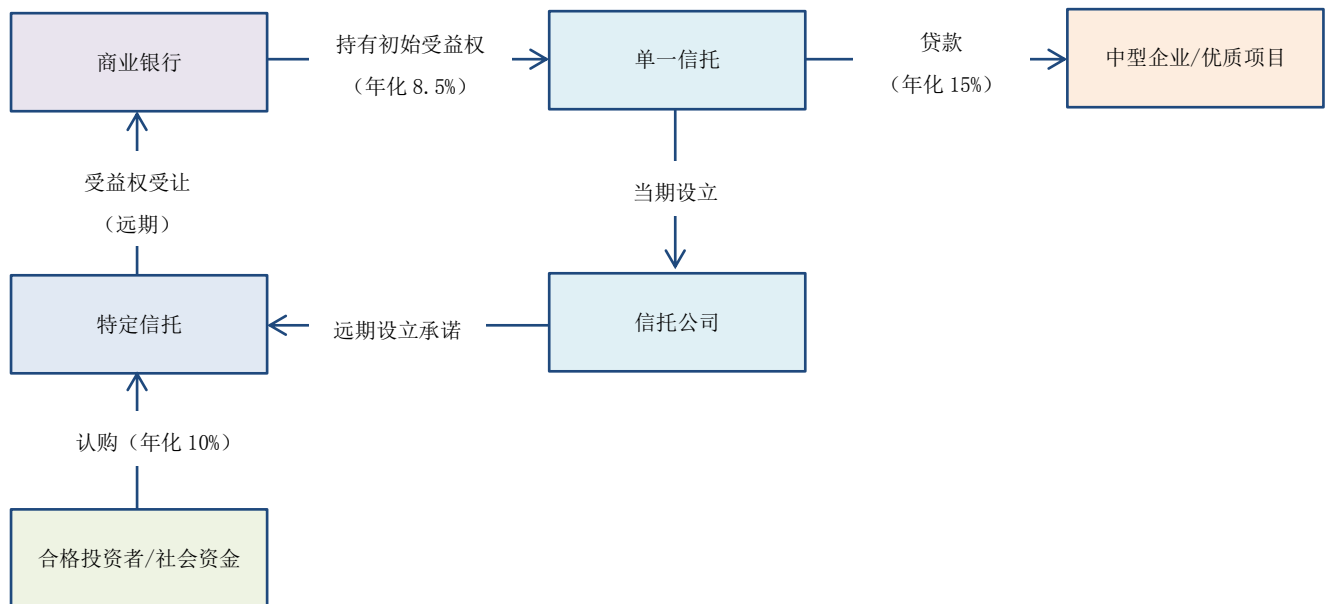
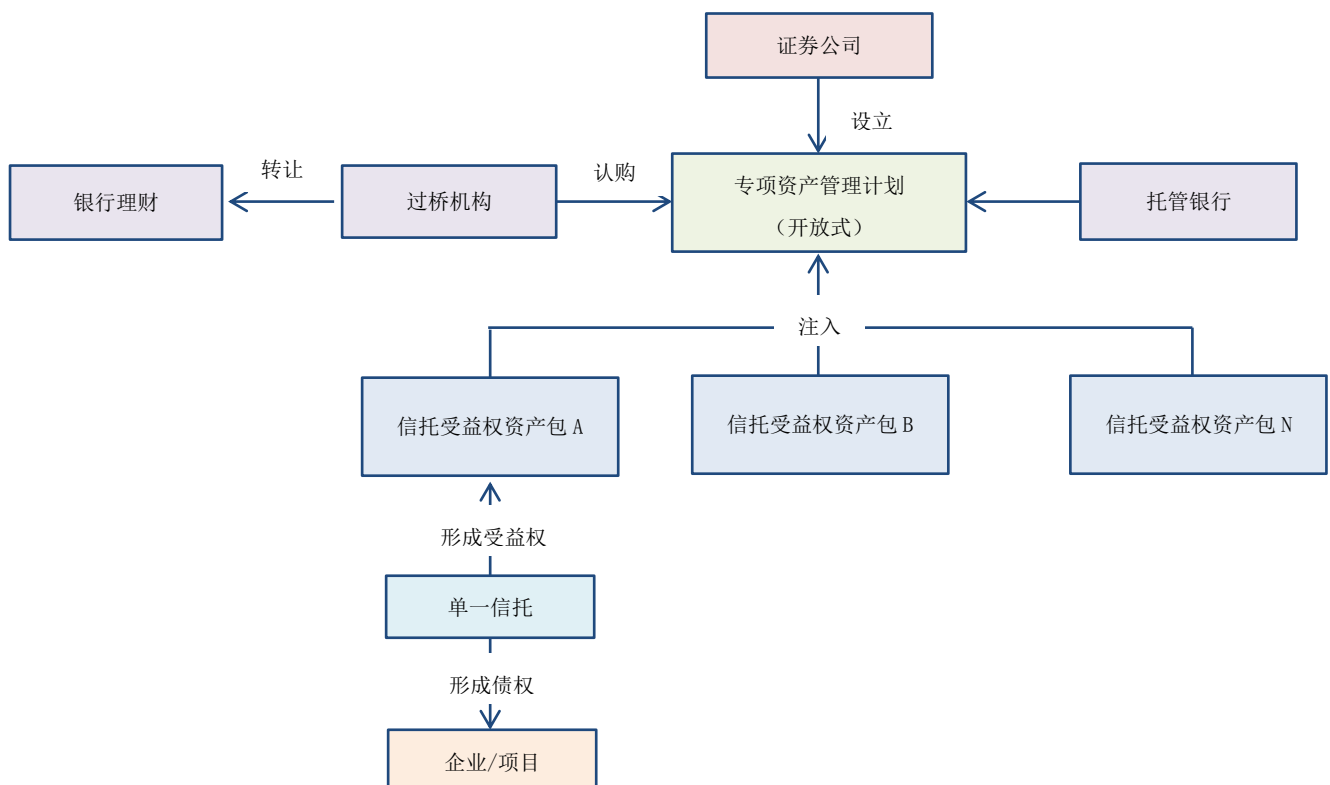
所以我们现在市值管理中心想做的一个事情就一句话来形容:我们希望用这套方法论和价值观去认识和改进资本市场,帮助上市公司去可持续发展。在这个过程中希望能够找到一群志同道合的人做这么一件有意义的事情,积累一批真正认同我们而且我们也有能力去帮助他的客户,顺便我们自己也赚点儿钱。

【信泽金动态】

2013 年 12 月 28-29 日,信泽金商学院在深圳成功举办“9 号文背景下的银行同业业务、产融结合型基金、金融同业合作研修班”,来自中国银行、工商银行、招商银行、平安银行、中信银行、包商银行、泉州银行、广州农商行、晋城农信社、平安信托、中融信托、大业信托、华宝信托、云南信托、平安证券、华泰证券、东兴证券、西南证券、富国基金、鹏华基金、东方基金、中建投租赁、深银租赁、广东鸿志中基集团、深圳金雅福珠宝集团、上海锐懿资产管理、长城嘉信资产管理、上海攀赢投资、南京来恩投资、深圳自然中晟投资基金、北京恒昌利通投资、丰城昌瑞达金融服务、深圳市金信诺亚金融服务、北京市中伦律师事务所等 30 多家机构的 60 余位嘉宾参加了此次会议。(单位排名不分先后)

❖ 图解金融

银行与信托公司合作的信托受益权“卖出回购”模式

把信托受益权转化为标准债权的银行理财资金对接
开放式证券化资产包模式

❖ 资管悦读

金融小说《同业鸦片》精编版的6段精彩情节

作者：顽石

一

2013年6月6日早，韩玉，长信银行资金部总经理，脸上挂着悲恸和一夜未眠的困倦，走进宽大、洒满阳光的资金部交易大厅。“咣”的一声，他踢开自己办公室的门。“砰”的一声，门又关上了。

“嘘……”资金部副总经理周喆对交易员们做了个手势，昨夜中国队以1:5大败于泰国队，他知道老板肯定心情不爽。

“周总，你看！浦江银行要求我们履行60亿信托受益权担保的支付命令来了，怎么办？安排头寸吗？”头寸管理员韩丽茹拿着一封急件着急地说。

周喆正看着，突然，一个交易员喊道：“周总，上交所回购利率跳了起来，到了9%。不妙！”“提高利率，8%，借两周的资金。”周喆早就预感市场资金会紧张，没想到来得真快，终于要爆发了。这是他最揪心的事。“太高了，市场会猜我们有麻烦。”一个交易员回答。“少废话，你懂个屁！去借！”周喆强硬地呵斥。

“啊！天哪！央妈要断奶！真的？”韩丽茹看完微信朋友圈大叫。今天还有200亿头寸没有拿到，再加上60亿。完了！完了！

周喆阴着脸在数据表里扒着各种数据组合和久期结构。运算结果出来了，亏损：一个15.88亿，一个20.58亿。利率每涨一个百分点，亏损至少增加1.57亿。死定了！说不定会把银行拖下水。

长信银行会议室里，长信银行行长刘闲林的调门一如既往：“我们永远要牢记商业银行利润第一的宗旨。赚钱，赚钱，再赚钱！下面把任务分给大家。”

韩玉面无表情地说：“刘行，我们是不是根据当下形势，再研究一下，关注一下市场风险。我个人认为同业资产下半年要收缩，防止银行出现大风险。”

“你什么意思？风险就是机会，就是收益！不懂？”“冒风险谁都会，但要恰到好处。如果发生大风险，谁负责？你，还是董事会？扯淡！”韩玉情绪极糟。

“当然是你负责！如果我负责，要你干什么吃的！你别以为你有绿卡，我就不敢收拾你。不是我从华尔街把你捡回来，你还要饭。”刘行长大为光火。

韩玉摔门而出。刘闲林也呆坐在会议

室里。

突然，周喆闯进门，急声叫：“刘行，不好了，韩总跳楼了。”一个霹雳轰顶，刘闲林歪倒了，手里还拿着韩玉请示浦江银行要求付款的签报。

长信银行所在的投资大厦外墙正在做保养，韩玉掉在了保护网上，大难不死。韩玉被抬上担架，手臂骨折，脚踝骨折，十多处擦伤在渗血。

周喆将韩玉留下来的信递给刘闲林。“事情是这样，为了完成今年的盈利指标，从去年底资金部以行里额定的百亿自营资金为基数，利用杠杆放大养券，总规模约千亿……我们已经预感市场资金紧张，准备做调整。但是，风暴来得太急太快，利率急速拉升，失去调整时空。截至今日亏损约20亿，实在抱歉，无颜面君……昨晚赌球，下注6倍赔率，赌中国队净输3球以内，结果败北。赌债尚余26万美元未偿。还有黄金孖展，昨夜穿破止损线1200点，又输50万美元。我个人已破产，已绝望，已成废人，无力回天。”

二

韩玉跳楼的消息瞬间传遍银行圈，浦江银行年轻的总经理章志坚心里反复琢磨：“难道就为了那60亿吗？不至于啊。”

昨天，浦江银行购买的民商银行60亿信托受益权买入返售产品到期，民商银行借口浦江信托相关60亿信托收益权违约，未付资金。章志坚一箭双雕，逼迫民商银行付款的同时，又向受益权担保人长信银行催索赔付，限定次日付款，否则视为违约。

他在想，韩玉在银行跳楼一定与业务有关，长信银行哪里出了问题呢？代持？还是票据？不好猜。但是，肯定是市场利率的业务，因为这是资金部的饭碗。章志坚预感可能是债券出了问题。最近利率快速爬升，代持风险最大。韩玉不会是用杠杆放大养券，倍数很高，出了大麻烦吧。

章志坚眼睛一亮，目前浦江银行代持长信银行上百亿的债券都是最高收益的垃圾债券，是浦江银行梦寐以求的。也许，有机会拿走这百亿债券。

章志坚嘿嘿一笑，转身对资产池的交易员喊道：“兄弟姐妹们，你们要尽快打听哪些机构养券杠杆高，哪些机构被挤兑，要割肉卖券，越多越好。垃圾债、私募债、企业债、转债都行，但



是，收益价格必须超过7%。今日收益价格摸到6%，火候未到。一旦资金严重短缺，媒体热炒，股市开跌，我们就开始收券。估摸一周内温度会升高，我们要先吊足胃口，等待机会。如果国债收益率达到5%以上，立刻抄收。兄弟姐妹们，打起精神，今年奖金就在银根短缺的凹地里。”

6月6日中午，北京金融街，民商大厦行长会议室里正在研究浦江信托60亿信托受益权到期违约，以及与浦江银行60亿信托受益权买入返售产品的到期责任问题。

民商银行秦洪行长问：“你们都说我们是通道业务，但是人家逼债，如何解释？”

信贷部总经理杨仕雷回应：“这是一个地产项目，叫钱塘观澜，地处杭城钱塘新区，一期投资60亿。原本是浦江银行的信贷项目，由于国策转向，金融监管限制银行发放房地产贷款，所以转给浦江信托。由于项目不错，浦江银行不想脱手，于是利用我们作为信托受益权的通道，浦江银行以买入返售形式持有该项目。该项目正在投资期，根本无法还款，只能续借。原设计是浦江银行负责以短补长，滚动融资，用理财与买入返售交替接续。但是，银监会8号文限制了非标产品扩张，浦江银行超标。目前，资金紧张，利率升高，信托难以再定价。即使新发一个信托接转过来，也需要一个月时间。所以，浦江银行撂挑子，终止协议续期，资金链断裂。”

“为什么我们甘愿当这种通道呢？风控和法律部干什么吃的？”秦行长很生气。

“这是中介创新业务，大家都不熟悉。我们不是券商，手续费自然最高，开价2%。”同业部总经理赵睿安回答。

“还有一个原因。我们也有的一笔50亿的地产项目，浦江银行是通道。这是互惠。”赵睿安补充。

“是不是我们用一个好项目，跟人家有问题的项目做了交换呢？”秦洪尖锐地讽刺。

法律部总经理武净人说：“可以这样，我们宣布启动处置权，处置信托资产。协议上规定宣布处置资产，第一付款责任由担保人承担。”



“还有别的办法吗？我们总不能跟浦江银行打仗后，再跟长信银行打仗，将来同业业务如何开展？”赵睿安迟疑地问。

秦行长拍板，“好！按照法律部意见办！另外，与长信银行交涉柔和点儿。一定要找到浦江银行与浦江信托把我们当通道的法律依据。然后，再跟他们算账。”沉吟了一会儿，

秦洪说：“我讲个段子给大家听听，有个少妇报案，她把钱放在胸罩里，在拥挤的地铁里，被一帅哥偷走了。警察纳闷儿地问，这么敏感的地方，你就没有感觉吗？少妇红着脸说，谁想到他是在摸钱。段子结论是让合伙人的钱，在愉快的体验中不知不觉地被摸走。这是商业模式的最高境界。”

三

很明显浦江银行把民商银行摸了。谁都没有想到，处置信托资产启动后，更大的麻烦和危险还在后面。

下午两点，长信银行资金部会议还在进行。两点半，资金部终于借来200亿头寸，成本超过12%。市场资金奇缺，资金部停止借款。老总跳楼的消息传遍天下，同业机构一起收缩了长信银行信用额度。长信银行在市场已经无法借钱。出于无奈，长信银行只能求助央行。但是，央行回话要求长信银行自己解决。

刘行长火冒三丈地大骂：“我们交了20%的准备金，央行居然不施援手，太过分了！”陈明辉副行长气冲冲地回到自己的办公室，抓起红机打到钓鱼台。“给我接十一号楼首长！”

电话通了，陈明辉愤恨地喊：“如果发生金融危机，你管不管？现在市场资金紧张，媒体像苍蝇一样到处放大消息。一旦闹出事来，央行会吃不了兜着走。到明天12点前，央行不借钱，我们就公告。我们向央行交了1500亿存款准备金，借60亿一天钱，为啥不行？央行是维持金融稳定的机构。结构调整也不能硬来，总需要一个过程。一刻钟后，央行不给答复，我们就硬性透支，明天向社会公告！”

[苦思冥想中，他想起1997年亚洲金融危机在华尔街的经历，模模糊糊有个V字在脑海。他隐隐约约感到只要严密推理，应该可以找到一个足够大的空间，急速调整，战胜和对冲久期被动局面]

四

长信银行主管行长陈明辉怒拨红机，首长发话，央行终于答应第二天借出7天60亿资金。应付浦江银行的钱有着落了，长信银行的燃眉之急算是解了，但利率上升造成的融券爆仓在即，账面浮亏20亿仍然是悬在头上的一把刀。

周喆代表行领导看望躺在医院里的韩玉，“陈行说你有条件可以提出来，行里一定考虑，希望你继续干，一切不变。”

“一切不变？一切都变了。输得太惨了，心智衰竭，心灰意冷。我老了，真的很累，想退了。能量已经消耗殆尽，我想回老家。帮我带个信儿谢谢陈行。”

周喆走后，叶蓓来了。叶蓓是长信银行金融市场清算处处长。叶蓓嗔怪道，“啊！韩玉呀韩玉，胆子也忒大了。搞我胆儿那小，叽叽歪歪磨叽了三年，恨死你！你说说图啥？想当行长？给领导杠上开花？真想咬你。事前为啥不跟我商量？”

在叶蓓心中，韩玉是金融英雄，她可不愿意心中的男神就此放弃。

韩玉的金融大脑不可抑制地活跃起来了。如何补救？理论上几乎无解。苦思冥想中，他想起1997年亚洲金融危机在华尔街的经历，模模糊糊有个V字在脑海。他隐隐约约感到只要严密推理，应该可以找到一个

个足够大的空间，急速调整，战胜和对冲久期被动局面。

时间拨回到十几日以前的5月末，杭城钱塘观澜项目的开发商常总正陪着浦江银行杭城分行的李总喝茶，突然接到一个来自北京的神秘电话，他大惊失色，转身出门，跳上汽车，直接飞奔机场，选择最早的一班航班飞赴北京。

钱塘观澜这个项目的细节在常辉的脑海里回放，2012年初拿下钱塘新区江湾头千亩地，一半用于电子新兴产业，一半用于新区配套住宅。其中靠近江边风景的最佳位置，开发成20万平方米豪华旅游别墅项目：钱塘观澜。

金融政策禁止商业银行发放房地产贷款。钱塘观澜项目超豪华，尽人皆知，用地是新区配套住宅地，多少有点儿令人不安。所以，浦江银行决定该贷款不能留在银行年底报表上。于是，浦江银行与常辉商议，改为信托融资项目，由浦江信托出面，资金依然由浦江银行解决，利率需要提高5个百分点。

同时，浦江信托与民生银行签订了“钱塘观澜信托集合计划受益权转让协议”，半年期，民生银行收取2%的畸高手续费。另，长信银行作为违约第一担保人，如此优质的项目，几无压力，只收取1%的担保费。民生银行和长信银行都在觊觎这个项目，浦江银行只能支付通道高费用。然后，民生银行与浦江银行签订了“钱塘观澜信托集合计划受益权买入返售协议”，浦江银行的同业资产坐收10.25%变相信贷暴利，成为资金最终供给方。

五

常辉住进北京东城腹地一家四合院会所。会所门无招牌，三进院，大树参天，花草茂盛，大门紧闭，石板道边小溪流淌，颇有江南感觉。偶尔有豪华小车接送客人和艺校美眉。里面吃喝玩乐应有尽有，不仅安全，而且超级享受。不要以为这是娱乐场所，其核心作用是款待领导，迎送商人，洽谈特殊生意，交换高保真信息。

夜幕降临，常总的两个合作伙伴来到。他们心里焦虑如焚，三人对面无语。半夜两点，神秘人物到来，确认了常总在电话里听到的消息，“杭城主管钱塘开发新区的市领导被双规”。

事实上，常辉拿的项目是新区工业开发项目，住宅配套都是安居房和经济适用房，解决搬迁和就业人员用房。如果搞一两万平方米的豪宅别墅，也许小小不然会被放过。20万平方米的旅游豪华别墅，真是找死了。

三人约定以未付工程款、材料款等各种应付款和欠款的名义，调走账面12亿资金，保全自己财产。三人早上飞回杭城，忙乱行动一日，此后消失了。

刘闲林将韩玉安排在钓鱼台十六号休养，韩玉冥思苦想对策。忽然，一只紫色蝴蝶落在笔记本上，韩玉眼前一亮，心间豁然开朗。他猛然想起1997年雷曼在亚洲金融危机中谋利的逻辑：蝶式期权！

1997年，资金出逃亚洲，股市、债市暴跌，利率暴涨，外汇暴跌，亚洲金融市场一片焦土。当预期香港特区政府背靠内地阻击热钱时，一

个V形山谷将蕴含无限财富。当年雷曼称之为黄金谷。作为雷曼衍生金融市场部首席交易员的韩玉，根据蝶式期权逻辑，研究了一个预判模型，采用市场连锁触发效应，采取伞形布局，结果渔利危机实现暴利，获得重奖。

韩玉制定出了逆转的紫光蝴蝶计划，但是，弄清楚这个时间窗口到底有多大至关重要。正思量间，电话进来了，说汪鸿旭来访，韩玉心想“说曹操曹操到”。韩玉帮汪鸿旭设计过一个私募结构化分级债券基金，赚了好几亿，所以，汪鸿旭对韩玉佩服得五体投地。

汪鸿旭的大哥是大人物，据说对于债券，他是皇帝，翻谁的牌子随心所欲。一番交谈之后，汪鸿旭决定入伙，条件是他第一时间通报“央妈”的开会时间和参会人员名单。

韩玉将紫光蝴蝶计划通报了刘、陈两位行长。

六

当晚，刘闲林、陈明辉和周喆三人一起来到钓鱼台，研究韩玉的紫光蝴蝶方案。这个方案不仅市场风险很大，责任更大。但木已成舟，唯有一搏。所以，大家翻来覆去地讨论，调整内容，快半夜了，方案初定。

韩玉说：“第一，通过我们的关系帮汪鸿旭在邮储行发行一个保本的百亿分级投资理财理财产品，三个月，利率8%，资金三日到账。第二，在咱行发行50亿三个月保本理财，利率6%。第三，通过我们的关系抢先在中小城商行、券商和信托，一共发行200亿三个月保本理财，利率6.5%。第四，每日从市场循环借入700亿到900亿资金，买回我们的代持债券，其中500亿债券托管到上交所，利于套息和借入超授信资金。第五，以钓鱼台为指挥中心，交易分为四组，一组在这里，三组在资金部。”

6月14日，各家银行、证券、信托、基金、保险等机构看到13日市场利率狂涨，心里发慌，感到错判形势，市场证明了6月6、7日利率暴涨不是节日常规惯例，流动性短缺昭然若揭。多数金融机构开始捂头寸保资金，头寸短缺的中小城商行开始哭求资金。

上交所，当日1天回购开盘11.88%。

6月14日一早，长信银行公布了最新330亿理财23%的年化收益率，所有代理机构在网点和网站已公布这个消息。消息立刻在理财市场炸开。市场资金像流水一样向长信银行聚集，所有银行都坐不住了，如果这样搞下去，本来就短缺的资金就会被买理财的人搞光，几乎是等死。

6月24日下午，上证指数和期指继续暴跌，就像脱缰的野马。收盘后，大盘暴跌5.3%，股市绿油油一片。指数收在1963点，一日跌去百点，创2008年以来新纪录。期指收盘在2133点，暴跌130点。韩玉在期指收盘前空平10000张，过夜空头15000张；当日获利9.80亿，累计盈利15.4亿。

交易结束后，韩玉狂笑起来，叫喊：“苍天不负有心人，我韩玉天人合一，战无不胜。”然后，一头栽在沙发上。

(中信出版社)

业务招待费的财税“良方”——金融信托从业者 “怎么吃最合理”？

作者：王虎

第一部分 业务招待费的范围

一、业务招待费的概念

业务招待费，是指企业在经营管理等活动中用于接待应酬而支付的各种费用，主要包括业务洽谈、产品推销、对外联络、公关交往、会议接待、来宾接待等所发生的费用，例如招待饭费、招待用烟茶、交通费等。

二、业务招待费的范围

在业务招待费的范围上，不论是财务会计制度还是新旧税法都未给予准确的界定。在税务执法实践中，招待费具体范围如下：

- (1) 因企业生产经营需要而宴请或工作餐的开支。
- (2) 因企业生产经营需要赠送纪念品的开支。
- (3) 因企业生产经营需要而发生的旅游景点参观费和交通费及其他费用的开支。
- (4) 因企业生产经营需要而发生的业务关系人员的差旅费开支。

提示：业务招待费仅限于与企业生产经营活动有关的招待支出，下列支出不得列为招待费：

- (1) 会议费；
- (2) 与企业生产经营活动无关的职工福利、职工奖励、企业销售产品而产生的佣金以及支付给个人的劳务支出都不得列支招待费；
- (3) 业务招待费要与误餐费区别。误餐费是企业职工个人因公在城区、郊区工作，不能在工作单位或返回就餐，确实需要在外就餐的补偿；而招待费是对外拓展业务时发生的吃、喝、用、玩费用，它的消费主体是企业以外的个人，而不是本企业的员工。

第二部分 业务招待费的扣除限额

一、开办（筹建）期间扣除限额

《国家税务总局关于企业所得税应纳税所得额若干税务处理的公告》（国家税务总局公告2012年第15号）规定，企业在筹建期间发生的与筹办活动有关的业务招待费支出，可按实际发生额的60%计入企业筹办费，并按有关规定在税前扣除。

二、生产经营期间扣除限额

《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（中华人民共和国国务院令512号）第四十三条规定，企业发生的与生产经营活动有关的业务招待费支出，按照发生额的60%扣除，但最高不得超过当年销售（营业）收入的5%。

问题一、企业筹建期间的业务招待费按60%计入企业筹办费，到底按照什么规定税前扣除？

国家税务总局办公厅对《国家税务总局关于企业所得税应纳税所得额若干税务处理的公告》（国家税务总局公告2012年第15号）的解读第六条规定：企业筹办期发生的业务招待费直接按实际发生额的60%计入筹办费，按照《国家税务总局关于企业所得税若干税务事项衔接问题的通知》（国税函[2009]98号）第九条规定的筹办费税务处理办法进行税前扣除，即“新税法中开（筹）办费未明确列作长期待摊费用，企业可以在开始经营之日的当年一次性扣除，也可以按照新税法有关长期待摊费用的处理规定处理，但一经选定，不得改变。”

第三部分 业务招待费的计算基础

一、业务招待费计算基础的一般规定

一般来说，业务招待的计算基础为当年的销售（营业）收入，即当年的主营业务收入和其他业务收入。

《国家税务总局关于企业所得税执行中若干税务处理问题的通知》（国税函〔2009〕202号）第一条规定，企业在计算业务招待费、广告费和业务宣传费等费用扣除限额时，其销售（营业）收入额应包括《实



实施条例》第二十五条规定的视同销售（营业）收入额。

问题一、查补收入是否可以作为计提业务招待费的计算基数？

解答：查补收入包括自查自纠的查补收入和税务机关的查补收入，但无论是那种方式的查补收入，都必然有其实际发生的年份，根据真实发生原则，可相应计入概念的计算基础。有文件为证：根据《国家税务总局关于查增应纳税所得额弥补以前年度亏损处理问题的公告》（国家税务总局公告 2010 年第 20 号），查补收入可以弥补以前年度发生亏损。也就是说我国税法对查补收入时认可的，它属于“营业收入”或者视同销售收入中的一种。

问题二、企业集团总部利息收入是否可作为“业务招待费”的计算基础？

解答：根据企业会计准则讲解，收入包含销售商品收入、提供劳务收入、让渡资产使用权收入三种，让渡资产使用权收入包括：利息收入（主要是指金融企业对外贷款形成的利息收入）和使用费收入，此外，企业对外出租资产收取的租金、进行债权投资收取的利息、进行股权投资取得的现金股利，也构成让渡资产使用权收入。

企业集团总部利息收入属于进行债权投资收取的利息，符合企业会计准则的规定，可以计入其他业务收入中核算，但需要满足以下两个条件：

- (1) 相关的经济利益很可能流入企业；
- (2) 收入的金额能够可靠地计量。

所以，一般的企业存在金融机构的银行存款取得利息收入是冲减财务费用的，并不是企业的其他业务收入。所以，不作为计提基数。但是如果是企业之间的债券投资收益可以作为其他业务收入进行核算，可以作为计算扣除比例限额的基数。

详见神州财税原创文章：《[热点话题]企业集团总部利息收入是否可作为“业务招待费”的计算基础？》

问题三、房地产开发企业代收收入能否作为业务招待费的计算基础？

解答：根据国家税务总局《关于印发房地产开发经营业务企业所得税处理办法的通知》（国税发[2009]31 号）第五条规定，开发产品销售收入的范围为销售开发产品过程中取得的全部价款，包括现金、现金等价物及其他经济利益。企业代有关部门、单位和企业收取的各种基金、费用和附加等，凡纳入开发产品价内或由企业开具发票的，应按规定全部确认为销售收入；未纳入开发产品价内并由企业之外的其他收取部门、单位开具发票的，可作为代收代缴款项进行管理。

所以，凡纳入销售收入的，均可作为计算基础，凡作为代收代缴款

项进行管理的均不能作为计算基础。

问题四、房地产企业取得预售收入是否可作为业务招待费的计算基础？

解答：《国家税务总局关于印发〈房地产开发经营业务企业所得税处理办法〉的通知》（国税发[2009]31 号）第六条规定：“企业通过正式签订《房地产销售合同》或《房地产预售合同》所取得的收入，应确认为销售收入的实现。”

企业在签订《房地产预售合同》后取得的预售收入，应确认为销售收入，并作为计算业务招待费、广告费和业务宣传费的销售（营业）收入基数。但在开发产品完工后会会计上实际结转销售收入时相对应的销售（营业）收入部分不得重复计算基数。

二、业务招待费计算基础的特殊规定

《国家税务总局关于贯彻落实企业所得税法若干税收问题的通知》（国税函〔2010〕79 号）第八条规定，对从事股权投资业务的企业（包括集团公司总部、创业投资企业等），其从被投资企业所分配的股息、红利以及股权转让收入，可以按规定的比例计算业务招待费扣除限额。

问题一、关于股权投资企业业务招待费计算问题是否适用于非投资类企业。

解答：有关股权投资企业业务招待费计算问题是一个特殊规定，主要考虑股权投资业务是此类企业的主营业务收入，没有其他经营活动，扣除的业务招待费比例较低，因此做出的特殊规定。故此项规定不适用于非投资类企业。

第四部分 怎么吃最合理

在实际工作中，因税务机关无法分清业务招待费（餐票）中到底有多少是真正用于招待客户的（还存在公司内容员工的个人消费），故规定业务招待费的扣除需打六折之后与营业收入的 0.5% 进行比较，较小者为扣除限额。

业务招待费与收入之间的比例为多少时最合理呢？我们不妨计算一下！

假设企业年销售（营业）收入为 A，当年业务招待费为 B，则当年允许税前扣除的业务招待费为 $B \times 60\%$ 与 $A \times 5\%$ 二者的较小者，只有在 $B \times 60\% = A \times 5\%$ 的情况下，即 $B = A \times 8.3\%$ 。也就是说业务招待费为销售（营业）收入的 8.3% 时，企业才可能充分利用好上述政策。

（神州财税）



投行女亲述：梦想很光鲜，现实很苦逼！

作者：班妮

每个人年轻的时候(或者去掉这个定语也行)都有想多赚钱的冲动，毕竟，这也是个人能力的某种反映。所以，尽管“Occupying Wallstreet”以及高盛前雇员在《纽约时报》上公然抨击高盛的“Moneymaking Culture”，让华尔街在美国已经变成了一个负面词汇，甚至在中国，媒体上对投行的负面报道也日益增多，但仍然有不少人试图进入投行工作，特别是在当下中国。

《Monkeybusiness》自第一章起就向我们描绘了奢侈腐化的华尔街投行生活：出差坐头等舱，住5星级酒店，享受豪华轿车服务，身着手工制的西装，打爱马仕的领带，穿菲拉格慕的鞋子，下班可以享用免费的酒水，还能尽情与脱衣舞女欢乐！不难理解，为了过上这样的生活，多少华尔街的投行人士都把灵魂出卖给了魔鬼，而那个撒旦的名字就叫“金钱”。

你要是真以为中国的投行人士也能时不时摊上这样的好日子就大错特错了。

2006年我在律师事务所工作时，有次听到其他项目组的律师无比羡慕地谈到投行。他说起他们的一个IPO项目去北京报材料，然后说券商住五星级酒店，他们只住三星，语气中掩饰不住的一股子酸味儿——如今管这调调叫“羡慕嫉妒恨”。于是我心存念想，以为那就是投行生活——高端金领人士。

等我真正进入投行，满怀期待地踏上第一次出差之旅，到了目的地武汉，装做漫不经心地问企业来接我们的司机说：我们住什么酒店呀？司机爽快地回答：白宫！就在东湖边上，风景好的很。我心里嘀咕，白宫是个啥星级的酒店呢？

等到了地方，终于明白了，原来白宫就是企业自己开发的一个房地产项目，啥星级也没有，除了形状像美国白宫外简直一无是处，没过两天我就被那里对蚊香免疫的毒蚊子咬得眼睛红肿。而这家打算再融资的上市公司的办公楼也是一座毫不起眼的小楼，因为没有电梯，每天我的心肺功能都得到了很好的锻炼。青花瓷般的投行金领梦直接被打得粉碎。

其实这主要是由于中美不同的投行工作方式造成的。读过《Monkeybusiness》，你会发现这些投行助理们(相当于中国普通投行人员)整天干的事就是编撰各种项目建议书、融资方案和招股说明书，但他们并不需要在客户企业进行详尽的尽职调查，他们出差通常是为了到客户所在的公司进行商洽或是进行路演。按我的理解，在美国的上市制度下，上市本身不难，但找到真正对公司感兴趣的客户把股票发出去才是关键。

而在中国，鉴于中国证监会制定的一系列严格的上市标准并要求企业必须通过证监会发审委的审核才能过会。因此，通常情况下，一般的企业很有动机为了满足这些标准而捏造事实或者造假，或者说中国的商

业社会本来就很混乱，这就导致了中国投行的很大一部分工作就是到企业去实地发现企业的真实情况，协助企业满足中国证监会的各项审核和要求。

从历史问题到未来发展目标，从财务状况到日常公司治理，从税务、海关、环保到员工社保，无所不包。在中国，一次IPO的过程，就是一次企业社会责任和商业道德的全面培养过程，或者是一次为了让企业看上去满足这些标准而进行的“包装”过程。

所以，我们的投行人员需要花大量的时间呆在企业所在地，按照上市的标准一条一条的核查企业的现状，符合的就如实写入招股书，不符合的就想办法规范它，这个过程少则个把月，多则半年一年。

鉴于中国的经济发展现状以及中国上市公司主要的行业类型，这些有前途的企业多半集中在一些二三线城市，甚至是一些穷乡僻壤，试问在这样的地方如何有五星级酒店，又如何能穿什么手工西装和进口皮鞋瞎得瑟？

大部分的投行人员不得不长期忍受入住那些小县城里不入流的酒店甚至在简陋条件下手洗衣服的痛苦(很多中国投行是不给员工报销什么洗衣费的，自金融危机之后，有些曾经默许员工在出差额度内使用酒店洗衣服务的券商也已通过要求员工打印酒店房费清单的方式取消了这项优惠)。

有时，在一个地方呆得时间过长，一不留神遭遇换季，还得在那些当地的商店里买些平时完全看不上的四流品牌衣服应付天气变化，穿上之后，基本就可以与当地人的融合了。投行，完全不是你想象的衣着光鲜的行业。

即使你进入了一个大投行，做的是像工行上市这种规模的项目，也不等于你就可以大住五星级酒店，工行的各分支机构遍布全国各中小城市，要想完成全面的尽调，你非得跑到这些小地方去遛遛不可，一样苦逼的日子。

等你不自觉适应了这些之后，即便你升为部门副总或更洋气一些的ED、MD，你可能也不再对光鲜衣着有太多讲究，我当年的好几个领导，即使在与客户谈方案时，也穿着最普通的毛衣和羽绒服，甚至我认识的一个国内大投行的MD，都一直穿凡客的衬衫。很多在投行工作的人，赚钱的欲望强烈，但物质的欲望可能已经淡泊了。

经过我几年下来的观察，中国投行里不是没有那些喜欢摆派头的人，但如果你看到一个投行人士过于(我用“过于”这个修饰词是为了防止某些小资人士不必要的对号入座)讲究衣着和外表，有一点可以肯定：他已经逐渐远离实质性业务工作，如果他不是公司高管或部门老总级的人物，就很有可能是个“忽悠派”，当你有实际业务问题咨询，请避开这类人。

经过几个月的艰苦奋战，好不容易把企业材料报到了北京，你以为真能住五星了吗？大方的企业也许会在见面会或上会那两天安排一下金融街的像样酒店给投行人员一点甜头尝尝。

通常在中国这种审核严格的资本市场中，企业没见到钱绝不“撒鹰”，我们这些只做中小企业的第二梯队券商不得不严格按照自己公司的出差标准入住不那么考究的酒店，而我做了资本市场之后，发现向各家券商打听谁家在北京的像样酒店有协议价成了大家常常提起的热门主题。

至于“夜夜笙歌”的部分，中国投行也不是没有，那干脆就是一种折磨，鉴于中国人长期以来就偏爱所谓的健康生活，没人愿意在干了一

天活儿之后还陪着企业的几个高管在那些小城市看起来不那么正经的KTV唱唱跳跳，外加红黄白几种酒混着喝个没完。

有些企业真的会叫几个当地美女来“公关”，陪着什么领导唱个小曲儿，参加这种活动对于我们投行女员工来说无异于自取其辱，还得假装脸不红不白地坐着。

经过以上总结，基本可以认定：在中国，投行算得上是个脏活儿累活儿。万一你的项目成功上市，别忘了上市酒会时赶紧秀一秀你的爱马仕皮带，那几乎是你得瑟的唯一机会。

(新浪财经)

可靠性是比能力更重要的品质

巴菲特每年都会同大学生进行座谈，在一次交流会上，有学生问他：您认为一个人最重要的品质是什么？巴菲特没有正面回答这个问题，而是讲了一个小游戏，名为：买进你同学的10%。

巴菲特说：现在给你们一个买进你某个同学10%股份的权利，一直到他的生命结束。你愿意买进哪一个同学余生的10%？你会选那个最聪明的么？不一定。你会选那个精力最充沛的么？不一定。你会选那个官二代或者富二代么？也不一定。当你经过仔细思考之后，你可能会选择那个你最有认同感的人，那个最有领导才能的人，那个能实现他人利益的人，那个慷慨，诚实，即使是他自己的主意，也会把功劳分予他人的人。然后你把这些好品质写在一张纸的左边。

现在再给你一个机会，让你卖出某个同学的10%，你会选择谁？你会选那个成绩最差的人么？不一定。你会选那个穷二代么？也不一定。当你经过仔细思考之后，你可能会选择那个最令人讨厌的人，不光是你讨厌他，其他人也讨厌他，大家都不愿意和他打交道。因为此人不诚实，爱吃独食，喜欢耍阴谋诡计，喜欢背后说人坏话，喜欢过河拆桥、落井下石，等等。然后你把这些坏品质写在那张纸的右边。

当你仔细观察这张纸的两边，你会发现能力强不强并不重要，是否美若天仙也无所谓，成绩好不好根本没人会在乎。左栏那些真正管用的品质，全都是你可以做到的，只要你愿意行动，你就能拥有这些品质。而那些坏品质，没有一件是无法更改的，只要你有决心，你一定能改掉。如果你能够做到左栏写的，摒弃右栏那些，你就会成为人人愿意买入10%的人，更好的是你自己本就100%的拥有你自己了。

我提到以上这个故事，是因为身边就发生了一件很有趣的事情。朋友T君遇到了几个搞游戏开发的朋友，他们搞了一款游戏准备自己成立公司自己运营，但苦于缺乏投资，找了半年没找到投资商。于是拉T君入伙，准备一起找投资商。T君凭借自己多年的人脉关系，很快就找到了一家很大的投资集团愿意入资。其实这个项目不大，总共也就只有几百万的规模，对于那家投资集团而言是非常非常小的项目，但他们之前没搞过游戏，所以准备先试试水。可是那几个人发现，既然已经找到了投资人，T君就变成多余的人了，何苦还要分给他股份呢？于是他们踢走了T君，准备自己去签署合同。

你作为一个投资人，这样的合同你敢签么？投资人怕的就是变来变去。你在最后关头将中间人一脚踢走，准备自己吃独食，这种事儿你能干，其他事儿你也会干出来，既然你这个人不可靠，那么具体你有多少能力、本事，都不重要了，因为反正也不会同你合作。投资其实投的是人和团队，最重要的就是可靠，而不是你的专业技能。水平不行还可以花钱雇更强的人，如果此人不可靠，那就彻底没办法了。

小时候喜欢看三国，几乎人人都知道，在武将之中能力最强的就是吕布，俗话说：人中吕布，马中赤兔。但是后来被称为武圣的并不是吕布，而是关羽。因为关羽具备了两个身为武将最重要的品质“忠”和“义”，吕布则是个三姓家奴，谁势力大就投靠谁。同样都被曹操抓住了，吕布原本还想找刘备求情，结果刘备说了一句“君不见丁原董卓之事乎？”于是曹操就把吕布给咔嚓了。关羽投降之后，曹操对他大力投资，关羽也是知恩图报，先是斩颜良诛文丑，解白马之围，后又华容道放了曹操。曹操的投资有了很大的回报。如果曹操是个投资人，那他肯定是个顶级PE，因为他懂得看人。

(作者不详，欢迎认领)



什么叫工作到位？

1、汇报工作说结果

不要告诉老板工作过程多艰辛，你多么不容易！老板不傻，否则做不到今天。举重若轻的人老板最喜欢，一定要把结果给老板，结果思维是第一思维。

2、请示工作说方案

不要让老板做问答题，而是要让老板做选择题。请示工作至少保证给老板两个方案，并表达自己的看法。

3、总结工作说流程

做工作总结要描述流程，不只是先后顺序逻辑清楚，还要找出流程中的关键点、失误点、反思点。

4、布置工作说标准

工作有布置就有考核，考核就要建立工作标准，否则下属不知道如何做，做到什么程度才是最合适的。标准既确立了规范，又划定了工作的边界。

5、关心下级问过程

关心下属要注意聆听他们的问题，让其阐述越详细越好。关心下级就是关心细节，明确让下级感动的点和面。

6、交接工作讲道德

把工作中形成的经验教训毫不保留的交接给继任者，把完成的与未竟的工作分类逐一交接，不要设置障碍，使其迅速进入工作角色。

7、回忆工作说感受

交流多说自己工作中的感悟，哪些是学到的，哪些是悟到的，哪些是反思的，哪些是努力的。

比尔盖茨说过：“一个领袖如果整天很忙，就证明一件事，能力不足。一个领袖如果整天很忙，就一个结果毁灭。”因此，当你此刻很忙的时候就问问自己：

(1) 我在忙什么？

(2) 我忙的事有多大价值？

(3) 我做的事别人会不会做？

(4) 我为什么会这么忙？

不管什么原因，如果此刻你很忙，请你真实的面对你自己，该停一停，给自己充充电，学习学习！

历史至今所有伟大的领袖虽然有不识字的，但没有一个不学习的！思路决定出路，抉择改变命运，专注成就未来！

(作者不详，欢迎认领)

有趣的思维模式

作者：麦冬

一、最经典的思维

1、上帝思维。“关爱别人，受益自己。”上帝说，天堂里的居民，凡事都是这么想的，世人要是拥有爱的思维，那他无论身处何方，都是活在天堂里。

2、司马光思维。打破，才能得生机。这就是司马光思维的精髓所在：只有打破旧思维的桎梏，思路才会见光明。

3、孙子思维。孙子曰：“知己知彼，百战不殆。”这句名言，体现了一种十分可贵的思维方式，那就是：要战胜对手，就必须了解对手。

4、拿破仑思维。所谓拿破仑思维，就是：敢想敢干，不被外界所干扰，在任何情况下，始终保持自己的主见，用自己的目光去审视世界，用自己方法去解决问题。

5、亚历山大思维。它蕴涵着一种很霸气的、更值得称道的思维方式，那就是：成大事者，决不被陈规旧习所束缚！

6、哥伦布思维。想了就要干！这才是哥伦布思维的可贵之处，自古成功自有道，这个道，往往就是在众人认为不可能地方闯出来。

7、拉哥尼亚思维。简练才是真正的丰富，只有最简单的东西才具有最大孕育性和想象空间，也才最符合“拉哥尼亚”思维法则。



8、奥卡姆思维。奥卡姆思维，就是舍弃一切复杂的表象，直指问题的本质。这种思维的可贵之处，是因为它直戳现实中的这么一种病态：今天的人们，往往自以为掌握了许多知识，而喜欢将事情往复杂处瞎鼓捣。

9、费米思维。简单化才是最经济、最优化，费米思维一种最简单、最省力、最准确的思维法则，具有普遍的适用性。任何问题的复杂化，都是因为还没有抓住最深刻的本质，没有揭示最基本规律与问题之间最短的联系，只是停留在表层的复杂性上，反而离解决问题越来越远。最简单的往往是最合理的。

10、洛克菲勒思维。时时求主动，处处占先机，以最小代价，求得利益最大化。这就洛克菲勒思维的主旨。

11、爱迪生思维。迂者拘泥于形式，易被外在束缚；巧者注重本质，因而心明眼亮。爱迪生思维独到之处，就在于其灵动自如直奔目标，而不为人间万象所困惑干扰。

12、布勃卡思维。凡事留有余地，力气不必用尽，把握在手的东西，要懂得慢慢享用。这就是布勃卡思维的精妙之处。

13、狼性思维。危险的往往是生机之所在，这种思维，体现了一种物极必反的哲理。拥有如此思维人，同时也得拥有非凡的勇气。

14、裁缝思维。眼前的对手，才是真正的对手；现实的问题，才是最有意义的问题。这就是裁缝思维的主旨。只有认真对待现实中的问题，人们才有可能真正改善自身的处境。

15、囚徒思维。囚徒思维传达出这样的信息：人要懂得借势借力，自己要是没有能力去办好某一件事，那就定得想方设法请个能人代劳；要是自己有能力，有时，也得考虑一下是否该让更有能力的人，把一件事情办得更漂亮一些。

16、浪子思维。浪子无羁，浪子思维更具有杀伤力！在实战中，浪子思维往往达到出奇制胜的效果。设定一个较低的预期，以便营造更大的发展空间。

17、多米诺思维。多米诺思维要说的，就是量变引起质变的道理。在这个世界上，你不可以忽视任何一个微小的事物。往往，一些微小的东西，很可能就是改变大局触发点。生命本来就是一分一秒组成的，关键看你怎么用。量，是决定一切的根源。

二、最有效的思维

18、质疑思维。大哲学家狄德罗曾经说过：怀疑是走向哲学的第一步。要创新，就必须对前人想法加以怀疑，从前人的定论中，提出自己的疑问，才能够发现前人的不足之处，才能够产生自己的新观点。要取得创新成功首先就要敢于质疑。

19、逆向思维。逆向思维，又称反向思维，是指从反面（对立面）提出问题和思索问题的思维过程，是以逆常规的思维方法，来解决问题的思维方式。

20、横向思维。横向思维，是将由外部世界观察到的刺激，牵强地与正在考虑中的问题建立起联系、使其相合，也就是将多种多样的或不相关的要素，捏合在一起，期获得对问题的不同创见。

21、换位思维。换位思维，就是设身处地地将自己摆放在对方位置，用对方的视角看待世界，这一种非常有益又十分实用的好思维。

22、换轨思维。换轨思维是种非常有效的创新工具，当某一路径无法抵达目标时，及时脱轨便成为突破的关键。换轨思维，可以使人从容面对人生困境。

23、发散思维。发散思维的实质，就是要突破常规和定势，打破旧框框的限制，提供新思路、新思想、新概念、新办法，所以，它是一种创造性思维方式。

24、收敛思维。收敛思维同发散思维一样，是种创造思维方式，它并非保守，它对各个方面、领域都是开放的。

25、减法思维。在减法思维中， $1-1>1$ 。因为减少而丰富，这就减法思维的要义。

26、加法思维。加法思维有着奇妙的效果，就像画龙点睛故事当中，那个点睛的神奇一笔，虽然就加那么一小点，而原有的价值，就一下猛增起来，这种 $1+1$ 的结果，远远大于 2。

27、系统思维。系统思维，要求人们用系统眼光从结构与功能的角度重新审视多样化的世界，把被形而上学地分割了的现象世界重新整合，将单个元素和切片放在系统中实现“新的综合”，以实现“整体大于部分的简单总和”的效应。

28、移植思维。英国科学家贝弗里奇说：“移植思维是科学发展的一种重要方法。大多数的发现都可应用于所在领域以外的范畴里，而应用于新领域时，往往能促成进一步的发现。重大的科学成果来自移植。”

29、推理思维。万物皆有关联，由此可以及彼，串点可以成线，有效牵住一线，或可掌控全局。这，就是推理思维的价值所在。

30、超脱思维。腾空大脑，抹去旧思维，用一种清新的眼光重新审视现实中的困惑，非常有助于问题的解决。

31、效率思维。效率思维，就是有意识地将效率作风贯穿在思维活动中，期取得卓越成效。

32、分解思维。分解思维是一种独特的创新思维方法，其原理就是化大为小、化整为零，把大目标分解为小目标，然后进行累计得出总和，以达到创新目标。在创新思维培育中，运用分解思维往往起到曲径通幽之效。实际上是一种牺牲表面保全实质的做法。

33、和田法思维。和田法思维给了我们这样一个启示，我的大脑，经常需要摇晃一下，打乱原来的秩序重新来一个新组合，这样的话，我们的“视界”里才会经常保持一种新意，风光无限的景致也将因此展现在我们的生活之中。

三、最实用的思维

34、简单思维。最伟大的真理常常也是最简单的真理。因为任何基本的东西都是简单的，宏伟事业的核心是简单的，人类文明的根基是简单的，人性的本原是简单的，宇宙的出发点是简单的，一切创造的起也是简单的。

35、增值思维。增值思维是这么一种思路：有时，在做某件事时，不妨打开思路，设想一下如何把它做得更漂亮，更有价值。

36、立体思维。立体思维的意思是：从点到线、从直线到平面、从平面到立体，开发创新思维，需要有不断突破自我、不断突破思维局限和思维障碍的精神。



38、极限思维。所谓极限思维，就把所思考的问题及其条件进行理想化假设，当假设被一步步地推到极端时，问题的实质，便会水落石出。

39、底线思维。底线思维体现了这样一种原则：当一件事情已经坏到底的时候，只会有两种可能：第一，不可能更坏了；第二，物极必反。设定最低目标，争取最大的期望值。这，就是底线思维预期。

40、进取思维。进取思维是一种积极向上的处事方法，这里面包含着执著、信心和勇气。

41、动态思维。动态思维是一种用变化发展的眼光看世界的方法，运用到生活中，就具有积极的意义。

42、深入思维。深入思维就坚持和执著，凡事只要深入坚持，就一定要有收获。

43、超前思维。超前思维，用一句老话说，那就是未雨绸缪，以长远的眼光，对未来早作谋划。

44、光明思维。光明思维是一种积极的性理导向，是一种有益的心理暗示，是一种健康的心理品质。光明思维能激励创新者自强不息、见贤思齐，能激发创新者的生命潜能和创造潜能。

45、糊涂思维。表面上，糊涂思维一种钝化内心敏感的方式，但实际上，这种方式是在给人生涂上一层百害不侵的防护膜，让人从容面对世界的本质，蓄意忽视人生路上一切旁枝杂草。

46、形象思维。从创新思维的角度来说，开发右脑功能的意义是十分重大的。因为右脑活跃起来有助于打破各种各样的思维定势，提高想象力和形象思维能力。

47、想象思维。想象，是人类大脑中孕育智慧潜能的超级矿藏。想象力，能使思维充满创造活力。在诗人眼里，“人类所有才能中，与神最接近的就是想象力。”

48、灵感思维。灵感思维是知识、信息等要素，经过大脑潜能意识思维激活后，瞬间产生出目标所需的答案信息，并由潜意识向显意识闪电式飞跃的高能创新思维。

49、梦象思维。梦象思维对于绝大多数人来说，并没有什么智慧可言，但对于一些科学家、发明家、文学家、艺术家以及其他从事创造发明的人来说，却能给人启迪，引出智慧之果。

50、互动思维。互动思维是一种集体创造性思考法，其意为：一组人员通过开会方式就某一特定问题，出谋献策，群策群力，解决问题。

(经典思维 50 法)

❖ 会员天地

《信托周刊》的“姊妹刊”——《用益财富内参》正式推出！



【独特定位】

《用益财富内参》——我们不推销金融产品给客户、我们不索取客户的个人身份信息、我们不做赚取中介佣金的“飞单”平台、我们不是任何形式的第三方理财平台；

《用益财富内参》——我们专注于高端财富管理培训，我们专心于创新型金融理财的研究，我们专业于财富管理与资产管理之间的信息流动型培训及研究等中立服务。

【历史渊源】

❖ 2006 年 3 月，信托法律网（后更名为“中国信托金融网”）正式上线运营，其中的“信托普及”和“信托咨询”等栏目成为国内最早开展信托投资者教育的“试验田”；

❖ 2008 年，中国信托金融网（前身是“信托法律网”）在国内首先建立起“信托理财及项目交流 QQ 群”，坚持至今，已发展成为包括 22 个群近 4000 人的“理财家园”；

❖ 2009 年，中国信托理财网（后并入“信托金融网”）上线运营并探索一条面向信托产品投资者的金融普及之路，后因信托培训业务发展迅猛而暂时搁置了探索计划；

❖ 2009 年底，信泽金秉持“运用专业知识、获益财富人生”的理念，率先申请注册“用益财富”这一商标，并于 2011 年 3 月 28 日正式取得国家工商行政管理总局核定颁发的第 8005965 号“用益财富”商标注册证；

❖ 2009 年-2013 年，信泽金在国内率先推出了以信托营销为主的财富管理培训，组织形式包括公开课、内训、投资者沙龙等，内容也拓展至有限合伙基金、券商资管、基金资管等“类信托产品”的营销，并在财富管理的产品与服务体系、第三方理财机构的组织与人才建设、高净值客户的资产配置与财富传承等方面做出了卓有成效的培训尝试；

❖ 2011 年，信泽金正式推出《信托周刊（投资者专刊）》（又名“信托理财”）并成功发行了 9 期，在财富管理的专业信息服务领域又做出了极为有益的尝试，广受好评；

❖ 2012 年，信泽金成功地为国内一大型知名信托公司提供了财富管理“一揽子”信息服务，在高端投资者理财教育以及制作财富管理专业刊物等方面获得了又一重要积累；

❖ 2012 年-2013 年，在广受好评的“信泽金智库系列丛书”之中，信泽金先后在《房地产信托投融资实务及典型案例》和《金融信托和资产管理》等书中增加了有关“信托理财和财富管理”的内容；

❖ 2013 年底，“用益财富研究院”筹备设立，吸收整合了信泽金持有的“用益财富”商标、《信托周刊（投资者专刊）》、财富管理系列培训、信托理财 QQ 群、财富管理研究和咨询业务以及相关专业资源，正式推出《用益财富内参》——旨在推动高端财富管理和创新型金融理财的培训及研究。

【如欲下载《用益财富内参》，请登录 www.xinzejin.com】

信泽金-资产管理培训会员制度（升级至9类卡种）

一、会员卡介绍

1. 本卡应用于信泽金举办的资产管理培训（不含金融财智高端培训），持卡会员将享受优惠、优质、优先的专业信息服务。
2. 本卡应用于信泽金举办的公开培训（内训服务另议），其中仅有**至信卡**、**臻智卡**、**臻义卡**三种会员卡“挂钩”内训服务。

二、会员卡类别

序号	会员卡类别	最低办卡金额	尊享公开课培训人次	包含的内训场次	会员卡有效期
1	银 卡	2 万元 RMB	6 人次	未与内训“挂钩”	1.5 年
2	金 卡	3 万元 RMB	11 人次	未与内训“挂钩”	1.5 年
3	白金卡	5 万元 RMB	20 人次	未与内训“挂钩”	1.5 年
4	钻石卡	10 万元 RMB	50 人次	未与内训“挂钩”	1.5 年
5	至尊卡	20 万元 RMB	118 人次	未与内训“挂钩”	3 年
6	至诚卡	30 万元 RMB	200 人次	未与内训“挂钩”	3 年
7	至信卡	50 万元 RMB	500 人次	专属的定制内训精品课 2 场	3 年
8	臻智卡	70 万元 RMB	568 人次	专属的定制内训精品课 10 场	5 年
9	臻义卡	100 万元 RMB	658 人次	专属的定制内训精品课 30 场	5 年

注：信泽金的专属定制内训服务，仅向至信卡、臻智卡、臻义卡三类会员单位开放，每场的收费标准为 3 万元 RMB。

三、会员卡优势

1. 超低的培训费折扣；

注：信泽金的资产管理类公开培训收费标准为 4000-4800 元/人/次，会员参加培训每人次的费用最低将至约 1000 元。

2. 为至信卡、臻智卡、臻义卡 3 类会员提供专属定制内训；

注：信泽金的专属定制内训服务仅适用于至信卡、臻智卡、臻义卡 3 类会员卡，旨在提供战略合作层面的深度内训服务。

3. 客服专员为会员提供及时、优质的资管培训信息服务；
4. 信泽金将不定期为会员提供培训增值服务或相关优惠；
5. 信泽金将不定期向会员提供专题沙龙或论坛或研讨会等交流活动的参与机会，以邀请为准；
6. 信泽金将不定期举办会员专享的交流活动。

四、联系方式

会员热线：010-64332722/64333722

客户服务：13811924379

E-mail: xinzejin@126.com

❖ 信泽金商学院欢迎新会员加盟！

❖ 《信托周刊》欢迎广大读者赐稿，欢迎新老会员提供有关“会员动态”、“会员商情”的信息！

❖ 《信托周刊》主编：王巍；执行主编：王杨

❖ 联系电话：(010) 64333722

❖ E-mail: xinzejin@126.com

❖ 信泽金官网: www.xinzejin.com

❖ 免责声明：本刊物是用于会员相互交流及开展金融实务研究的免费参考读物，全部资料均属作者自愿提供以及读者朋友间收集整理推荐，不作为任何机构或个人进行投融资或金融决策的参考依据，本刊物及其出品人不承担任何形式的承诺、义务或责任。