

赵暖 李荻 主编

信托评论

TRUST REVIEW

阐释机理 解剖案例

聚焦专业 创新实践

信托视角下的资产管理和财富管理

学术界 金融界 投资界 法律界

17 位名家联袂推荐

上海人民出版社

赵暖 李荻 主编

信托评论

TRUST REVIEW

图书在版编目(CIP)数据

信托评论/赵暖,李荻主编.—上海:上海人民出版社,2016

ISBN 978-7-208-13467-6

I. ①信… II. ①赵… ②李… III. ①信托业-研究-中国 IV. ①F832.49

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 298518 号

责任编辑 曹 杨 时润民

封面设计 汪 昊

信托评论

赵暖 李荻 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)

世纪出版集团发行中心发行

常熟市新骅印刷有限公司印刷

开本 720×1000 1/16 印张 41 插页 8 字数 663,000

2016 年 1 月第 1 版 2016 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-13467-6/F·2339

定价 168.00 元

名家推荐

(按姓氏笔画为序)

王 江

麻省理工学院金融学讲席教授

上海交通大学上海高级金融学院学术委员会主席

如同任何一门现代科学，金融是其一般原理与具体市场实践密切结合并互相推动的产物。如果志在为中国的金融发展提供研究支持和引导，则必须对中国的金融问题有深入的了解和分析。《信托评论》正是这样的一个尝试，从西方古老产权制度的本土化历程到资产证券化和利率市场化方面信托金融的先行实践，本书的编撰和研究在理念和实际两方面都体现了相当的深度、广度和前瞻性，这恰恰也是市场的发展所非常需要的。

王 能

哥伦比亚大学金融学讲席教授

上海财经大学金融学院院长

大处着眼，小处着手。本书除了完整、清晰地展示了信托业发展的宏大背景，对技术环节的探讨也细致入微。你不在图书馆找到比这更好、更生动的信托业入门教材。

贝克伟

亚利桑那州立大学教授

凯瑞商学院中国执行院长

美国会计学会全球委员会主席

本书是一部难能可贵的创新之作。其内涵不只是丰富多彩，反映的是信托的价值观、理念与实践，追溯起源，借鉴国外经验，为中国信托业在实践过程及其未来发展以群策群力、思维碰撞的精神，探索本源，追根究底；反思实践，催发创新。看了本书后，对于中国信托业的前景、机遇和挑战充满期待；对于所有参与成员的投入精神深为感动。这是一部充满思考与探索精神的著作！

叶国标

中国经济信息社副总裁

中国金融信息中心总经理

本书是中国信托业研究意识的觉醒与操作实务的精华。信托因为有如此究极本源的探索而深刻。只有经典才能激励人心、改变世界。感谢本书为我们开启了神秘富饶的信托世界。

朱 宁

上海交通大学上海高级金融学院副院长、教授

本书透过信托行业的发展，深入讨论了中国资产管理市场和信托行业的变迁，对于理解中国金融改革的经历、成就和挑战提供了重要的素材和视角。

汤云为

上海财经大学教授、前校长

中国会计教授会创会会长

本书从业内的实践出发，精彩诠释了“全员研究，全程研究，投研一体”的研究哲学，尤其从财务金融和监管法律的视角对于信托业务展开了深度讨论和剖析，对于读者近距离了解和认识我国信托业的现状和趋势提供了丰富材料。

孙万胜

最高人民法院司法改革办公室原副主任

本书提供了观察信托的一个重要视角，其中整理和剖析的中外案例，对于涉及信托关系的社会及司法实践具有较高参考价值。本书的出版对于社会各界进一步全面了解信托认知信托并运用法律手段促进资产管理和财富管理发展加大金融市场供给能力建设，深化社会主义市场经济改革，具有重要意义。

吕明方

方源资本（亚洲）有限公司董事总经理

古老的信托行业伴随着中国的改革开放，经历了快乐并痛着的成长与烦恼，信托从业人员也因之而喜怒哀乐。赵暖先生及其优秀的团队在信托业界的用心实践与探索中，孜孜不倦，屡有收获。今之《信托评论》一书是为最新成果，至为欣喜。有理论新见解，有案例之佐鉴，丰富多彩，殊为难得。

张 春

上海交通大学上海高级金融学院执行院长、教授

在中国经济迈向新常态的路程中，中国信托业怎么摆脱近年来影子银行的阴影，并向国际化的信托商业模式转型是中国金融当前的重要挑战之一。赵暖、李荻主编的《信托评论》为我们及时地提供了一本指导信托业转型的专著。其内容既有一定理论的高度，又有跨国跨境比较的广度，更有中国实践和案例的深度，覆盖了中国信托的法律基础、制度建设、国际模式比较、行业展望，和众多产品开发的研究和案例。它集结和展示了中国信托业多年的实践和前瞻性思考。我大力推荐本书，相信它将成为中国信托行业从业和监管者的一本必备著作。

张 祥

中国国际经济交流中心常务理事

博鳌亚洲论坛首届秘书长

原外经贸部副部长

这是一部凝结了才情和理想的生动作品，我看到了厚积薄发的学术激情和细致入微的“工匠”精神。本书的研究既有开阔的国际视野，又深具符合中国市场现实的实践经验。创新就需要这样的努力。研究工作要耐得住寂寞，能抵住诱惑，还要敢于创新敢于挑战，这一浩大的研究工程值得赞叹！

陈 龙

蚂蚁金服集团首席战略官
长江商学院教授

想知道信托其然,及其所以然,这是一本难得的有框架、有历史、有宽度、有思考的书。

陈明柱

重庆市人民政府参事

《信托评论》揭示了“信托”这一特殊的制度安排在金融各项活动中的独特功能,为国内开展系统的信托理论研究和实践案例总结迈出了可喜一步。期待信托机制在金融市场转型和区域经济升级中发挥更大的作用。

洪佩丽

富邦华一银行董事长

《信托评论》立足于信托领域的丰富实践,进行深入的金融和法律学理探讨,呈现出“知行合一”的职业精神。

秦 朔

复旦大学中国商业文明研究中心联席主任
“秦朔朋友圈”发起人

文章千古事,得失寸心知。这本《信托评论》让我们看到的,是穿越驳杂表象而深入探究规律的扎实研究,更是孜孜以求信托“王道”的文明追寻。

夏大慰

上海国家会计学院创院院长、教授

在信托金融领域，本书摆脱了教条式、概念化的研究，文字活泼率真。“学园制度”是研究机制的一次创新，展示了知识创造和共享的丰富场景。

曹 彤

中国人民大学国际货币研究所联席所长

厦门国际金融技术有限公司董事长

中国信托金融业从 3500 亿到 15 万亿这个神奇增长背后的机遇、挑战、冲突和混沌，你可以从这里找到答案。本书既是对过去信托行业突飞猛进的理性总结，也是对未来中国资产管理和财富管理路径转型的先锋探索。

梁信军

APEC 工商咨询理事会中国候任代表

复星集团副董事长兼 CEO

本书展现了金融新生代对市场和信托制度的全新理解。这是第一部真正从市场实践出发，对信托进行系统总结、反思和提升的研究总汇，且因其细节真实，读来极具生命力。

《信托评论》 编委名单

主 编: 赵 暖 李 荻

编 委: 孟红忠 张 君 张虹宇 陈学峰
赵东海 岳翔宇 李 佳 季 晶

序

昔年种柳，依依汉南。

本书是过去三年来，诸多新华同事工作底稿的精编和节选，是各位人生际遇的一段留影。桥下春波绿，惊鸿照影来。曾几何时，大家风雨兼程，砥砺前行，若夏花绚烂；如今风流云散，相忘于江湖。聚散离合皆为缘起，而终究创新之泉历久弥新、永不枯竭，庭前花开花落、生生不息。

公元前 387 年，柏拉图开创雅典学园。集聚一时翘楚，共同精研天文、数学、几何、逻辑、语法、修辞和音乐等七个古代经典领域的“自由艺术”。雅典学园成为古希腊知识传承和创新的中心，自此烛照千秋文明。

现实是历史的逻辑，今天是未来的起点。由此，我们决心在资产管理和财富管理业务的探索中回溯和实践这个传统。“学园制度”结出累累硕果，繁盛的思想之花灿然盛开。本书即是中国信托业黄金时代研究和创新的一个缩影。

我们强调研究员具备“固守本心、探求本源”的精神。我们确立并实行“全员研究，全程研究，投研一体”的指导思路，并在实践中获益良多。我们保持每两周一次专门的学术讨论，每次由承担主题研究的团队轮流主讲，台下的同仁通过提问，挑战、印证主讲人的假设和结论，团队成员切磋琢磨，形成开放、活泼的研讨风气。

“普慧云兴二百问，普贤瓶泻两千酬”，智慧和灵感碰撞的喜悦层层无尽。“研究催发创新，创新引领实践，实践印证研究”的三循环机制，给大家带来了快速的知识迭代和密集的经验聚合，加速造就了我们队伍中这些资产管理和财富管理领域的年轻专家。我们认为这些是远超商业利润的价值所在。

对于青年子弟的培养，浩繁的典籍中不乏“譬如芝兰玉树，欲使其生于庭阶尔”的江左风流。那是一种生长的力量，洋溢着优雅灿烂的光辉，穿越千年世代，照彻所有愿意努力学习的年轻人的前程。“桐花万里丹山路”，这是文明传承的温暖心灯，也是对于领导者培育团队最好的激励与安慰。

在喧嚣浮躁的商业丛林，心安之处即是道场。谁谓河广？一苇杭之。

凡是过往，皆为序章。

赵 暖

2015.11.13

序 1

第一篇 行业展望

“互联网+”是中国信托业突围的最后良机	3
信托精神溯源	10
资本繁荣与信托蓝海	24
利率市场化下的信托业转型路径	35
金融脱媒的信托机会	42
中国集合信托计划“刚性兑付”成因与化解手段	60

第二篇 制度建设

信托业“生前遗嘱”制度研究	71
我国台湾地区信托立法镜鉴	81
科斯定理与信托制度的经济学逻辑	106
商事信托立法研究	124
信托产品流动性研究	147
做市商制度：信托流通性解决方案	163
信托税收制度研究	173
信托登记制度研究	186
英美法系信托制度思考与借鉴	200

第三篇 产品研发

财富管理时代的信托产品转型对策研究	225
解构基金型信托	237
论基金型信托的产品标准	252
信托型房地产基金运营模式研究	263
地方融资平台资产证券化研究	279
信贷资产证券化中的信托定位	293
家族信托:起源与实务	301
事务管理类信托	315
跨市场 ETF 的信托视角	325
杠杆收购价值创造的归因研究	332
解析资产支持票据	347
解读中小企业私募债	361
主动管理型基金风险控制、运营管理和价值提升初探	376

第四篇 法律实践

《信托法》实践的反思与展望	393
受托人义务的法律与道德因素考量	400
信托设立与信托合同	405
公益信托在中国	414
收益权信托的法律困境	448
收费权质押融资法律问题	455
财富管理业务中的法律风险防控研究	467

第五篇 案例研究

凯雷迷宫	481
黑石奇迹	498
多伦多道明银行的全面财富管理	519
贝莱德集团的房地产投资管理	532
美国房地产金融发展启示	544
海外杠杆收购实践	575
上海商业综合地产案例研究(一)	595
上海商业综合地产案例研究(二)	618
上海商业综合地产案例研究(三)	641

后记	647
----	-----

“互联网+”是中国信托业突围的最后良机 / 3

信托精神溯源 / 10

资本繁荣与信托蓝海 / 24

利率市场化下的信托业转型路径 / 35

金融脱媒的信托机会 / 42

中国集合信托计划“刚性兑付”成因与化解手段 / 60

第一篇 行业展望

“互联网+”是中国信托业 突围的最后良机^{*}

岳翔宇

一、中国式信托的发展脉络

所谓信托,本指“受人之信、忠其所托”,雏形起源于古罗马、日耳曼遗赠管理,经中世纪英格兰圣方济各派信徒推动与衡平法院救济而初步形成用益制。市场经济与资本主义在近代的兴起,使得信托作为一种实物财产管理制度在英国人的民事与商事生活中发展、普及,并随“日不落帝国”的扩张而远播。19世纪,信托开始在英美法系国家的金融与资本运作领域崭露头角:由证券承销而成为投融资中介,因投资信托的发展而开创基金业,并凭借商业信托(即“托拉斯”)相对公司制的独特优势而在控股、并购与垄断组织构建中大放异彩。20世纪以来,世界各国均逐渐卷入资本主义全球化的浪潮。而逐渐演变成一种更加普遍、积极和灵活的财产管理制度的信托,也在这一过程中为越来越多的非英美法系国家或地区(如大陆法系的法、意、荷、墨、南非,混合法系的苏格兰、魁北克等)所采用。

以1979年荣毅仁先生草创中国国际信托投资公司为起点,中华人民共和国同样吸收了“信托”这一功能多样、灵活的制度安排,将其作为金融创新与试验的先锋和对外开放的主要窗口。全能型的信托公司曾是企业、政府进行境外融资的主要渠道,也是进出口贸易、租赁、债券、股票、基金等许多领域的先行者,但整个行业却始终处于“大发展——大整顿”的怪圈。许多人相信,信托之所以在中国被当作“坏孩子”而历经六次清理整顿,主要是因为国人在“摸着石头过

^{*} 感谢赵暖先生和李获先生的相关讨论和悉心指导促成了本文的最终撰成。