

导 论

一、本书背景

2000 年底，一个新颖的名词频繁在各种新闻媒体上闪现——“私募基金”。到底什么是“私募基金”？为什么在这滚时候，人们会开始关注私募基金？

2001 年 5 月份，在传出《投资基金法》草案中对“私募基金”进行单独列明的消息以后，国内对私募基金的讨论就趋火热化。这时候出现一些人对私募基金的含义进行界定，但他们往往是国外私募基金的一个粗略介绍，定义尚不严格。人们关注更多的是中国的私募基金到底以什么形式存在？规模有多大？等等。于是乎，一段时间内，中国私募基金的各种讨论纷纷曝光，不管是不是“私募基金”，反正只要不是公募基金，都尽收旗下。这时，一些市场“黑庄”被曝光，而这些“黑庄”又有一部分自己承认是私募基金，或以私募基金形式运作。私募基金是不是就是“黑庄”，或者，私募基金与“黑庄”是否有天然的联系？这些“黑庄”到底是不是私募基金？人们又迷惑了，到底“私募基金”是什么？对其规模的讨论，则更是仁者见仁，智者见智。有说 2 000 亿元的，有说 4 000 亿元的，大多凭着非统计意义上的感觉和少得可怜的一两个数据作出大胆的断言。这场讨论直到《财经》第 7 期夏斌的《中国“私募基金”报告》公布以后，才将焦点集中于这个调查报告，人们才有一个讨论的基础。

在对中国的私募基金有所了解后，那么，下一个问题自然是中

国私募基金是不是个好的投资方式，政府该不该管？如果管，该如何管？私募基金行业的人士希不希望自己“浮出水面”？人们提出了各自对这些问题的看法。但一个最基本的，人们可能认为没有必要思考的问题被忽略了，即政府监管的理由是什么？而这个问题却是澄清以上争论的关键！

二、研究方法

1. 以实证研究为主，规范研究为辅

人们一般根据研究过程中是否对经济现象进行价值判断，把经济学的研究方法区分为实证研究和规范研究两种。前者指在研究过程中不对经济现象作出价值判断，只回答诸如“是什么”、“为什么”等这样的问题，是对现象在抽象意义上的描述及对现象之间联系的把握。而后者则在对经济现象的研究中加入自己的价值判断，回答诸如“最好是什么”、“应该是什么”等问题。后者往往是在前者的基础上结合当时或作者的价值判断进一步展开。

本书选择以实证研究为主，规范研究为辅，并不意味着实证研究比规范研究来得正统或有价值，只是限于本人能力与特长。任何理论只是提出一个可证伪的假说而已。实证研究只不过是在一个被普遍认可且目前还没被推翻的‘公理’性假设的基础上研究问题，规范研究是在假设人们福利判断的基础上开展研究。因此，两者不存在优劣，只是研究重点、假设前提不同而已。

这种研究思路在书中体现为对中国私募基金很多现象的分析是不带有任何感情色彩(本人尽可能达到这一点，虽然做到这一点很难)，对其分析也仅仅把它当成一种经济现象来研究。如对私募基金的界定，对中国私募基金的特殊性的把握，对目前普遍存在反对意见的保底分成合约的分析等，文章中仅从经济学角度进行分析，没有提出一个规范的答案。对这些现象作出一个价值判断也

超出本人的能力了。

尽管如此，这篇文章中还是使用了大量的价值判断。因为对私募基金的监管实际上就是一个价值判断。只有认为私募基金的一些行为对人们的整体福利可能不利，才需要监管。监管的方法可能具有实证意义，但这个问题本身却是规范问题。

2. 定性研究为主，定量研究为辅

定性研究侧重于“悟”，是作者对现实生活的一种领悟，往往带有逻辑上的跳跃。定量研究则是作者对这种“悟”的一种考证，可以是调查研究，也可以是建立模型，是对定性研究的一种“证伪”过程，或对其逻辑跳跃的一种描述。定性研究与定量研究是相互为用，互不可缺的。

一个模糊的正确的答案往往比一个精确的但却是错误的答案更有意义。数学在把握经济学方向方面是无能为力的。数学在经济学中的作用是把经济学的一些边界界定得更准确，把一些关系明朗化、系统化。只有对经济学有了深刻的定性认识，才有必要，也才有可能对经济现象模型化。但模型化往往把一些关键的东西忽略了。

本书作为对中国私募基金的初步研究，定性研究自然是其采用的最重要的研究方法了。但为了把一些关系明朗化，加强其论证的说服力，有必要借用一些定量的方法。但这些定量的方法只是一种辅助，只是为作者的观点提供一种证明。实际上，文章中的好多观点是可以继续模型化的，限于本人的能力和时间，只好将他们停留在定性的层次上。这是本书研究可以继续细致的方面。

3. 历史的研究方法

任何一种经济行为，都是行为当事人在一定约束条件下最优化的行为结果。这是经济学研究的一个信条，是一个“公理”。本

书在研究过程中，力图能时刻遵守这个命题。用一个比较流行的说法是：历史的研究方法。

经济学的任务是寻找行为当事人的约束条件。因此，本书不急着重对中国私募基金目前存在的一些现象作出判断，而是先去寻找中国私募基金运作的特殊的约束条件。有人认为中国的投资者不理性，不能使用西方经济学的理论。实际上，这只不过是没把中国投资者面临的约束条件进行仔细分析的结果。他们仅仅把国外的约束条件强加在中国的投资者头上，投资者自然是“非理性”了。应该说中国投资者是理性的，都是在特殊的约束条件下的最优行为。不理性，只不过是用了“目标”；寻错了“约束条件”。本书对中国私募基金产生的必然性和特殊性的分析，充分体现了这种思想。

4. 辩证的思考方法

经济学本身研究的就是一种两难选择。人类欲望的无限性与人类目前可用资源的有限性就是经济学中最基本的一个两难问题。在约束条件下的最优化便是经济学对两难问题研究的一种标准范式。正是由于两难现象的存在，经济学才有发展的必要。

两难问题实际上就是一个辩证的思考方法。任何事物都是在矛盾的对立统一中存在与发展的。因此，本书在研究过程中，不追求得到一个一致的结论，或获得一个完全支持的论证。任何结论的得出都是在现实生活中，依据一种给定的目标作出的一个艰难的抉择。

5. 从产权和制度的视角对私募基金进行研究

对私募基金的研究，可选取的视角很多，可以从金融工具这个角度研究，可以从投资方式这个角度研究，也可以从制度这个层面上进行研究。本书则是从制度这个层面上进行。这是因为，本人认为，私募基金在我国产生和发展，在制度上具有相当的优越

性,但由于我国的市场环境还不成熟、不完善,因此,私募基金在具体的运作和工具特性的设计上还带有不成熟和过渡的特性。从制度这个层面上进行分析,能抓住我国私募基金的本质特征。在深入研究私募基金的制度特征之后,再对私募基金的运作等进行研究,就比较容易了。因此,本书在对私募基金的各种风险的探讨中主要以其中的委托—代理风险为主,注重从大环境中分析私募基金的产生和发展及制度特性。

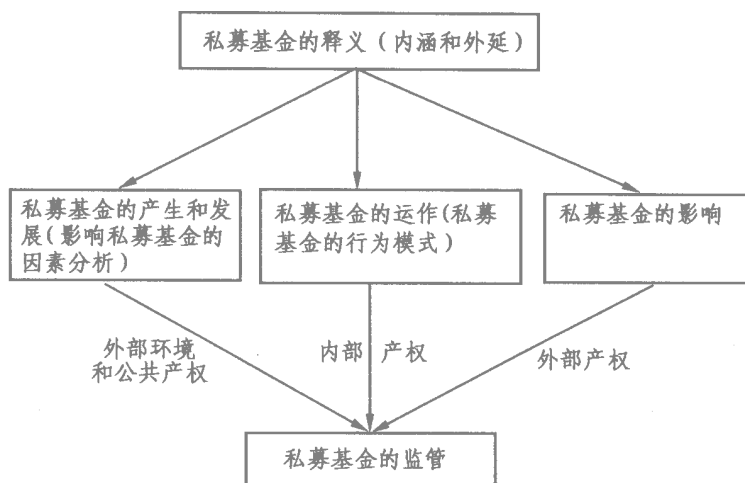
制度中比较重要的是产权的安排。本书在研究私募基金的产生、监管的过程中,专注于私募基金的产权分析。

三、逻辑框架和章节安排

1. 逻辑框架

本书的逻辑框架是:首先界定私募基金的含义。然后在理论上解决,在一个理想的市场环境中,私募基金的产生原因、运作模式及其影响,即对影响私募基金的各种因素、私募基金对这些因素的反应,及私募基金对宏观经济的影响进行理论分析。进而对国外成熟市场的私募基金加以分析,可以作为一种验证,也可以对我国的发展提供经验教训。再后是对中国私募基金的现状进行调查。在此基础上对中国私募基金的产生原因进行分析,判断中国私募基金的产生是否具有必然性。但中国毕竟有中国自己的特色,各种环境的特殊性导致了私募基金的特殊性,这些特殊性使得中国私募基金对我国经济的影响不同于国外成熟市场上的影响。因此,还得对中国私募基金的特殊性进行分析。在分析中国私募基金产生必然性、运作及影响特殊性的基础上就可以对私募基金监管给出建议了。

不论是对国外还是对国内的私募基金的分析,都遵循以下的逻辑框架:



2. 章节安排及主要观点

本书共分八章，前两章是理论部分，第三、四章是对国外私募基金的运作和监管的分析，最后四章探讨了我国的私募基金，主要讨论了我国私募基金的现状、产生的必然性和特殊性，并提出了我国私募基金的监管框架。

第一章是对私募基金的释义。这是本书分析的起点。本人认为私募基金与一般投资基金一样，在本质上是一种信托行为。其与一般基金的区别在于其募集方式，即采取私募方式。私募基金是指为了追求投资回报而非公开宣传地向少数或有专门投资经验、不需政府特别保护的特定的投资者募集货币资金，并以基金方式运作的集合信托投资制度。私募基金具有广阔的发展空间。本章还进一步对私募基金与非法集资、非法基金、资产管理等概念作出区分。

第二章则对私募基金产生的成本收益进行分析。这一章实际上要回答的是两个问题：一个是私募基金为什么会产生而且种类会进一步细化；另一个是私募基金为什么直到 20 世纪四五十年代

才出现。本章分别从社会分工与投资工具两个角度分析了私募基金产生的收益与成本。私募基金从一般投资基金中分离出来，其合理性在于能攫取一般投资基金中未界定的公共产权，而私募基金本身的分化，是对这种公共产权的进一步攫取，获取交换的帕累托改进。私募基金所具有的风险收益特性，对投资者的投资组合有很好的分散作用。当然，私募基金与公募基金的功能划分不是绝对的，私募基金以前实现的一些功能，由于社会环境等的变化，现在有相当一部分以公募基金形式提供。私募基金现在的一些做法，可能一段时间以后，又会以公募基金形式向一般投资大众提供。事实上，公募基金与私募基金在同一时期，其功能的划分也不是绝对的，公募基金也在不断地创新，也在不断地攫取公共产权。因此，以上对私募基金产生的成本收益分析有相当部分也适用于公募基金。

第三、四章分别从运作和监管两个角度分析有关的私募基金。第三章分别对私募基金整体的运作模式及私募基金两种比较重要的形式：对冲基金和风险投资基金的运作模式进行分析，并在此基础上，总结私募基金有效运作的条件。第四章则从法律和监管实践两个角度分析有关监管当局对私募基金的管理，并在此基础上比较了公募基金监管和私募基金监管的区别和联系。

第五章是对中国私募基金的现状的一个调查，描述了我们目前的私募基金（证券类私募基金和风险投资基金）运作的场景，为下文对我国私募基金的分析提供了基础。

第六、七章是本书的重点，分析了中国“私募基金”产生的必然性和特殊性。这两章共分三部分。第一部分对中国“私募基金”的需求进行分析，主要回答中国的投资者为什么要选择“私募基金”作为自己的投资对象和投资方式，及中国的投资者为什么能投资于“私募基金”这两个问题。由于中国投资者需要专家理财方式，但原有的委托投资体系不能满足其需要，而“私募基金”又恰好满足了投资者委托投资的需要，因此，“私募基金”也就成了投资者的选择对象。投资者投资经验的积累和财富的增长、集中，使得我国

的投资者能选择‘私募基金’作为自己的投资方式。

第二部分对我国的“私募基金”供给进行分析。与需求分析相类似，这里同样回答中国为什么要和为什么能供给“私募基金”这两个问题。供给产生的原因，一方面是由于需求的存在，一方面则是由于原有委托投资体系竞争的加剧和对超额利润的争取。供给能最终得以提供，是由于我国资本市场、人才市场的发展及我国制度环境的改善。

第三部分对我国“私募基金”的特殊性进行分析。回答的是我国私募基金具有哪些特殊性，这些特殊性产生的根源是什么，及拥有这么多特殊性的中国“私募基金”还算不算真正意义上的私募基金。我国“私募基金”的法律地位还没有最终确立，实现的大部分功能也是公募基金本应实现的，其操作手法、运作模式也不同于国外标准的私募基金。但这些特殊性是由我国资本市场发展状况，我国的法律、社会环境等决定的，并不改变我国‘私募基金’的‘私募发行’和‘基金运作’两个根本特征。因此，我国的‘私募基金’在本质上是私募基金。第七章还对我国目前市场中讨论比较多的“保底分成”合约和上市公司的委托理财进行了详细分析。

第八章是本书的一个结论，探讨中国“私募基金”的监管框架。本书认为，我们应该首先将公募基金监管与“私募基金”监管进行区分。这就要求首先通过立法明确中国“私募基金”的法律特征，并在实务上通过财务和人员的隔离达到将“私募基金”区分开来。书中认为‘私募基金’的监管目标主要有三个：一个是促使‘私募基金’规范运作；一个是控制‘私募基金’的外部性并使其内化；再一个是界定公共领域的产权。而监管对象的选择应该灵活，可以是主体，也可以是行为。可以考虑通过对“私募基金”的交易对手的监管来达到对“私募基金”的间接监管，也可以通过对“私募基金”及其参与主体的市场准入的限制来实现直接监管。监管主体的选择，应尽可能利用已有的监管主体，通过立法机构授权，司法机构监督这些监管主体。同时，在存在多个监管主体的情况下，应该注意监管主体之间的协调。

四、尚需进一步研究的问题

本书对中国“私募基金”的研究还处于初步探讨阶段，以定性为主，定量为辅。对中国‘私募基金’现状的把握、中国‘私募基金’影响机制的研究等还需进一步深入。同时，由于研究角度的问题，本书主要集中于中国“私募基金”监管，是从政府的角度来看待中国的‘私募基金’的。从‘私募基金’本身，或者说，从‘私募基金’内部，对中国“私募基金”的研究几乎没有。我愿意在今后对以上一些问题作进一步的研究。

第一章

私募基金释义

中文“私募基金”一词,在国外一些国家的法典和英文大词典中并没有相应的词。私募(Private Placement)一词相对于公募(Public Offering)而言,就证券发行方法之差异,以是否向社会不特定公众发行或公开发行证券的区别,界定为公募和私募,或公募证券和私募证券。基金(Fund),作为一种专家管理的集合投资制度,在国外,从不同视角分类,有几十种的基金称谓。但把“私募”和“基金”,合为一体的“私募基金”(Privately Offered Fund) ①—

①在美国的一些建议性文件及关于私募型投资公司(Privately Offered Investment Company)的最终文件中,曾出现“Private Fund”或“Privately Offered Fund”。除此之外,其他地方未找到类似说法。“Private Equity Fund”指私人股权投资基金,与我们这里的“私募基金”概念并不完全一致。Private Equity Fund 通常只针对大额投资人以私募方式募集资金,存续年限一般都超过 5 年,股东不能中途撤资(但其股权可转让),基金的风险、利润由股东分摊或分享,基金股东的损失以出资额为限。Private Equity Fund 按其投资领域可区分为:风险投资基金(Venture Capital)、重整/问题债权(Restructuring/Distressed Debt)、收购/杠杆收购(Buyouts/Leverage Buyouts)、次级债务(Messanine/Subordinated Debt)及其他(如天然资源勘探与开发等)。

词,却未发现。为了对中国时下议论的现存的“私募基金”进行研究,必须首先界定什么是“私募基金”。

“私募基金”是一种特殊的投资基金。本书第一章试图从信托概念的分析入手,对“私募基金”下个相对完整的定义,并澄清一些相关的概念,如非法集资、资产管理、地下基金等等。

第一节 关于信托的一些基本概念

信托,从不同的角度看有不同的行为定义,如可以将信托看作一种社会行为,一种法律行为,一种经济行为等。本节对信托概念的理解将从本书的目的出发,将信托理解为一种经济制度。本节先从信托含义的介绍入手,进而阐述信托这种经济制度设计的特点与实质。最后对我国新颁布的《信托法》作一定的介绍。

一、信托的含义

信托,在最简单的意义上说,是一种代人理财的机制,其实质是一种关于财产转移与管理的设计和安排。但要给信托下个法律上的定义却相当困难。目前,还没有一种定义得到人们的公认。英国的学者认为:信托是指一种法律关系,在此关系中,一人拥有财产权,但同时负有受托人的义务,为另一人的利益而运用此财产。美国学者认为:信托是一种使用和控制财产的方式。按照这一方式,财产拥有人负有法律上的义务去为他人的利益而处理财产。

从立法定义来考察,日本信托法第 1 条规定:“本法所称信托,是指办理财产权的转移或其他处理,是他人遵照一定的目的,对其财产加以管理或处分。”韩国信托法第 1 条规定:“本法中的信托,

是指以信托人与受托人间特别信任的关系为基础, 信托人将特定财产转移给受托人, 或经过其他手续, 使受托人为受益人的利益或特定的目的, 管理和处分其财产的法律。”我国的台湾信托法第 1 条规定:“称信托者, 谓委托人将财产权转移或为其他处分, 使受托人以信托本旨, 为受益人之利益或为特定之目的, 管理或处分信托财产之关系。”美国《信托法重述》(*Restatement of Trust Law*)第 2 条谨慎地将信托定义为:“信托, 除慈善信托、结果信托及推定信托之外, 是指以明示的意思表示而设定的, 发生在当事人之间的一种财产信赖关系, 在这种关系中, 一方享有财产上的所有权, 并在衡平法上负担为另一方的利益管理和处分财产的义务。”同时, 在第 1 条中对信托的范围进行了框定:“本法所谓信托, 包括下列各项: (1) 第 2 条所定义的信托; (2) 慈善信托; (3) 结果信托。”

可见, 信托含有‘相信而托付’和‘信任委托’之意, 是委托人基于‘信’而‘托’。‘信’指信任, 委托人是基于信任而将自己的财产所有权转交受托人掌握; “托”是指委托人将财产通过合同形式托付于受托人, 受托人按照委托人意愿, 以自己的名义全权管理和处理这些信托财产, 并为双方事先商定好的指定的受益人谋取信托财产的收益。信任是信托的基础, 而财产的转移则是信托的起点, 同时也是信托区别于其他形式财产管理的基本特征。

信托按照财产形式的不同, 可以分为实物信托和金融信托。与“私募基金”相联系的是金融信托。金融信托是指以货币或有价证券财产为信托物的信托。金融信托按照信托物的不同, 大体可分为货币资金的信托和有价证券的信托。“私募基金”属货币资金的信托。我们将在下文详细地讨论这个问题。

在此, 我们还有必要区分信托与信托业概念。信托泛指信托关系, 只要是基于“信任”而通过财产转移设立的以财产所有权分割与财产独立性为基本特征的财产管理制度都属于信托。但信托业是从一个行业的角度来思考信托的, 是信托发展到一定阶段, 使得信托以行业的形式存在后才出现的。信托业又含营业信托与非营业信托, 平时所称信托业往往是指相对于非营业下信托的营业

信托，是指以一定的企业组织形式，以承接、经营信托业务即收受、管理和处分信托财产为主要营业活动的营利组织。

二、信托构成的基本要素

从上面信托含义的分析过程中，可以看出，任何信托都有四个基本的构成要素：信托主体（委托人、受托人和受益人）、信托客体（信托财产）、信托目的和信托设立依据。

信托法律关系的主体，是指在信托业务中参加信托法律关系，享有权利和承担义务的当事人。信托法律关系的主体涉及三方当事人，即委托人、受托人和受益人。委托人是为了一定目的将其财产以信托的方式，委托给受托人经营的人。受托人是指接受信托财产，并按约定的信托合同，对信托财产进行经营的人。任何一种信托，都必须要有受托人。受托人既有管理和处分信托财产的“对物的义务”，又有忠实地为受益人利益管理、处分信托财产并将信托利益支付给受益人的“对人的义务”。受益人是依据信托文件享受信托利益的人。信托是为受益人的利益而设计的一种财产管理制度，没有受益人的信托是无效的。但是，对于公益信托与目的信托，可以没有具体的受益人。而且，受益人可以是受托人，但不能仅为受托人，否则，信托无效。

信托法律关系的客体，即信托法律关系的当事人的权利与义务所指向的对象，是信托财产。所谓信托财产，是委托人转移给受托人并由受托人加以控制、管理和处分的财产。信托财产处于信托关系的核心地位，没有独立可辨识的信托财产，便无信托。信托因委托人将信托财产转移给受托人而成立；受托人的活动也是围绕着信托财产的管理和处分而展开的，没有信托财产，受托人的活动和受益人的权利皆会失去依托；从信托的存续看，倘信托财产不再存在，信托关系即自动消灭。信托财产的范围极其广泛，凡是具有金钱价值的东西，都可以作为信托财产，但通常所说的人身权如

名誉权、姓名权、身份权等，因不具有财产价值，故不得作为信托财产。

信托目的是指通过信托的实施所欲达到的目的。此目的决定着信托财产的管理和分配，是信托不可或缺的要素之一。对于明示信托^①而言，委托人可以为各种各样的目的设立信托，但一般要求信托目的是合法的。对于默示信托^②而言，信托目的取决于法院的推定和拟制。概括起来，一般有三大类的信托目的：一是私益目的(私益信托)^③二是公益目的(公益信托)^④三是非以人类为受益对象的特殊目的(目的信托)^⑤。

信托设立的依据指信托设立的方式，主要有明示信托(Express Trust)、法定信托(Statutory Trust)和默示信托(Implied Trust)三类。明示信托指信托依委托人的意思表示而设立，其设立信托的意思可以通过契约、遗嘱或信托宣言(在宣言信托场合)加以表示。法定信托是依法律的直接规定或成立的信托。默示信托则是依法院的推定和拟制而设立的信托^⑥。

从信托的构造要素来看，信托是信托主体依据信托目的采取

① 定义见下文。

② 定义见下文。

③ 私益信托是为特定的他人或委托人自己的利益而设立的信托，一般都事先指定具体受益人，其受益人是固定的。

④ 公益信托是以公共利益为目的而设立的信托，其受益人多为社会公众中符合信托特定条件的人士或团体。为了推进公益事业，信托法视公益目的本身为受益人，并赋予信托主管机关以强制执行信托的请求权。

⑤ 又称不完全义务信托(Imperfect Obligation Trust)，这类信托没有受益人，信托财产被指定用于一些非公益的特殊目的，往往是非人类的生命形态，比如为饲养宠物而设立的信托。

⑥ 默示信托又包括回归信托(Resulting Trust)和拟制信托(Constructive Trust)。回归信托是依据对委托人意思的推定而成立的。当委托人意思不明确时，法院即推定信托财产为委托人利益而存在，受托人应将信托财产返还给委托人或归属于委托人的遗产(于委托人死亡时)。拟制信托实际上是法院为实现公平正义，援用信托法理所创立的一种纠正不公正财产关系的救济手段。

一定的信托设立方式设立的，形成以信托财产为核心的各信托主体之间的一种特殊的权利义务关系的法律行为。

三、信托的特征

信托制度自从在英国被创建以来，就以其独特的设计区别于其他的法律概念，如经纪、债权债务、代理等。概括地说，信托的特征主要体现在其法理设计上的独特性和现实生活中应用的灵活多样性上。法理的独特性又表现为其对信托财产、各方责任及信托的管理的规定上。

(一)信托财产的独特法律地位

1. 信托财产所有权的分割性

信托财产所有权的分割性是指将信托财产所有权的管理属性与利益属性相分离。所有权的管理及因管理所生的责任由受托人承担，而所有权的利益部分则由受益人享有。对受托人而言，一方面，他可以像真正的所有权人一样，管理和处分信托财产。第三方也都以受托人为信托财产的权利主体和法律行为的当事人，而与其从事各种交易行为。另一方面，受托人不能为自己的利益而使用信托财产，其处分权不包括从物质上毁坏信托财产的自由。相反，受托人必须妥善地管理和处分信托财产，并将信托财产的利益交给委托人指定的受益人，在一定时候将信托财产的本金也交给受益人。对受益人而言，其“受益权”（享有信托财产利益的权利）不同于债权请求权，它还包括受托人破产时，对信托财产的取回权，信托终止时信托财产的归属权，以及受托人违法处分信托财产时从第三人处追回信托财产的权利。这些权利具有一定的所有权属性。可见，信托财产的权利主体与利益主体是相分离的，但这种

分离又不是简单的相互割裂，受托人拥有的是具有一定限制的所有权，而受益人除了一般的收益权外，又具有一定的所有权。正是这种相互牵制的所有权与收益权的安排，一方面使得受托人拥有相当广泛的自主管理权，能充分发挥其专业理财才能，另一方面又在一定程度上协调了受托人与受益人之间的利益冲突。正是这种独特的设计，使得信托在现实生活中表现出强大的生命力。

2. 信托财产的独立性

信托财产的独立性是指信托一旦有效成立，信托财产即从委托人、受托人以及受益人的自有财产中分离出来，而成为仅服从于信托目的的独立运作的财产。对于委托人而言，委托人一旦将财产交付信托，就丧失其对信托财产的所有权，信托财产也就不再属于其自有财产。对于受托人而言，受托人虽然取得信托财产的所有权，但这仅仅是一种形式上的、名义上的所有权，其并不享有行使这一所有权所带来的利益。因此，信托财产在实质上也不属于受托人的自有财产。实际上，受托人在管理信托财产时，各国的信托法都要求其将信托财产与自有财产严格分离。对于受益人而言，受益人固然享有收益权，但这主要是一种信托利益的请求权，在信托存续期间，受益人并不享有信托财产的所有权。在信托终止了，受益人也可能因委托人在信托契约中将信托财产归属于自己或第三人而不能获得信托财产的所有权。因此，信托财产也不属于受益人的自有财产。

信托财产的独立性要求受托人在管理信托财产的过程中，必须将信托财产与自有财产加以区别。受托人处理信托事务所生的利益，除依信托规定应支付予受益人的以外，应归属于信托财产；所生损失，除非是由受托人失职所造成的，否则也应由信托财产本身承担。同时，信托财产的独立性使得委托人、受托人及受益人三者任何一方的债权人都无法主张以信托财产偿债。委托人既已将所有权让与受托人，其债权人自不能对不属于委托人的财产主张权利。受托人承受的无非是名义上的所有权而非实质上的所有

权，故其债权人也无法对信托财产主张权利。至于受益人的权利只是依照信托规定享受信托利益的权利，因此，其债权人至多只能代位受益人请求受托人依信托规定交出信托利益，而不能对信托财产本身作任何主张。正是由于信托财产具有这样的独立性，很多国家往往要求在设计信托时必须进行公示。但公示本身并不是信托成立的要件，只是用来对抗第三人。

3. 信托财产的同一体性

所谓信托财产的同一体性，是指信托财产的范围不仅限于委托人当初交付信托的财产，凡信托管理中所取得的一切财产均构成信托财产，须继续保持独立性。因信托管理所取得的财产一般包括两部分（一）原信托财产的收益（二）原信托财产的代位物，例如处分（出卖）信托财产取得的价金或其他财产；因信托财产灭失毁损而取得的赔偿金或保险金等等。可见，同一体性使信托财产基于信托目的而在内部结合为一个整体，不因其形态变化而丧失信托财产的性质，由此受托人就信托财产的收益和变化了的形态，应继续保持独立性并为受益人利益继续进行管理处分。

（二）有限责任

因信托财产的运作独立于信托的各方当事人，所以，信托各当事人对信托行为所负的责任，也仅以信托财产为限（过失行为除外）。同时，信托中的有限责任的含义是全面的，既体现在信托的内部关系中，也体现在信托的外部关系中。

1. 信托内部关系中的有限责任

信托一旦设立，委托人除在信托文件中保留了相应权限外，即退出信托关系之外，信托的内部关系仅表现为受托人和受益人间的权利义务关系。受托人负有依信托文件规定为受益人利益管理处分信托财产的义务。受益人则享有请求受托人忠实执行信托事