

# “散财童子”调查：股市灰色借贷链条隐现

证券时报记者 张宁

一家“散财童子”般的机构，因慷慨“送钱炒股”，近两年在市场上风生水起。

据证券时报记者调查，这家名为“王彩铁铺”的机构，表面上看是“散财”，实际上却能成为躲在股市借贷灰色链条上的绝对收益者，目前所能操控的资金将近5亿。

而这条灰色链条，因难以监管，容易成为老鼠仓的温床。据记者不完全统计，目前市场上类似的灰色链条至少超过15条，至少涉及4家信托公司、1家银行、多家券商，涉及的融资金额或达100亿。

## 散财童子

近一段时间以来，一家名为“王彩铁铺”的机构频繁在各股吧上发布广告，声称要海选操盘手。该机构打着“我出钱，你炒股，零投入、高分成”的响亮口号，称可管理高达5000万的筹码，可获15%的炒股利润分成。

据知情人士介绍，参与海选的方式十分简单，满足有三年以上证券交易经验条件即可，并无其他如学历、年龄、从业经历、个人资产等硬性要求。

根据“王彩铁铺”规定的流程，参与者需要在网上填写相应资料，事后该公司将通过即时通讯工具进行事先沟通，通过其内部审核后，再签订合作协议。之后将进行为期一周的操作规则测试，等参与者熟悉规则后，就可以登录一个由该公司提供的“恒生委托资产管理客户端软件”，该软件与市面上的炒股软件基本类似，输入账号和密码后，就可负责操作该公司的账户资金。

“王彩铁铺”表示，整个流程下来，参与者在20天左右就能拿到管理的筹码。

刚开始时每个参与者的筹码都为2万元。该公司对每个参与者都施行绩效考核评级制度，在1级至21级的时候，每赚6%，筹码增加到原有的1.4倍。在22级至26级的时候，每赚12%，筹码增加到原有的1.4倍。每亏4%降两级，筹码减半。该公司承诺，最高级别的参与者将能管理高达5120万的资金。

事实有那么美好吗？确实有参与者拿到钱了！据知情人士透露，若证券账户有盈余，15%的分成将每两个月支付一次，逢单月25日支付。

这就像一个真实版的网络游戏。所有的流程都在网上完成，参与者与“王彩铁铺”的工作人员甚至从未见过面，连网络视频交流都不需要。双方的网络沟通也只是交流参与者对行情的把握及炒股的逻辑。但仔细分析就可发现，在此过程中主导这个游戏的“王彩铁铺”将付出不少真金白银，诸如承担参与者的亏损、支付盈利者的分成。

那么设计、导演了这场“送钱”游戏的公司究竟图的是什么？假设“王彩铁铺”的目的是想获得参与者盈利账户中剩下的85%分成，可是“王彩铁铺”采取的是非专业选手（或散户）中海选的方式，而且审核条件却如此宽松，从概率上说，“王彩铁铺”全面亏损的可能性要高于盈利的可能性。据证券之星网站进行的网络调查结果显示，60%的散户上半年出现不同程度的亏损，其中，25%

的散户亏损幅度超过三成。更让人困惑的是，在近一段时间单边下跌的市场中，“王彩铁铺”为何仍乐此不疲。

另一假设是，该公司的目的是要精选出一流操盘手。但计算其付出的代价与成功的概率，还不如直接去聘请市场上久经考验的高手，或者是设定较高的选拔门槛，也好过漫天撒网。

## 灰色的盈利迷宫

“王彩铁铺”的海选只是一种打知名度手段，想让外界意识到其资金实力。但实际上，零投入的海选参与者所使用的资金都是来源于一款结构化证券信托产品。目的是以此吸引更多的持币者加入到该款结构化证券信托产品中。“王彩铁铺”实际上一直充当着该款证券信托产品（即阳光私募产品）投资顾问的角色。”据知情人士介绍。

据记者进一步调查，上述信托产品被业内称为伞型结构化证券信托产品，是2010年才推出的创新品种。该产品在一个主信托证券账户下，通过分组交易系统设置若干个独立子信托单元。信托公司通过其信息技术和风控平台，对每个子信托单元进行管理和监控。

每个子信托单元就类似一个小型结构化信托，产品受益人分为次级受益人和优先受益人。次级受益人可以按照1:1或1:2的比例从优先受益人处按一定固定利率（一般为8%）融得资金，某种意义上说，该子信托内部已形成了一根借贷链条。

虽然共用一个信托账号，但每个子信托单元都类似一个完全独立的结构化信托。次级受益人通过信托公司提供的软件系统——如“王彩铁铺”所使用的“恒生委托资产管理客户端软件”，单独进行股票投资操作和清算。各种股票买卖指令申请，也将通过该软件即时汇总到信托公司，并由信托公司完成最终的交易下单。

上述交易的完成，涉及到多类金融机构。其中，信托公司进行信托产品设计，包装伞型结构化证券信托，进行信托日常管理（包括估值、交易监控），不参与次级受益人的投资决策；证券公司进行信托次级受益人的销售，负责信托证券经纪服务；银行提供托管服务和优先受益人资金。此外，记者从某银行内部获得的一款产品介绍材料中明确指出：出于合规考虑，信托计划可以引入投资顾问公司，该公司可拥有签署授权次级受益人作为交易指令权人的权力。”

而“王彩铁铺”充当的就是上述投资顾问的角色，海选中入选的参与者就是次级受益人，该公司用于海选的资金，则来源于上述子信托单元。以参与者刚开始获得的2万元筹码计算，按最低1:1的比例获得配资，“王彩铁铺”只需要为参与者垫付1万资金，就可以同时从合作银行那边获得另外1万的配资。

然而，按照结构化证券产品的游戏规则，一旦次级受益人亏损，“王彩铁铺”就会蒙受损失。那么，这部分损失又如何弥补？据记者从销售该产品的银行处获悉，投资顾问可以收取一定费用，一般可以向每个信托子单元收取5万元。”换言之之，“王彩铁铺”只需再额外增加可“收费”的信托子单元，就有可能弥补

“这条灰色链条，因难以监管，容易成为老鼠仓的温床。据不完全统计，目前市场上类似的灰色链条至少超过15条，至少涉及4家信托公司、1家银行、多家券商，涉及的融资金额或达100亿。”

## 伞型结构化信托交易流程



吴比较/制图

“不收费”子单元中的损失。

此外，记者从信托公司处了解到，按照相关法规，在结构化信托产品中，只要新加入的次级受益人出资额超过300万，该信托产品就可以不限制新加入的次级受益人的数量。因此，理论上说，上述产品中的信托子单元数量可以无限扩大。而据知情人士介绍，目前“王彩铁铺”至少有50人的团队在推广一个有资金门槛要求的“基金会财富VIP圈”，不排除该公司会在其中兜售“收费”的子单元。

## 合规与否争议颇大

据中信信托有关人士介绍，伞形结构化证券信托产品创新的初衷是解决信托证券账户开户难题。

2009年，中登公司叫停信托证券账户开户，当时阳光私募正处大发展时期。2010年，全国新发行的阳光私募产品就超过200多只，2011年前三季度发行的新产品为188只，两年的总发行量就已经超过此前数年（2004年-2009年）总和。这使信托公司存量的信托证券账号急剧减少。

伞型结构化证券信托也就应运而生。这类产品最重要的特点是信托子单元可无限扩大，却只需要占用一个证券账号，由此可以大量引入有意融资炒股的投资者。

该产品刚一上市就获得热销，即使在目前股市系统性风险较高的情况下，仍供不应求。据记者近日以机构名义向某运营该类产品的南方一家信托公司咨询合作事宜。该信托公司

负责人对记者明确表示，要发新产品，相关合作银行和券商至少要承诺保证10亿的销售总规模。而在目前普通的证券信托（阳光私募产品）中，信托公司却要反过来乞求银行和券商等渠道，在当前行情中能发到1亿规模已经是不错的成绩。

据记者获悉，自2010年以来，至少已经发行了15只伞型结构化产品，涉及至少4家信托公司、1家银行和多家券商，融资金额将近100亿。此外，近期拟发行伞型结构化产品的信托公司还有4家-5家。

但该类产品入市后关于是否合规的争议一直不断。不少信托公司如中融信托、百瑞信托等公司负责人都表示对该类产品持谨慎态度。

上述争议中，首当其冲是次级受益人的角色定位问题。按照前文所述，这些次级受益人在投入资金后，实际上实施了操盘行为，其角色按理说相当于投资顾问——即俗称的阳光私募管理人。

但根据2009年下发的《信托公司证券投资信托业务操作指引》，这类投资顾问明显是不合规的。按照该《指引》，证券信托可以不设投资顾问，但要引入投资顾问就应当是依法设立的公司或合伙企业，且没有重大违法违规记录。必须有合格的证券投资管理和研究团队，团队主要成员通过证券从业资格，从业经验不少于3年，且在业内具有良好的声誉，无不良从业记录，并有可追溯的证券投资业绩证明。而且该公司的实收资本金不低于1000万元。”

而伞型结构化信托产品中的次级受

益人多为自然人，且自有资金也远低于1000万。目前参与机构为了规避这一问题，各出奇招：一是将次级受益人的自有投入资金要求设定在1000万以上；另一种则是引入一家机构作为投资顾问来瞒天过海，让该机构可以签署授权次级受益人作为交易指令权人，这即是“王彩铁铺”所充当的角色。

但记者采访的多位信托人士认为，该类产品的运作原理，将出现相关监管部门难以监测到的一个灰色地带，容易成为内幕交易、老鼠仓滋生的温床。

根据该产品交易流程，信托子单元是在“证券系统之外的系统”进行操作。交易指令先是汇总到由各利益方指定的投资顾问机构，然后由投资顾问提出投资建议发给信托公司，信托公司再按照投资建议下达指令到券商进行股票买卖。

在此过程中，除了投资顾问和信托公司，外界是无法获知信托子单元的操作行为。这无疑会对相关监管部门日常监测形成障碍。

此外，投资顾问和信托公司目前是没有义务和动力去核查次级受益人真实身份。据知情人士介绍，在“王彩铁铺”上述海选中，他因所管理的资金严重缩水而被淘汰出局后，又凭借虚假身份材料成功通过网络审核第二次参与其中。

那么，如果一个公募基金经理或上市公司高管用自有资金买入该类证券信托产品，成为次级受益人，那么他应该被定性为信托产品投资者还是股票操盘手？这无疑值得有关部门注意的问题。

## 相关新闻 | Relative News |

### 机构争分蛋糕

在各家参与机构看来，伞型结构化信托是可以实现信托公司、券商和银行三方共赢的模式。记者采访中获悉，参与各方可获得极为丰厚的收入。

以10亿的产品规模计算，信托公司收取产品规模1.5%的信托报酬，每单产品每年至少可收1500万。

银行方面，将获得托管费收入、优先级产品（优先受益人部分）的销售收入。此外，因次级受益人的资金多为券商、投资顾问在发行银行体系外寻找，因此银行还将获得次级受益人贡献的存款。

“对于有的券商而言，此类伞型结构化信托产品的融资功能强大，能与融资融券形成互补。因此对于维护券商自有高端客户，提供更灵活的投融资服务能有显著帮助。”

而在证券公司方面，营业部的交易量和资产量将会翻倍，有助提升市场占有率；其次可获得较为可观的佣金收入，据悉目前向该类产品收取的交易佣金率一般为0.6%，部分券商设置了更高的佣金率。据记者从某参与其中的券商处了解到，由于次级受益人中有不少自然人，因此相关产品的换手率也远高于其他普通证券信托产品。此外，据上述券商介绍，该产品的融资功能强大，能与融资融券形成互补，因此对于维护券商自有高端客户，提供更灵活的投融资服务能有显著帮助。

此外，在这三类直接的收益机构以外，投资顾问是个特殊的角色。记者从上海某银行投资和托管业务部人士处获悉，在结构化信托中，投资顾问为次级受益人，在信托产品盈利之前，一般是没有收益的。但在该类产品中，出于合规考虑，有可能信托计划设定一个投顾。投顾可以收取费用，一般为向每个信托单元收取5万元。”如果每个信托单元参与的次级受益人投入资金不低于300万，按照相关规定，信托产品规模理论上可以无限扩大，而信托单元的数量也可以无限增加。

张宁

# 券商支招：子信托还可做民间放贷

证券时报记者 张宁

接受记者采访时，多位运营伞型结构化信托产品的机构人士认为，该类型产品极具市场前景。尤其在目前二级市场再次探底的情况下，该类产品的优势，成为不少投资者融资抄底的利器。

上海某券商机构业务部人士表示，相对普通证券结构化产品，该产品次级投资者的门槛低，资金量达到300万元即可。而且自然人就可以成为次级投资者，并不需要注

册成立投资顾问公司，这也省去了不少税收支出。

“伞型结构化信托产品融资成本低于目前市场上其他不少融资工具，同时不对次级受益人身份进行严格管控的情况下，有券商甚至提出了一种让次级受益人通过民间放贷的方式坐地收钱的方法。”

其次，相对于同样提供资金杠杆的融资融券，伞型结构化信托产品融资总成本低，年化利率约为10%左

右；所提供的融资杠杆高，最高可达1:2，高于融资融券的1:1.67；投资范围较广，可以由次级受益人与信托公司商定，而融资融券只能投资限定的标的券。对于投资者，融资融券开户

还需要提供18个月交易记录，而伞型结构化产品只需要次级受益人提供资金证明。

此外，伞型结构化产品持仓比例设置十分灵活，即单个信托单元的所有资金需要投资两只股票以上。事实上，记者从相关信托公司获悉，这种持仓比例的限制十分宽泛，完全可以做到集中持股。但在运行过程中，信托公司有权对规则进行相应调整，如当信托计划持有单个个股达到总规模的20%时，子信托单元不得再买入这只股票。

值得注意的是，因伞型结构化产品

融资成本低于目前市场上不少融资工具，同时不对次级受益人身份进行严格管控的情况下，有的参与券商甚至提出了一种让次级受益人坐地收钱的方法。譬如，在融资成本为10%的情况下，次级受益人完全可以将子信托的资金用于民间放贷。假设子信托规模为3000万，其中优先受益人资金2000万，次级受益人资金1000万。那么次级受益人可以收取民间放贷利息100万保证金以确保证金安全，然后用于对外放贷。以民间融资月息2%的水平计算，次级受益人可获得的年收益为：2%\*12\*3000-10%\*2000=520万。