

PDF-TN2016021

## 中诚信托诚至金开 1 号信托案例<sup>1</sup>

### 案例使用说明

#### 一、教学目的与用途

适用课程：信托与租赁、投资学、金融学、金融中介学

适用对象：用于金融学、证券投资学专业硕士相关课程

教学目的：本案例主要描述了中诚信托 1 号 30 亿兑付风波的始末，涉及到的知识点包括：矿产资源信托的特点、尽职调查的重要性、信托交易结构设计和风险控制、信托投资的风险揭示。

#### 二、启发思考题

- 1、通过本案例，你如何看待信托项目尽职调查的地位和作用？
- 2、民间借贷具有隐蔽性的特点，会干扰项目尽职调查的真实性，如果你作为一名信托从业人员，应当如何完善尽职调查工作，才能避免类似“诚至金开 1 号”尽职调查不力的悲剧？
- 3、本案例中的信托交易结构是怎么样的？请作图来反映本案例中各方的权力义务关系
- 4、能源矿产资源信托具有什么特点？如果你作为一名信托投资者的投资者，应当如何把握能源矿产资源信托的投资要点。
- 5、信托公司为什么愿意坚持“刚性兑付”？“刚性兑付”的弊端是什么？

---

<sup>1</sup> 本案例由中央财经大学金融学院黄瑜琴、边雯晖、郭少杰撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。本案例所涉及为信托公司真实事件，案例主要根据中诚信托公告等公开资料整理而成。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

### 三、分析思路

1、以诚至金开 1 号产品设立、发行、存续过程中相继出现的“融资方涉民间金融”、“矿权未明确”等不利情况带来的影响为例，从反面出发，思考“如果中诚信托如果能够做好项目设立前的尽值调查工作，就能够果断放弃对问题融资方的融资项目，杜绝风险于未然”，进而从中体会尽值调查所具有的作用和地位。

2、以案例中振富能源集团实际控制人王氏父子涉及民间借贷的具体情况为例，分析民间借贷信息的隐蔽性原因所在，并结合自身所学的相关知识，进行开放式思考，多角度考虑解决这一问题的有效方法。

3、运用所学的信托与租赁基础知识，结合本案例中诚至金开 1 号的具体设计方案，通过绘制交易结构图，厘清交易各方的权利义务关系。

4、结合本案中振富能源集团是一家煤炭矿产综合企业，运用基本面分析和信托投资等基础知识，通过行业、具体矿产价值和权益、相关法律法规等因素，把握能源矿产资源信托所具有的特点，总结能源矿产资源信托投资时应当注意的投资要点。

5、从信托行业发展的水平、在金融业中所处的地位以及我国投资者的投资心理出发，分析信托公司坚持这一策略的原因；再结合所学的金融市场学知识，进行合理的因果推演，思考如果信托公司长期坚持这一策略，对于自身的生存、行业的发展以及投资者和金融市场的健康成长是否有利。

### 四、理论依据与分析

#### 1、理论依据：

信托项目立项过程、尽职调查对于投资的意义；

信托公司的内部控制与风险管理理论；

信托交易结构理论；

能源矿产资源信托特点；

## 2、具体分析：

### 2.1、尽职调查的基本内容与重要性

回顾整个案例、尽职调查不力是中诚信托犯下的最大的一个错误，尽职调查的缺位带来了“一步走错、满盘皆输”的恶劣影响。相反，如果能够切实做好尽职调查工作，那么信托公司根据投资收益和实际风险的衡量，能够做出合理的价值判断，对于存在严重的财务风险、法律风险的交易对手，信托公司可以尽量回避，从而避免遭受损失。

尽职调查又称为审慎性调查，是指投融资双方达成初步合作意向后，经过双方的协商和妥协，由投资方派出专职调查人员，对意向投资企业的历史文档、财务和经营数据、意向投资企业的治理结构和实际控制人或高层管理人员的背景、经验以及个人财务状况进行全面深入的调查和审核，以便投资方进行风险识别。特别的，对于信托项目投资，尽职调查还应当包括对于整个项目运营的信用风险、操作风险、法律风险的合理评估、对于信托报酬的测算等。

一般而言，信托公司的资金信托业务分为项目立项、立项审批、项目成立、产品推介、存续期管理和清算管理六大环节，尽职调查属于立项审批阶段的重要步骤。投融资双方信息的不对称导致了投资方处于自身风险敞口未知的不利地位，这形成了投资方进行尽职调查的必要性。尽职调查所提供的风险识别与可行性分析结果是进行项目投资决策的基础。信托公司开展的尽职调查

首先，通过尽职调查，信托公司可以发现项目实际的内在价值。投融资双方由于自身的利益取向不同，对于项目真实内在价值的估计往往有所不同，在这种情况下，信托公司应当对项目价值应当有自己的判断。在实际情况中，项目融资方高估自身内在价值的情况并不少见，以本案为例，振富提出的以“四处矿产和一处洗煤厂”作为项目的主要还款来源，显然是以最高水平的煤炭价格、以及矿藏储量的最大可能值进行预测，缺乏合理的行业周期预测和科学的矿藏储量评估，根本不符合审慎性原则。

其次，尽职调查可以找出潜在的致命缺陷及其对预期投资存在的可能影响。从这个角度看，尽职调查是风险管理的基础。以本案为例，尽职调查的缺位导致项目的一系列重大缺项未能被发现。

再次，尽职调查可以为投资方案和交易结构设计做准备。只有在尽职调查做出准确的风险和价值判断的基础上，信托公司才能根据实际的风险状况选择相应的交易结构和风险控制措施。

## 2.2、如何识别民间借贷和完善尽职调查工作

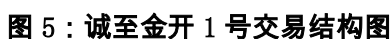
隐藏的民间借贷风险对信托项目具有破坏性影响，因为其会使信托公司对项目融资方的财务状况评定出现巨大偏差，同时带来项目资产被重复抵押或质押的问题，还会严重扰乱项目的现金流预测，甚至危及信托本金的安全。通过本案的分析，可以看到，“王氏父子涉民间借贷”这一信息严重打乱了中诚信托的项目安排和现金流预测，振富集团的相关核心资产在王氏父子多轮对外融资的过程中，被多次进行了抵押和质押，而根据经济法的相关规定，抵押权和职权未经登记时，不得对抗善意第三人。同时，信托本金中亦有一部分被用于偿还巨额的民间借贷债务。

鉴于民间借贷的隐蔽性，对其的发现和识别，应当通过多种渠道和方法相互结合来实现。

首先，最基本的方法是分析企业财务报表和征信报告。如果民间信贷信息被企业以账户处理的方式体现在其资产负债表中，那么，可以通过关注某些重点科目来发现，如在权益项目中一般存在数额较大的资本公积；或者企业在将民间借贷以回购协议的方式计入预收账款之中；特别的，对于实际控制权非常集中的有限责任公司，应当注意财务报表中其与股东的账户往来和关联交易。此外通过查询人民银行社会征信系统(PBOC)，可以得到企业和实际控制人的征信报告，征信报告保存了法人和自然人在银行等其他金融系统中信用状况的原始记录，包含有贷款信用调查、融资信用调查、合资合作信用调查、贸易伙伴信用调查以及个体失信信息的公示，可以提供项目融资方的基本信用信息。

其次，考虑民间借贷的具体信息一般不进入财务报表（尤其是当投资于企业的资金是股东自己通过民间借贷取得时），也无法在社会征信报告中体现，因此，就必须采取实地调查和交叉验证来考量。实地调查要求尽职调查人员关注当地的信用状况和金融环境，注重从第三方处掌握交易对手特别其主要的管理人员或者控制人员的基本信息。这是因为民间借贷具有区域集中性的特点，通过分析被投资企业所处地区的金融环境，可以对判定其财务状况起辅助作用。同时，由于被

2009 年，我国收缩银根、银行金融机构信贷规模受到限制以来，银信合作产品成为商业银行摆脱信贷控制、扩张资产负债表的主要手段，融资类银信产品得到爆炸式增长。诚至金开 1 号产品属于银信合作产生的理财产品，其交易结构采用内涵式结构，以股权方式进入。具体结构如下，银信合作理财产品有利于银信双方实现共赢，但是由于目前银行业和信托行业所处的地位不同，使得这一类产品在设计过程中，出现了“银强信弱”的问题，银信双方的风险和收益出现了不对等的状况。



以本案为例，工商银行作为项目的实际主导方，向中诚信推荐了本行的贷款客户——山西振富能源集团公司，中诚信托为工商银行开辟类通道业务，设计发行诚至金开 1 号产品，再由工商银行向其私人理财客户推销。但是从信托交易结构可以看出，中诚信托被置于主导方的位置，承担项目管理的主要风险，收益费率仅为 2%。而工商银行仅作为托管行和代理发售行，收益率费率达到 4%，远远高于中诚信托。同时，一旦发生兑付问题，主要责任则落在了中诚信托公司身上，这种风险和收益不相匹配的交易结构，客观上削弱了信托公司加强项目监管的积极性，剥夺了信托公司的主动权，这也是目前银信合作存在的一大问题。

## 2.4 能源矿产资源信托的特点与投资要点

矿产资源投资信托，是指信托资金的用途是为煤炭、石油等能源类企业提供并购资金、流动资金以及项目资金的信托计划。这类信托的主要还款来源是矿产销售带来的现金流。因此矿产资源的价值是影响项目成败的关键。资源储量、煤种、成品煤的交易方式与运输方式是影响矿产储量的重要因素，投资则在选择投资时应当关注是否有此类信息如果投资推介中没有此类信息的详细介绍，则投资者不应冒险投资。以本案例为例，在项目计划书中，中诚信托对煤种有所介绍，但是在煤炭储量的预估上，没有采用公允的科学估值，而取信融资方提供的数据，对成品煤的交易和运输方式进行介绍，对于这种信息披露并不是十分充分的能源矿产资源类信托，投资者应当充分了解详细信息后，审慎做出投资决策。通过对本案例的分析，还可以看出，能源矿产资源信托具有以下的特点：首先是市场风险和经营风险，矿产资源投资信托的还款来源主要是标的矿企或标的矿藏的经营收入和特定资产收益，这就决定矿产资源的市价将很大程度地影响还款来源的可靠性。此外矿企属于高风险作业行业，一旦发生事故，监管当局会要求暂停作业进行安全整改，有的甚至要求停止矿山勘查、开发，对矿企的打击是致命的。其次是法律风险。我国法律规定矿产资源属于国家所有。矿业权（包括探矿权、采矿权）的转让市场长，流程复杂。在实务过程中，对标的矿企、矿山的矿业权及相关审批手续是否合法存在一定不确定性。

最后是项目估值风险。矿产资源属于地下资源，且随着开采不可再生地消耗，因此对计划中涉及的矿产资源价值评估就存在很大的主观性，能否准确评估资源

价值的风险很高。

## 2.5 刚性兑付存在的原因与弊端

“买者自负盈亏、自担风险”是任何金融主体都应当遵守的法则，但长久以来，我国信托行业却一直保持着“刚性兑付”的传统，所谓刚性兑付，是指信托产品到期后，不论产品的实际表现如何，信托公司都会通过各种手段保障投资者的本金和利息收益。就诚至金开 1 号案例而言，尽管是以第三方接盘的方式终结，但理性的思考可以发现，谁会以巨额资金购买基本没有投资价值的振富集团的资产？背后很可能是不愿触动“刚性兑付”魔咒的中诚及其利益相关人。

“刚兑”的弊端是十分明显的，首先，刚性兑付意味着当项目亏损时，信托公司很可能要以自有资金弥补损失，因此，信托公司客观上有打破刚兑的心理意愿；从投资者的角度考虑，长期在资金完全保障条件下进行投资活动，扭曲了风险和收益的配比关系，使得投资者逐渐形成了心理惯性，即政府或者公司必须为其投资失败兜底，这让投资者在采取群体性维权行动时充满了正义感，殊不知自己的行为并不能得到信托法律的支持；再从整个市场的角度看，长期坚持不计成本的兑付，忽视对于项目的筛选和尽职调查，很可能导致大量不稳定性因素的积聚，最终引发系统性风险。

相比而言，信托行业坚持刚性兑付的原因是复杂的，从信托公司自身角度看，保持兑付有利于维护公司的形象和客户资源；而尽管高额的兑付费用了形成了信托公司打破刚兑的动力，但在整体行业中，先打破刚兑者将遭受巨大损失，因此整个行业在博弈均衡中陷入囚徒困境。

再从监管层的角度看，市场的不良波动和相应的群体事件是其不愿意看到的，因此，监管层愿意以刚兑为代价维持稳定。

## 五、背景信息

本文所涉及的中诚信托诚至金开 1 号信托事件所相关的所有公开信息都可以在中诚信托公司官方网站的公开栏进行查阅，本文附件处亦提供相关网址；本文附件亦提供关于此项目的所有公开新闻网站链接地址；以上材料以及读者从其他渠道获取的相关信息均可作为本案例的背景。

## 六、关键点

对尽职调查的理解和掌握、对信托交易结构和银信合作现状的了解、对能源矿产资源信托的认识

## 七、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。整个案例课的课堂时间控制在 90 分钟以内。

1. 课前：在课堂上讨论本案例前，应该要求学生至少读一遍案例全文，并对案例启发思考题目进行初步思考。

2. 课中：

案例回顾与课堂前言：5-10 分钟

小组讨论：20 分钟，准备发言大纲。可将学生分为 4 个小组，按启发思考题目分别进行讨论和准备发言。

小组发言：30 分钟，每组 5-6 分钟。

引导全班进一步讨论，尤其是各个小组之间进行讨论，对知识梳理总结：20 分钟

总结与答疑：5-10 分钟。

3. 课后：可以布置互动式课堂作业

将学生分为若干团队，分别给予某一特定信托项目计划，每团队再分为代表尽职调查、风险控制和推介部门的小组，由尽职调查小组对项目进行全面调查，并出具基础性综合报告，由风险控制小组评估项目的具体风险和应对措施，由推介小组发掘项目的内在价值并进行说明。

最后，整合团队的成果形成一份课堂作业，该作业应当对项目是否值得推行和具体推行措施做出回答。

（案例使用说明部分字数：5309）