

信息不对称和信托产品交易机制设计

Asymmetric Information & Trust Products Trading Mechanism

黄晓清/HUANG Xiao-qing, 司春林/SI Chun-lin

复旦大学管理学院, 上海 200433

School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China

[摘要] 用信息经济学的相关理论揭示了导致我国现阶段信托产品出现流通困境的根本原因; 分析了建立信托产品交易平台需要思考和解决的问题; 指出实践中信托公司不论是利用网络信息交易平台还是建立做市商机制都缺少防范合谋的机制, 无法有效地解决信托产品交易中的信息不对称问题。通过对具有相同交易者类型的产权交易所进行的完善机制设计, 能够降低信托产品交易中存在的信息不对称, 是信托产品交易的适应性选择。

[关键词] 信托产品流通; 信息不对称; 交易机制设计

[中图分类号] F014.31, F270.7

[文献标识码] A

[文章编号] 1000-7857(2006)04-0080-03

Abstract: We disclosed the factor which brought trust products trading problems to be more rock-ribbed. By reviewing two trading mechanisms developed by trust companies, we indicated that neither of them could deal with asymmetric information which would cause "adverse selection" and "moral hazard" in trust products trading. Based on the above analysis, we suggested a new way to solve the problem.

Key Words: trust product trading; asymmetric information; trading scheme

CLC Numbers: F014.31, F270.7

Document Code: A

Article ID: 1000-7857(2006)04-0080-03

1 引言

信托产品是信托投资公司按照《信托法》、《信托投资公司管理办法》、《信托投资公司资金信托业务管理暂行办法》等法律法规规定的标准设计并以信托文件的形式推出的金融产品。我们把信托产品的发行(销售)称为信托产品的一级市场; 将信托产品的转让(交易)称为信托产品的交易市场; 两者统称为流通市场。信托产品目前没有一个统一、规范的流通市场。对于信托产品的交易, 信托公司仅提供了一种现行法律架构下的可行性操作方案, 即在信托文件中约定信托财产的受益人可以依法转让其享有的信托受益权, 并承诺协助办理相关手续; 在交易方式上, 大多选择了由信托产品转让方(即信托财产的受益人)自行寻找受让者以转让信托合同的形式实现交易^[6]。

受制于现行法律法规的约束, 虽然自我国第一个规范的集合资金信托产品推出以来, 信托公司就一直在信托产品交易方面进行积极探索, 但迄今未能有效地解决流通问题^[9]。关于信托产品流通问题的讨论一直是信托界最为热门的话题之一, 学术界也发表过相关的研究文章, 但大多侧重于寻找信托产品交易途径的方法论, 没有深层次探究和关注信托产品的契约不完全问题和流通中的信息不对称问题。

2 信息不对称和建立信托产品交易平台的迫切性

信托产品是典型的契约性质的金融产品, 目前信托产品的契约内容仅仅是框架性质的约定, 信托合同具有不完全性(那些未写入契约的内容被称为“剩余控制权”)。信托产品又属私募性质,

只能进行有限的信息披露。当信托产品进入交易过程, 这种不完全性会加剧一系列的信息不对称: 信托公司(因作为受托人管理运用信托财产而拥有信息优势)和信托产品的投资者(信托财产的委托人)及受益人(信托财产受益权的享有者)之间的信息不对称; 信托产品的出让者(因享有信托公司的定向信息披露而拥有信息优势)与信托产品的受让者(信托产品交易阶段的潜在投资人)之间的信息不对称; 信托公司与信托产品的交易平台之间的信息不对称。这些信息不对称一方面“激励”信托产品交易者倾向于作出风险较大的决策, 导致逆向选择^[1]; 另一方面由于契约不完全的一个重要原因是交易中的机会主义行为, 在信托产品交易中信托公司和信托产品出让者有获得“准租金”的动机。如果没有一个能够提供有效的激励机制和信号传递机制的交易市场, 无论是信托公司还是信托产品出让者都容易发生寻租行为, 触发道德风险^[2]。实践中, 信托公司又错误地将现行法律框架下应定位于私募性质的目标客户(富裕阶层和机构投资者)异化为公募性质的普通公众, 从而加剧了信托产品流通中的信息不对称, 导致信托产品流通问题更加突出, 其直接后果是导致信托产品创新出现异化, 即定位为长期理财工具的信托产品, 其中 90% 期限集中在 1~3 年^[3], 当信托公司认识到背离监管层的原始定位会危及自身生存的时候, 流通问题就更显尖锐。

信托公司第五次整顿后开展真正意义上的信托业务尚处于起步阶段, 作为以信托财产管理费用为主营业务收入的金融机构, 信托财产规模是信托公司的生存基础, 目前的扩张是其生存需要。一方面信托产品交易市场的发展对信托产品的发行有极大

收稿日期: 2005-05-20

基金项目: 国家自然科学基金项目(70441019), 国家社会科学基金项目(05BJY005)

作者简介: 黄晓清, 女, 上海邯郸路 220 号复旦大学管理学院, 博士生, 研究方向为技术创新、技术管理和风险投资;

E-mail: xiaoqinghuang@yahoo.com

司春林(通讯作者), 男, 复旦大学管理学院, 教授, 研究方向为技术创新、创业投资; E-mail: clsi@fudan.edu.cn

第 24 卷 2006 年第 04 期 (总第 214 期) 81

计划资金 20% 的固有财产 (资金), 用于受让持有在 6 个月以上 (含 6 个月) 信托产品的信托受益权^[4]。事实上, “中诚信托” 这样的制度安排只搭起了信托公司与信托产品出让方之间的单向交易平台, 在许多方面与真正的做市商制度相去甚远。

做市商制度是一种证券交易制度。由一个或多个具备一定实力和信誉的证券经营法人 (金融中介) 充当做市商, 他们不断地向投资者报出特定证券的买卖价格——买入报价和卖出报价, 并在该价格上接受投资者的买卖要求, 以其自有资金和证券与投资者进行交易。一方面通过他们的不断买卖来满足投资者的投资需求, 维持市场流动性; 另一方面通过买卖报价的适当差额来补偿提供做市服务所发生的成本 (即做市成本), 实现一定的利润。Jack Treynor 于 1971 年首次尝试用信息成本解释市场价差。他认为, 信息成本是影响做市商定价行为的最主要因素, 严格信息披露制度以降低信息成本是做市商制度规避逆向选择和道德风险的首要内容。如果由信托公司自身担当做市商, 同时既是信托财产的受托人, 又是影响信托产品定价的信托财产运行状况的信息提供者, 就会引发如下问题: 一方面因为信托公司和信托产品交易者之间的信息不对称依然存在, 逆向选择不可避免; 另一方面如果没有相应的做市商交易监督机制, 信托公司为了支付做市成本, 本身具有赢利诉求, 就容易引发道德风险。

做市商制度与欧美证券市场的演变历史密切相关。任何一个市场引入做市商制度不仅需要在技术上重建交易体系和运作流程, 更需要对经纪、自营和做市活动的利益冲突以及信息披露等进行规范。如果信托产品选择信托公司自身做为交易平台 (自任做市商), 需要对市场制度进行整体构建。这将是一项长期的工作。

4 信托产品交易机制适应性解决方案

中国资本市场目前合法的、私募客户定位的交易平台提供者是众多的产权交易所。从市场参与者角度看, 机构投资者和富裕阶层构成较高的产权交易所是信托产品最合适的市场选择。从交易平台的交易特征看: ① 信托产品的交易标的——“信托受益权”是财产权属产权交易所的业务范围; ② 信托产品的转让方式——“以转让信托合同的方式完成交易”与产权交易所的成交方式接近; ③ 信托产品的交易单位——“非标准化, 参与交易的金额大小不一”与产权交易类似。同时, 产权交易所是有形、合法、运行多年、具有一定流动性的交易平台; 有一定的市场准入条件; 信托产品作为其中的一个交易品种, 能够以较低成本享有现存的信号传递机制。基于上述分析, 我们认为产权交易所是信托产品交易平台的适应性选择方案。

机制设计的关键在于能否解决信息不对称带来的激励问题、是否考虑了机制的复杂性问题以及机制的稳健性问题。作为信托

产品的交易平台, 产权交易市场在交易机制设计上仍存在有待完善之处, 即需要对现存的激励机制、声誉机制和信号传递机制进行进一步完善, 其中最为关键的一点在于建立信托公司和产权交易市场的联合监管机制, 产权交易所要接受信托公司的监管机构——银监会的监管。

本文给出了一套模拟的产权交易市场信息传递框架, 见图 3。这种机制设计具有以下优点。① 降低了信托公司与信托产品持有人之间的信息不对称。根据信托公司与信托产品持有人 (信托产品出让者) 所签署的信托文件, 信托公司有义务向信托产品持有人披露信托财产的运行信息; 同时, 根据产权交易所的市场规则和规范化要求, 信托公司有义务向产权交易所提供信托财产运行信息, 产权交易所所有义务将监管信息和信托公司提供的信息向信托产品的交易者披露。信托产品出让方通过对两种信息来源进行核实, 从而降低自己与信托公司之间的信息不对称。② 信托产品的受让者因享有相同的信息披露权, 从而降低了自身与信托产品出让者之间的信息不对称。③ 产权交易所向银监局申报信托公司提供的信托产品披露信息和成交信息, 接受银监局对自己信息披露方面的监督和审核, 从而降低自身与信托公司之间的信息不对称。④ 产权交易所将交易信息呈报银监局, 从而防范信托公司与产权交易所的合谋。上述机制设计考虑了机制的复杂性, 能够有效地解决信托产品交易中存在的各种信息不对称及信息不对称带来的激励问题, 因而能够有效地破解信托产品的流通困境。

5 结论

中国信托市场 1 000 亿以上的信托产品存量使信托产品流通机制问题越来越突出。本文分析了建立信托产品流通机制需要思考和解决的问题, 认为: 通过对产权交易所完善机制的设计, 能够降低信托产品交易中的信息不对称, 从而建立起信托产品适应性交易平台。中国的产权交易市场有着十几年的发展历程, 近年因被定位为国有经济战略性调整和国企改革的重要条件与通道而深受国家重视, 针对产权交易市场存在的问题, 政府也已经开始着手加快企业国有产权交易监管的制度建设。我们有理由相信: 在新的政策定位下, 产权交易市场有望获得资本市场应有的地位和待遇, 并能够获得良好发展; 信托产品选择这样的交易平台具有一定的稳定性和发展空间。当然, 产权交易市场制度变迁的实际运行效果还存在着一定的不确定性, 产权交易市场制度的完善程度决定了上述信托产品流通机制设计的有效性, 也决定了信托产品在产权交易市场中的发展态势。

参考文献 (References)

- [1] 哲子, 林健. 信托流通渠道不畅有待制度创新. 金融时报, 2005-09
- [2] 马亚明. 信托产品的流通机制创新探析[J]. 证券市场导报, 2005(4).
- [3] Akerlof G A. The Market for “Lemons”, Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism [J]. Quarterly Journal of Economics 1970, 84: 488-500.
- [4] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海: 上海人民出版社, 1996.
- [5] 孟辉. 信托流通机制创新展望[N]. 证券时报, 2003-08-02.
- [6] 江苏银监局课题组. 信托制度设计与中国市场需求错位研究[J]. 金融纵横, 2005(4).
- [7] 杨如彦, 孟辉, 等. 中国金融工具创新报告[R]. 北京: 中国人民大学出版社, 2004.
- [8] 吕朝阳, 许睿, 张文桥. 信托产品引入做市商机制设计[J]. 上海金融, 2004(6).

(责任编辑 肖庆山)

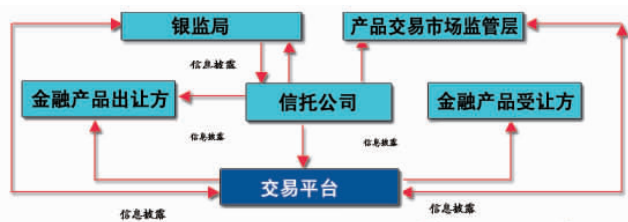


图 3 信托产品在进一步完善了机制设计的
产权交易市场中的交易过程信息传递图
Fig. 3 Trust products trading mechanism in
an improved asset and equity exchange