

信托夹层融资理论与业务模式分析

夹层融资自 20 世纪 80 年代以来发展十分迅速，而在国内，信托是夹层融资得以实现的重要载体。中信信托聚信汇金系列的成功，包括山西煤炭基金、海航商业上海家得利超市并购等案例，体现了信托夹层融资的威力和广泛应用领域。信托夹层融资在大行业、大企业的应用，尤其是在企业并购领域的运用，是信托公司项目拓展的一个重要方向。

一、国外夹层融资理论和实践

（一）夹层融资概念介绍

“夹层”的概念源自华尔街，原指介于投资级债券与垃圾债券之间的债券等级，后逐渐演变到公司财务和项目融资领域。夹层融资是一种介于优先债务和股本之间的融资方式，指企业或项目通过夹层资本的形式融通资金的过程。夹层融资产品是夹层资本所依附的金融合同或金融工具。最常见的夹层融资形式包括含转股权的次级债、可转换债和可赎回优先股等，夹层资本的收益也介于优先债务和股本之间。

夹层资本是收益和风险介于企业债务资本和股权资本之间的资本形态，本质是长期无担保的债权类风险资本。当企业进行破产清算时，优先债务提供者首先得到清偿，其次是夹层资本提供者，最后是公司的股东。因此，对投资者来说，夹层资本的风险介于优先债务和股本之间。夹层债务与优先债务一样，要求融资方按期还本付息，但通常要求比优先债务更高的利率水平，其收益通常包含现金收益和股权收益两部分。典型的夹层债务提供者可以选择将融资金额的一部分转换为融资方的股权，如期权、认股证、转股权或是股权投资参与权等权力，从而有机会通过资本升值中获利。

夹层融资在传统股权、债券融资的二元结构中增加了一层，有债权投资和股权投资的双重性质。夹层融资是一种非常灵活的融资方式。作为股本与债务之间的缓冲，夹层融资使得资金效率得以提高。夹层融资的利率水平一般在

10%-15%之间，投资者的目标回报率是 20%-30%。一般说来，夹层利率越低，权益认购权就越多。

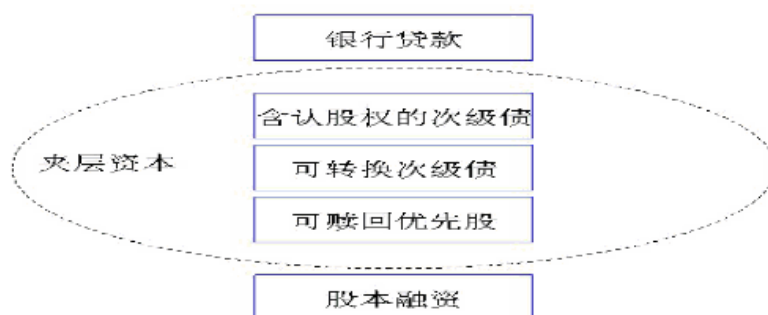


图 1 企业融资结构

私人股权资本（Private Equity），又称私募股权投资、PE 投资，是重要的资本类别之一，与夹层资本是相互联系，又有区别的两类资本形式。广义的私人股权资本经常包含夹层资本，但从严格意义上讲，两者有较大的差别。夹层资本的基本性质仍然是一个债务工具，而私人股权资本顾名思义是股权工具。而且，两者的投资目标也有一定的区别，从图中可以看出，夹层资本更倾向于对处于企业发展阶段后期进行投资。

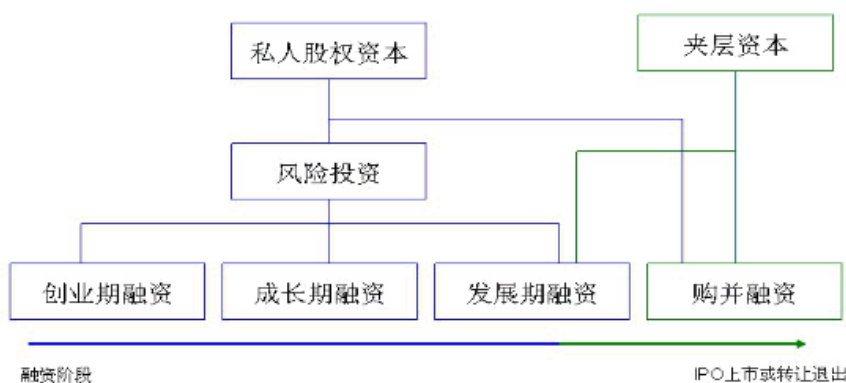


图 2 私人股权资本和夹层资本投资目标比较

由于抵押贷款渠道变窄，房地产夹层融资近年在美国蓬勃发展。作为股本与债务之间的缓冲，夹层融资使得资金效率得以提高。之所以称为夹层，从资金费用角度，夹层融资低于股权融资，如可以采取债权的固定利率方式，对股权人体现出债权的优点；从权益角度，其低于优先债权，所以对于优先债权人来讲，可以体现出股权的优点。这样在传统股权、债券的二元结构中增加了一层。在房地产领域，由于传统优先债及次级债都属于抵押贷款，夹层融资常指不属于抵押贷

款的其他次级债或优先股。

夹层融资通常采用夹层债、优先股或两者结合的形式。在夹层债中，投资人将资金借给借款者的母公司或是某个拥有借款者股份的其他高级别实体（以下简称“夹层借款者”），夹层借款者将其对借款者的股份权益抵押给投资人；与此同时，夹层借款者的母公司将其所有的无限责任合伙人股份权益也抵押给投资人。这样，抵押权益将包括借款者的收入分配权，从而保证在清偿违约时，夹层投资人可以优先于股权人得到清偿，用结构性的方法使夹层投资人权益位于普通股之上、债券之下。在优先股结构中，夹层投资人用资金换取借款者的优先股份权益。夹层投资人的“优先”体现为在其他合伙人之前获得红利，在违约情况下，优先合伙人有权力控制对借款者的所有合伙人权益。

（二）夹层融资的适用条件

1、缺乏足够的现金进行扩张和收购，已有的银行信用额度不足以支持企业的发展。

2、企业已经有多年稳定增长的历史；至少连续十二个月有正的现金流和 EBITDA（未减掉利息、所得税、折旧和分摊前的营业收益）；

3、企业处于一个成长性的行业或占有很大的市场份额，夹层融资企业应在行业里占有很大的市场份额，具有保护性或进入壁垒较高的市场份额。这样，企业资产将在未来几年内可预见的快速增值，从而夹层融资可以帮助企业完成资本过渡与转换，并在未来以更高的价格出售自己的股票实现升值目标。

4、企业前 IPO 融资。在企业 IPO 上市之前的资本重组阶段，或者目前 IPO 市场状况不好、公司业绩不足以实现理想的 IPO 的情况下，若预计企业在两年之内可以上市并实现较高的股票价格，结合公开股票或债券的发行，企业可先进行一轮夹层融资，从而使企业的总融资成本降低。

5、企业并购融资。企业在进行杠杆收购 LBO 或管理层收购 MBO，以及其他大型的企业分拆合并项目中，往往都需要大量现金进行扩张和收购，企业也倾向于采取不同来源的融资结构。典型的 LBO 收购金字塔模式中，位于金字塔顶层的是对公司资产有最高清偿权的一级银行贷款，约占收购资金的 60%；塔基则是收购方自己投入的股权资本，约占收购资金的 10%；塔的中间就是夹层融资，约

占收购资金的 30%。

6、夹层融资通常还要求企业拥有一个经验丰富、规范专业的管理团队。

（三）夹层融资的特点

1、夹层融资结合了固定收益资本的特点（如现金利息收入）和股权资本的特点（如转股权利），可以获得现金收益和资本升值的双重收益。

2、夹层融资本质上还是一种债务融资工具，投资者在融资合同中通常会加入限制性条款，对企业融资后的一些行为进行约束，从而将资产下跌风险控制到最小。

3、夹层融资对投资方而言，融资期内有可预测的稳定的现金流入，如利息或本金的分期还款，而且投资者还可以通过财务杠杆来改变资金结构，提高投资收益。

4、对融资方而言，夹层融资成本一般高于优先债务但低于股本融资，而且可以按照客户的独特需求来设计融资条款，可在最大程度上减少对企业控制权的稀释。作为新兴的融资工具和资产类别，夹层融资特别适合那些现金流可以满足现有优先债务的还本付息，但是难以承担更多优先债务的企业或项目。

5、传统的夹层融资主要应用于杠杆收购融资、企业并购融资、债务重组、资本结构调整等。从行业角度来看，因为融资规模、现金流和信用等级的要求，夹层融资主要应用于基础设施和工商业项目。

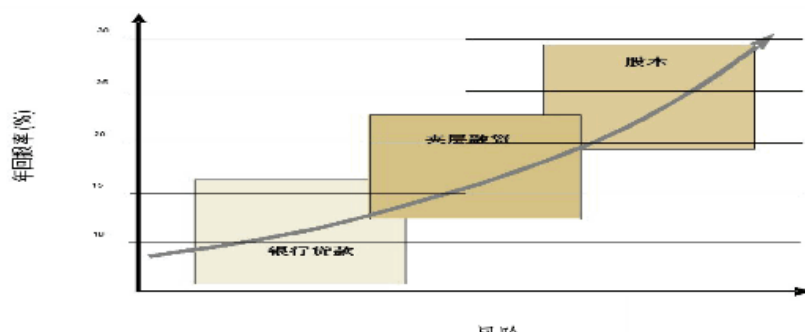


图 3 夹层资本的收益与回报

（四）夹层融资的优劣势

1、优点

夹层融资的最大优点为灵活性，通过融合不同的债权及股权特征，夹层融资可以产生无数的组合，以满足投资人及借款者的各种需求。比如说，有些夹层投资允许夹层投资人参与部分分红，类似于传统的股权投资；另外一些允许夹层投资人将债权转换为股权，类似于优先股或是可转换债。对于借款者及其股东而言，夹层融资具有以下几方面的吸引力：

(1) 长期融资。亚洲许多中型企业发现，要从银行获得三年以上的贷款仍很困难。而夹层融资可以提供还款期限为 5-7 年的资金。

(2) 可调整的结构。夹层融资的提供者可以调整还款方式，使之符合借款者的现金流特征。与通过公众股市和债市融资相比，夹层融资可以相对谨慎、快速地进行较小规模的融资。夹层融资的股本特征还使公司从较低的现金票息中受益，而且在某些情况下，企业还能享受延期利息、实物支付或者免除票息期权。

(3) 限制较少。与银行贷款相比，夹层融资在公司控制和财务契约方面的限制较少。尽管夹层融资的提供者会要求拥有观察员的权利，但他们一般很少参与到借款者的日常经营中去，在董事会中也没有投票权。

(4) 比股权融资成本低。人们普遍认为，夹层融资的成本要低于股权融资，因为资金提供者通常不要求获取公司的大量股本。在一些情况中，实物支付的特性能够降低股权的稀释程度。

(5) 比股权风险较小的投资方式。夹层投资的级别通常比股权投资为高，而风险相对较低。在某些案例中，夹层融资的提供者可能会在以下方面获得有利地位，比如优先债务借款者违约而引起的交叉违约条款、留置公司资产和/或股份的第一或第二优先权。从"股权激励"中得到的股本收益也可非常可观，并可把回报率提高到与股权投资相媲美的程度。

(6) 退出的确定性较大。夹层融资的债务构成中通常会包含一个预先确定好的还款日程表，可以在一段时间内分期偿还债务也可以一次还清。还款模式将取决于夹层投资目标公司的现金流状况。相比 PE 而言，夹层资本有天然的退出优势，因为主要的资本回收是通过债务的还本付息来实现的。

(7) 当前收益率。与大多数私人股权基金相比，夹层投资的回报中有很很大一部分来自于前端费用和定期的票息或利息收入。这一特性使夹层投资比传统的私人股权投资更具流动性。

(8) 夹层融资最适合于 MBO，有并购计划，能够快速成长，而且即将股票上市的企业。大部分美国投资银行家相信，企业必须发行 50 万至 100 万股流通股以上，才能保证活跃的股票交易量并支持较高的股价。同时股票价格必须在 \$10-\$20 以上，才能吸引大的机构投资者，而低于 \$5 的股票一般不具有吸引力。由于股票的数量很容易通过分拆或缩股来改变，所以股票的价格就主要取决于企业的市场价值。

2、存在的风险和劣势

(1) 费用相对较高。由于产品非标准化，加之信息透明度低，其资金费用高于抵押贷款 2-8 个百分点。夹层融资法律架构复杂，法律费用也远高于抵押贷款。

(2) 夹层投资人的最大风险是借款者破产。为保障夹层投资人的权益，有些交易中规定，夹层投资人可以在借款者董事会中委任一个“独立”董事。

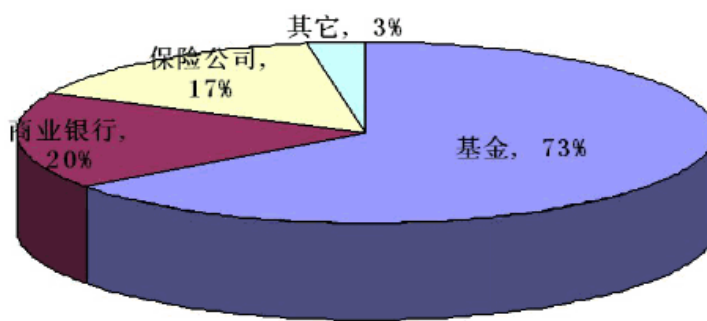
(3) 汇率风险。本地货币的贬值会严重影响私人股权投资者的收益。而夹层资本的还本付息通常以美元为货币单位，因此夹层融资的汇率风险很低。但是，需要指出的是，作为夹层债务组成部分的股权权益部分，因为通常需要在本地金融市场转让或上市套现，所以仍然暴露汇率风险之下。

(4) 行业风险。夹层债务产品的设计通常与融资方及其所处行业的风险相匹配。例如，对新兴市场的高成长行业，如东南亚国家的电信业，夹层资本要求更高收益率。相反，对发达国家成熟行业的夹层融资，当企业或项目现金流稳定，汇率风险较小的情况下，夹层债务可以设计成一个简单的普通高利率次级贷款。

(5) 协议风险。夹层融资通过在融资协议中加入限制性条款为投资者提供了更强的保护，包括对融资方财务比率的限制，对再融资的限制和其它法律条款，有时还与优先债务人拥有同顺序的破产清偿权，而且可拥有董事会的出席权和否决权等更多的股权投资人所拥有的法律权利。

(五) 国际资本市场夹层融资的发展状况

夹层融资交易出现在 20 世纪 80 年代，近年来在欧美发达国家迅速发展，为企业在传统资本市场和银行借贷之外，开辟了新的融资渠道。投资者构成从早期以保险公司为主，逐渐转变为以基金、保险、商业银行等多种机构投资者。



图表来源：Bank of America Business Capital newsletter, 2002年10月

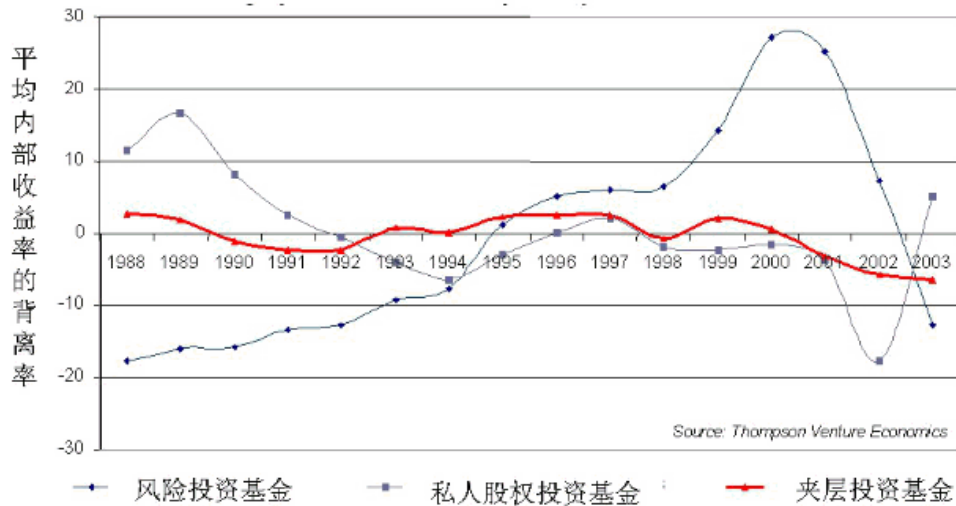
图 4 夹层融资市场投资者分布

夹层融资产品在欧美发达市场上具有良好的流动性和较低的波动性，风险收益特征对机构投资者具有很强的吸引力，保险公司、商业银行、投资银行、养老基金、对冲基金等各类金融机构不断增加对夹层资本的投资。夹层资本在欧美已经成为一个成熟的资产类别。在机构投资者的另类投资资产（Alternative assets）类别中¹，夹层资本占5%。在典型的夹层贷款中，现金利息部分约为12%，贷款期约5-7年，加上股权利息部分，夹层贷款投资者的总体平均年收益率可以达到18%—20%左右。

由于交易结构的独特设置，夹层融资交易违约率很低。据统计，欧洲的550笔夹层融资交易的违约率仅为0.4%。而且发生违约后的本金回收比例也很高，平均介于50-60%之间。低违约率和高回收率使夹层资本表现良好。

夹层融资的回报有三个来源，一是现金票息，通常是一种高于相关银行间利率的浮动利率；二是还款溢价；三是股权激励，就像一种认股权证，持有人可以在通过股权出售或发行时行使这种权证进行兑现。当然，投资回报可以侧重于某一种方式，例如完全表现为赎回溢价，而没有现金票息。与其它另类投资资本相比较，夹层资本基金在收益的波动率方面有明显的优势，即风险较小。私人股权资本和风险资本作为另类投资的重要形式，明显表现出较高的收益波动性，对投资者则意味着更高的投资风险。

¹ 另类投资资产主要包括夹层资本、私人股权资本、风险资本和对冲基金等子资产类别。



图表来源: Thompson Venture Economics

图 5 夹层资本基金、企业购并基金和风险投资基金内部收益率波动比较

传统的夹层融资主要应用于杠杆收购 (LBO) 和管理层收购 (MBO) 或企业购并交易 (M&A) 之中, 目前已经成为中小企业扩张和基础设施建设的重要融资工具。融资规模方面, 据估计, 目前全球有超过 1 000 亿美元的资金投资于专门的夹层基金。美国夹层融资市场 2004 年融资规模约 40 亿美元, 欧洲夹层融资市场融资规模从 1995 年的 5 亿欧元发展到 2004 年的 60 亿欧元。单笔夹层融资项目规模也有所增加, 平均融资规模/息税前利润 (EBITDA) 的倍数从 2003 年的 4.2 倍增长到 2004 年的 4.9 倍。夹层融资能够增加企业高成长阶段急需的资金, 从而能够加大市场推广促进销售, 同时可以有效地改善公司的资产负债结构, 为其再融资奠定良好基础。

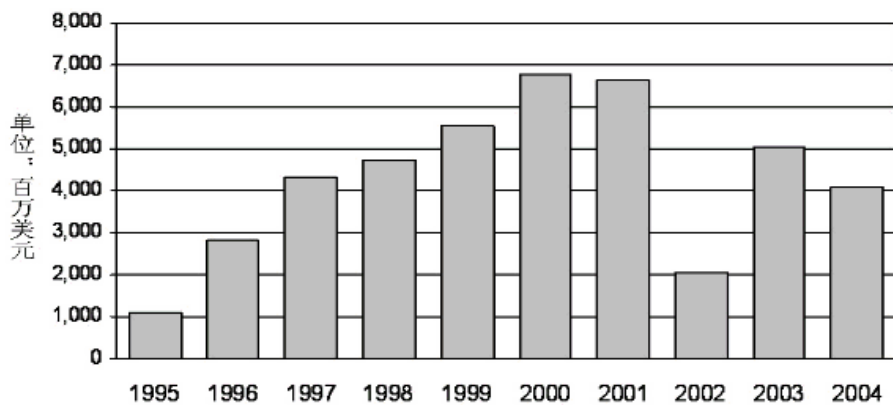


图 6 1995-2004 年美国夹层资本基金融资规模

夹层融资还被广泛应用于新兴市场。包括中国、印度尼西亚、泰国、印度、巴西、南非、拉丁美洲、中欧及东欧等地区，中小企业夹层融资服务蓬勃发展。惠理基金自 1993 年成立以来，在大中华地区已投资了一百多家中小企业，是 55 家公司的主要股东，即持有公司 5%或以上股权。

二、信托夹层融资模式

尽管由于《公司法》的限制，国内没有优先股等法律形式，但是夹层融资理念还是在实践中得到了广泛的应用。国内运用夹层融资，典型的方式就是信托模式。通过在信托计划中区分优先和劣后，从而得到与“可赎回优先股”相类似的收益特征曲线。再辅以量身定做的信托条款，就可以实现投资者、融资者等多方共赢的局面。

（一）房地产信托业务中率先引入夹层融资理念

联华信托是国内较早引进夹层融资模式的信托公司。“联信·宝利”7号正式发行是国内首个夹层融资的案例。2005年年底，联华信托公司发行准房地产信托基金“联信·宝利”7号。“联信·宝利”7号信托资金将投资于大连琥珀湾房地产开发项目公司的股权，项目公司由联华信托和大连百年城集团各出资5000万元，分别持有项目公司20%的股份，1.5亿元信托资金入股占项目公司股份60%。而在1.5亿元的信托资金中，“联信·宝利”7号的信托受益人设置为优先受益人和劣后受益人。信托计划终止时，优先受益人优先参与信托利益分配，劣后受益人次级参与信托利益分配。既有外来资金的投资，又有自有资金的进入，这就构成了一个经典的夹层融资。由于我国《公司法》中尚无优先股的规定，“联信·宝利”7号通过信托持股，在收益权上加以区分。

信托资金除了投资入股，以类似优先股的方式拥有房地产公司股权及资产，百年城和联华信托还出具《承诺函》承诺在信托存续期间受让信托计划持有的项目公司总计60%的股权。在9-36个月的信托期限内，优先受益人投资的股权是有保证的股权，因为股权是两个公司承诺拿出自有资金回购的。不仅百年城和联华信托自有资金的40%股权和劣后受益人的资金，而且包括两个公司的其他资产，全部不可撤销和无条件保证信托资金的回购。优先受益人的本金和收益是有

保障的。劣后受益人都是机构投资者，劣后受益人的投资额不少于信托计划规模的 20%。

从风险承担和收益分配的角度看，夹层融资中，优先受益人享受类似债权的收益，劣后受益人承担更大风险的同时享受类似股权的收益。如果信托计划年收益率低于优先受益权的预期基准年收益率，则由劣后受益人以其在本信托计划中享有的信托财产为限来弥补优先受益权人的预期基准年收益率。而当信托计划年收益率超过预期基准年收益率时，则超出部分的信托利益，按照优先受益人 10%、受托人 20%、劣后受益人 70%的比例分配。并且，“联华·宝利”7号还引入了一定的流动性创新，信托成立一年后，联华信托采用类似做市商的方式，承诺使用 3 000 万元自有资金按时间顺序以一定溢价受让优先受益人的信托受益权。

（二）信托夹层融资对于融资方的杠杆效应

信托夹层融资具有杠杆效应。以新设子公司为例，信托资金可以作为股本金，和融资方自有资金一起发起设立子公司，更好的发挥资本金的杠杆效应。在公司资本金一定的情况下，联合信托资金入股可以增加股本规模，增强公司的信用等级。通过信托计划对子公司出资，可以提高总公司的资金使用效率。

信托资金的加入，使得信托夹层融资方在保持控股地位的同时，加大了整体投资力度，加快了投资进度，能够更快的占领市场，信托增资的放大效应体现在两个方面：

第一，增加单个公司注册资本。通过运用信托资金，扩大了子公司（项目）股本金，使得项目尽早开工，能够早日符合银行贷款条件，尽快引入优惠利率贷款。例如：原计划 5000 万元资本的投资项目，通过信托增资，注册资本可以进一步增加。

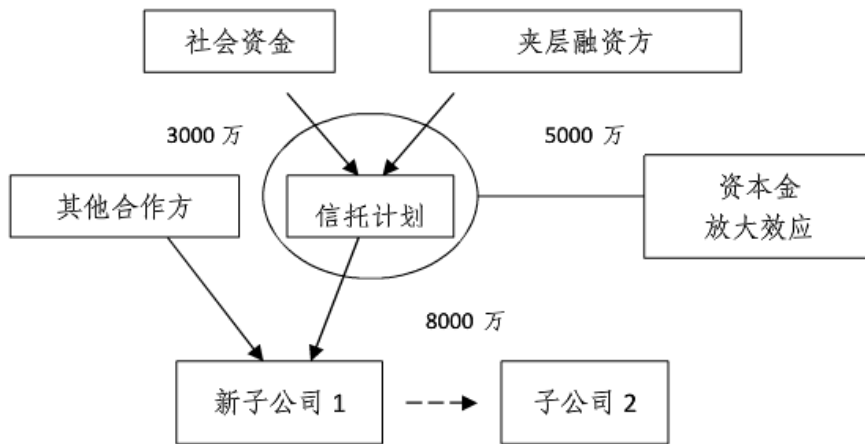


图 7 信托增资-增加单个公司注册资本

第二，总公司资本既定，可以投资更多的子公司。通过运用信托资金，单个项目投资所需总公司的资本性投资减少了，总公司可以投资更多的子公司。例如：在保持子公司 5000 万元股本金不变的情况下，可以使用总公司股本 3000 万元，加上信托股本注资 2000 万元。这样，总公司节约下来的资本金可以用到别的项目上去。总公司在 2 亿元投资总额的情况下，原来可以投资 4 个项目，现在利用信托资金参与，则可以投资 6-7 个项目。

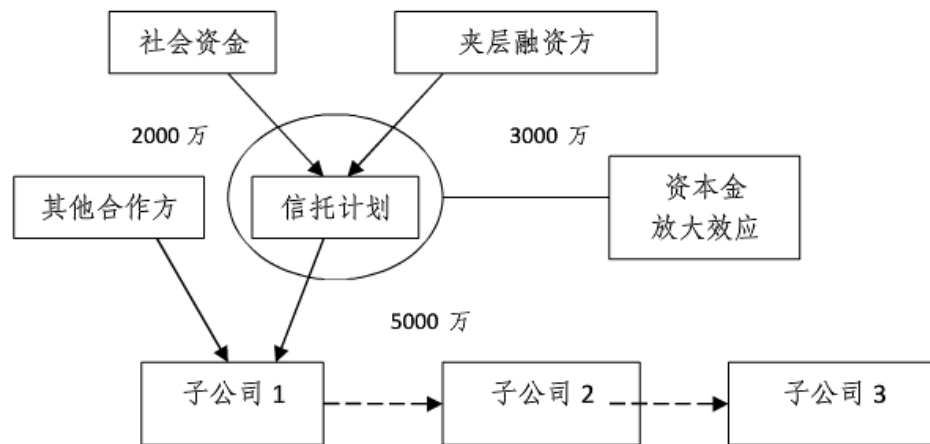


图 8 信托增资-增加子公司数量

（三）信托夹层融资方案

以信托股权投资为例，介绍信托夹层融资方案。在信托股权投资模式中，信托投资主要是达到降低被投资公司资产负债率、有效筹集资本金的作用；通过向第三方转让还可以实现股权转移的效果，达到企业并购的目的。融资方通过信托的方式，保证了对于被投资企业的实质控制权。

1、信托增资方案核心要点

信托公司发起设立一个结构化集合资金信托计划，信托计划受益人分为优先受益人和一般受益人。其中，优先受益人为社会投资者。

第一，信托层面，设置优先、劣后两个级别，夹层融资方上级公司作为劣后，便于享有超过优先回报的部分，同时，如果亏损，则弥补优先级的回报。如果融资项目具体情况允许，也可以设置超额收益分享条款，如优先级享有超额收益的10%。

第二，信托计划投资于融资公司的股权，享有分配股利等股东权利，达到一定条件或者期限时，由夹层融资方上级公司或者第三方进行回购，信托计划退出。

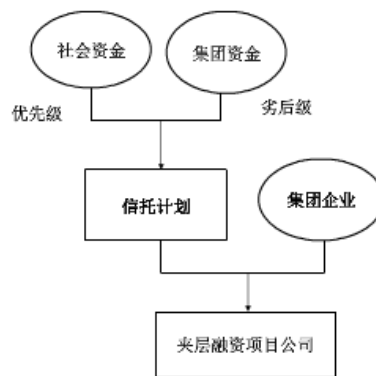


图 9 信托夹层融资方案示意图

信托资金运用方式为以股权投资方式投资于夹层融资项目公司，可以是新建项目或存续项目，也可以是收购其他企业，具体投资方式可采用新设公司、增资或股权受让等方式进行。

2、信托投资企业支付足额股息的情形

信托投资企业足额支付股息时，优先股息足以覆盖投资人预期收益，信托计划收到投资收益以后，扣除信托费用，将收益分别划给优先投资人和劣后投资人。对于正常运营的、现金流比较充沛的企业，可以运用此种方式进行年度收益分配，增加信托计划的吸引力。

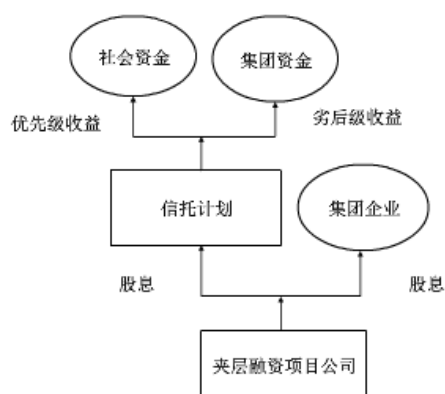


图 10 支付足额股息的情形

3、信托投资企业没有足额优先股息的情形

当信托投资企业无法足额支付优先股息时，信托公司在扣除信托费用以后，优先支付优先级投资人的收益，将剩余收益再分配给劣后投资人。如果优先股息不能满足优先级投资人的预期收益，劣后投资人需要弥补优先级投资人的收益。

4、信托投资新设企业无股息分配的情形

信托投资新设企业时，由于企业建设周期较长等原因，投资初期，新设企业常常没有利润可以进行分配。此时，信托计划整体收益为零，劣后级投资人需要支付信托费用，并弥补优先级投资人收益。

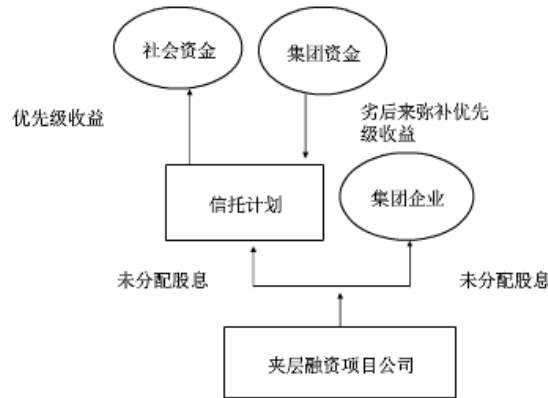


图 11 投资企业无股息分配的情形

5、信托计划的退出

信托期限届满时，可采用届满前某一时点经审计的净资产为作价依据进行股权转让，股权受让人为夹层融资项目公司的上级企业或第三方企业。

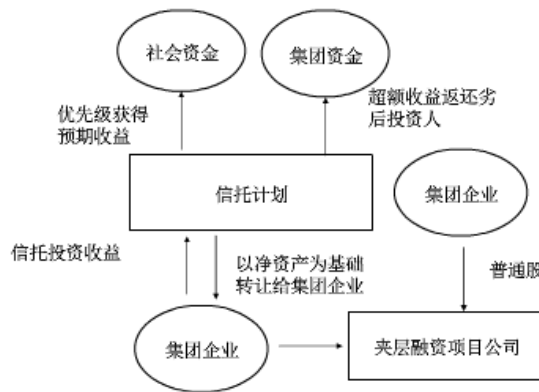


图 12 信托计划退出的情形

(四) 信托股权投资成本与收益比较

表面上看，信托股权投资成本较高，实际上，对于整个项目来说，信托股权投资的优势是比较明显的。尤其是对于高效益项目来说，运用信托股权投资，公司实际控制人收益极大。

1、加权资本成本的计算

资金是有成本的，不同的资金有不同的成本要求。股权资本和债权资金对于资金成本的要求是不同的。

有一点必须明晰，资本金是有成本的，资本金的成本是远高于债务资金成本的。“到股市圈钱”的说法甚为流行，让人们忽略了资本金的成本。有人常常把“利率×(1-所得税税率)”作为资本成本，其实这只是贷款的资金成本。如果资本金也只有较低的回报，那投资者从事股本投资的积极性就没有了，都去直接做债权投资了，回报相当、风险却小了很多。

在投行的资本结构模型中，常常取资本回报为10%。取一年期贷款利率5.56%来计算贷款资金成本。为简化计算，假定资本结构中没有债券，项目资本金要求20%，其他80%全部按照借款来计算。

$$\text{此时，加权资本成本} = 10\% * 20\% + 5.56\% * 80\% = 6.448\%$$

2、信托股权投资降低了加权资本成本

一般来说，信托股权投资的成本要高于银行贷款资金，这里按照上浮10%来计算，则信托股权投资的成本为 $5.56\% * (1+10\%) = 6.116\%$ 。

假定信托方式解决5%的资本，资本结构变为15%的自有资本金，5%的信托股本金，80%的银行贷款资金，则此时的资本成本为

$$\text{加权资本成本} = 10\% * 15\% + 6.116\% * 5\% + 5.56\% * 80\% = 6.254\%$$

可以看到，资本结构中加入了5%的信托股权融资以后，加权资本成本从6.448%降到了6.254%，对于整个项目是十分有利的。

三、信托夹层融资模式的运用

在我国金融分业经营、分业监管的情况下，信托作为一种可以横跨货币市场、资本市场和实业领域的金融制度，可以灵活的运用于多种情形。目前，我国经济已经发展到了一个新的阶段，调整产业结构，提升产业层次成为重要的命题，而企业并购是调整结构的重要手段，信托夹层融资大有用武之地。信托夹层融资的

投资目标是成熟的、却难以通过银行贷款或发行债券获得资金的企业，投资者要求其投资对象既有稳定充足的现金流，也要有良好的成长预期。

（一）主题并购基金

在经济结构调整和产业升级过程中，有时候会出现系统性的整合机会，行业内的众多中小企业在较短的时间内——如一到两年——频繁发生并购，企业规模快速做大，行业集中度迅速提高。以山西煤改为例，中信信托迅速抓住机会，先后发行两期山西煤炭并购基金——中信聚信汇金煤炭资源产业投资基金 I 号和 II 号。

中信-聚信汇金煤炭资源产业投资基金 I 号集合信托计划分为优先级、中间级和一般级 3 个层次，发行规模人民币 37.12 亿元，其中：优先级 24 亿元（社会募集），信托期限 2 年（可延长 1 年）；中间级 1 亿元，信托期限 3 年；一般级 12.12 亿元，信托期限 10 年。对于目标企业的投资，在中信聚信汇金煤炭产业投资基金一号里面是 49% 股权投资，51% 股权质押，而基金二号里面是百分之百股权过户。

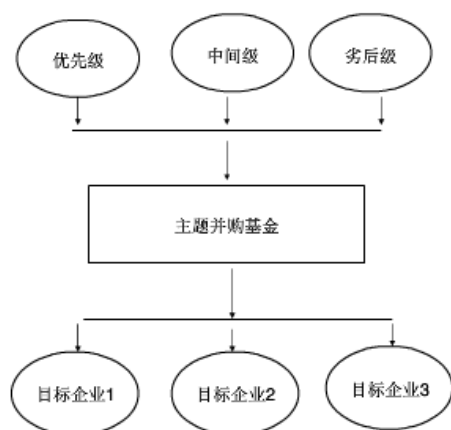


图 13 主题并购基金示意图

银行通常只认采矿权，而不认股权，信托则可以充分运用股权等多种形式。在并购过程中，信托可以制定合适的交易结构，适时跟进。对于股权的价值做了评估以后，就可以及时跟进。如中信聚信汇金煤炭产业投资基金一号中 49% 的股权价值 80 多个亿，按照三折的比例进行融资风险就比较低。而且，整个资产包

里边还包括 51% 股权的质押，实际上百分之百股权都掌握在信托计划层面，大大提升了信托资金的安全性。

同属聚信汇金系列的海航商业上海家得利超市收购则瞄准的是商业流通领域的并购机会。中信信托推出的“中信·聚信汇金之海航商业幸福民生一期集合资金信托计划”，发行规模 6 亿元。该计划预计年化收益率为 10%-11%。信托所募集的资金将全部向海航家乐进行增资，用于收购上海家得利超市有限公司 100% 股权。海航商业承诺在信托计划第 1 年期满或第 2 年期满溢价收购中信信托持有海航家乐 60% 的股权。信托以股权方式进入最后以回购方式退出，投资者收益率近似于可赎回优先股，体现了夹层融资的理念。

（二）央企子公司股权融资

央企在国民经济体系中占据了重要地位，历来是商业银行争取的重点客户，能够以较低的利率获得银行贷款。但是在央企的发展过程中，同样需要股权融资。大型投资项目、政策性亏损行业尤其需要信托夹层融资。通过央企子公司信托股权融资，可以满足央企阶段性扩张需求，为后期银行信贷资本进入奠定基础。

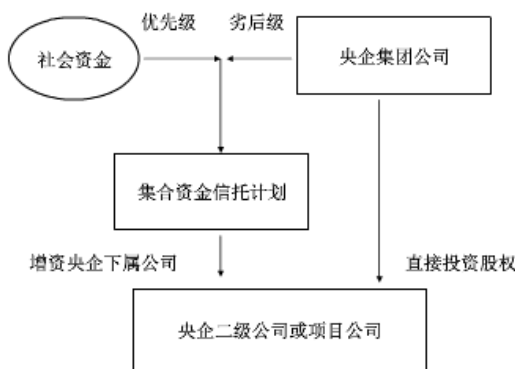


图 14 央企子公司信托股权融资

（三）政府支持的战略产业投资

国家出台了一系列文件和政策支持战略新兴产业投资，地方政府对于本地的

战略性产业投资更是给予了大力支持。在战略产业投资初期，新项目往往需要大量资本，信托资金成为一个重要的股本来源。

以京东方为例。京东方投资的液晶面板产业 2009 年进口额高达 400 亿美元，仅次于集成电路、原油和铁矿石，高居单品进口额第四位，属于国家战略性新兴产业中的新型显示技术项目。2009 年，京东方上马第 8 代薄膜晶体管液晶显示器件（TFT-LCD）生产线项目，北京信托以股权方式增资京东方显示技术有限公司，根据协议，2009 年信托增资 30 亿元，2010 年信托增资 55 亿元。

仅在北京亦庄 8.5 代线产业基地，与 8.5 代线配套的有液晶玻璃、化学品、偏光片、背光源、驱动 IC、电视整机等，产值千亿元的全球最强的液晶产业链条正在聚集。产业升级带来的企业效益，战略产业投资对于地方经济的拉动作用，正是政府扶持背后的原因。

（四）管理层收购

管理层收购行为难免有争议，其成败也差别相当大，取决于企业文化、地方政府态度、管理层认知、金融法律中介水平等诸多因素。管理层收购在经济结构调整中时常出现，而信托恰好可以为收购行为设计复杂的交易架构。

例，某快速消费品公司，国有资产经营公司持股 80%，员工持股 20%。在国有股退出竞争性行业的大背景下，以管理层为首的员工持股公司拟收购国有资产经营公司持有的剩余股权，但是员工公司短时间内难以筹集足够的资金，而通过银行贷款又缺乏足够的抵押品，因此，可以通过信托方式完成股权收购。

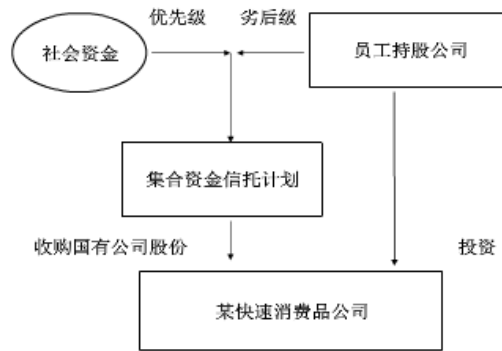


图 15 管理层收购示意图（信托直接收购）

根据交易的需要，可以设定多种模式。以信托直接收购然后通过信托收益分级方式解决为例。信托计划退出时，员工持股公司收购相应股权，完成整个管理层收购过程。

（五）收购商业地产项目

在收购商业地产项目中，常常需要规避直接收购商业地产所带来的各项税费，不少收购采取收购物业项目公司的形式。由物业收购方以劣后方式进入，社会资金以优先级设立集合资金信托计划，向物业开发商收购物业项目公司，间接拥有核心的商业物业。通过向物业收购方出售股权，信托计划完成退出，同时完成整个收购计划。

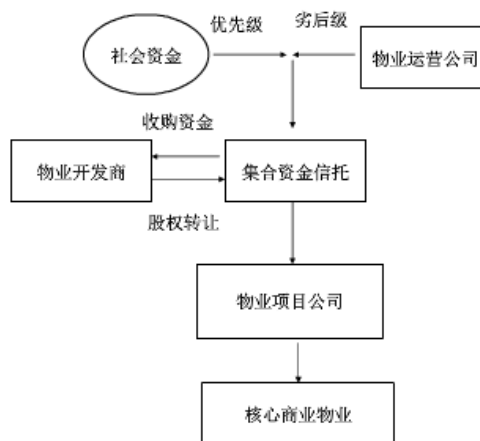


图 16 收购商业地产公司股权

随着国内房地产市场的发展，商业物业的价值愈发凸显。由于商业物业不断增值的特性，直接物业买卖往往要比股权交易涉及更多的税费和流程，物业项目公司收购及其信托投融资计划会逐步成为商业物业运作的一个重要形式。