

《庄子·逍遥游》：“至人无己，神人无功，剩人无名。”

这是“剩人无名”的第二篇。

正文

尽管《信托法》远于2001年即颁布实施，但信托公司作为影子银行的一部分、主要从事类信贷业务的局面，直到今天也没有根本改观。信贷业务的基石是担保，而最好的抵押物莫过于不动产，最强的信用莫过于国家信用，由此衍生出了信托公司的两大主业：房地产业务和政府融资平台业务。

信托公司的房地产业务，差不多等同于“四三二”：四证、30%自有资本金和二级资质，这几乎是唯一合规的模式。

从入行到成为行业老鸟，信托经理为了对付“四三二”这一咒语，绞尽脑汁费尽心机。如果给信托经理秃顶的原因排个顺序，那么“四三二”大概率会携“监管去通道”、“项目出风险”、“产品卖不动”及其他不便言明的原因，一起上榜。

“四三二”，是信托公司和监管博弈的一个完整切面。

## 01 “四三二”的诞生

“四三二”并不像看上去那么简单。

四证，指的是土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证。其中核心是土地使用证，有了前者，后面三个按部就班，只是时间问题。

30%自有资本金的要求，其实并无新意。这只是固定资产投资资本金政策在房地产行业的贯彻而已，而且也不见得一定是30%。2009年、2015年各调整过一次，目前对房地产行业一般适用的是25%。一方面，防止开发商杠杆比例过高、空手套白狼；另一方面，融资规模控制在项目资金缺口内，确保融资需求真实合理。

二级资质的要求晚于“四三”。“四三”最早可以追溯到2003年央行发布的121号文《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》。而二级资质，是银监会2005年在212号文《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》提出的。

121号文的出台，据说和当时上海某周姓富商在一回迁项目上空手套白狼的野蛮运作直接相关。周以回迁项目的名义低价拿地，抵押给银行融资后挪作他用，导致拆

迁安置费无法支付，酿成了群体性事件。

因此，“四三二”肇始于2003年而成型于2005年。

02配套措施得跟上

大门封了，就有人要走偏门，甚至是翻墙。“按下葫芦浮起了瓢”是监管的常态。光靠“四三二”，挡不住汇集了各种聪明才智的信托经理，还需要一系列的配套措施。

既然“四三二”是对项目贷款的要求，换个贷款科目（比如流动资金贷款、并购贷款）试试？

监管机构说No！

流动资金贷款不行。

严禁向房地产开发企业发放流动资金贷款，严禁以购买房地产开发企业资产附回购承诺等方式变相发放流动资金贷款。（银监会2008年265号文）

土地储备贷款不行。

信托公司不得以信托资金发放土地储备贷款。土地储备贷款是指向借款人发放的用于土地收购及土地前期开发、整理的贷款。（银监会2010年54号文）

并购贷款有的地方也不行。

并购贷款投向房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购的，按照穿透原则评估并购贷款业务的合规性，严格遵守房地产开发大类贷款的监管要求。（上海银监局2018年4号文）

直接或变形的都不行。

直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款，都属于市场乱象。（银保监会2019年23号文）

或者明修栈道暗度陈仓，围绕房地产企业的上下游做文章？

监管机构可能也想说No。但既要考虑上下游的正常融资需求，又得防止为房地产企业变相融资，有点难。

建筑企业要防止以贷款垫资。

商业银行要严格防止建筑施工企业使用银行贷款垫资房地产开发项目。（央行2003

年121号文 )

集团公司要防范流贷用于房地产开发。

要严格防范对建筑施工企业、集团公司等的流动资金贷款用于房地产开发。（银监会2008年265号文）

假装买房子也不行。

严禁信托公司以商品房预售回购的方式变相发放房地产贷款。（银监会2009年25号文）

就这样，信托房地产业务被里三层、外三层捆起来。

03突围 “四三二”

如果你是个美女，不管多高冷，都会有人凑上来。如果你是个土豪，不管多丑，也会有人凑上来。

房地产就是信托行业的美女和土豪。因为既能负担起高额的融资成本，又有实打实的抵押物。

“四三二”大哥和一帮配套措施小兄弟的冷脸，也挡不住信托经理做业务的热心。

既然“四三二”是对融资业务的要求，要不换投资类模式试试？

第一阶段是股权投资附加回购。

融资人自己回购不行，就换个关联方或者第三方回购。回购承诺不行，就换成回购选择权。既然PE投资带回购都被认为是“投资”而不是“融资”，那我这个形式也应该属于“投资”。

这个策略一度还奏效了。银监会2009年84号文提出，“信托公司不得将债务性集合信托计划资金用于补充项目资本金，以达到国家规定的最低项目资本金要求。前述债务性集合信托计划资金包括以股权投资附加回购承诺

（含投资附加关联方受让或投资附加其他第三方受让的情形）等方式运用的信托资金”，“信托公司按照《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》开展私人股权投资信托业务时，约定股权投资附加回购选择权的情形不适用前款规定”。

好景不长。银监会在2011年11号文《关于印发信托公司净资本计算标准有关事项的通知》中，明确将投资附加回购选择权界定为融资类业务。

第二阶段是“真”股权投资。

回购行不通了，抽屉协议行不通了，那就做成真股权吧。可毕竟不是来当股东的，产品到期了如何退出始终是个问题。在这里，信托经理再一次发挥了勇于学习、善于借鉴的优点，大规模向私募股权基金和资本市场取经。

“真”股权投资，大体可以分成对赌、优先股以及分级三类。对赌的关键在于对赌条件如何设定。如果太阳从东边升起，那么两年后把我的股权买回去，这样简单粗暴肯定要收拾，赌工程进度、销售进度、财务状况，就隐蔽很多了。如果这个指标大概率会完成或完不成，那么对赌就有某种程度的确定性。优先股则是通过固定的股息率，实现了固定回报的目的。分级，指的是信托在项目公司的盈利分配和亏损承担中处于优先级的地位，只要安全垫足够高，也有较高的确定性。

股权与债权、投资与融资并非泾渭分明。事实上，私募股权基金投资中的保护性条款，如对赌、各类优先权、赎回等，都使得二者的界限逐渐模糊。除非监管明令禁止，股权投资将始终为信托房地产业务保留一丝希望。

当然，突围“四三二”的还有其他模式。走正道的，比如标准化的资产证券化；有点旁门左道的，比如打擦边球的装修贷款、经营性物业贷款，给非房板块放贷，借助于保理公司等等，一言难尽。

04始于“四三二”，而终于套壳

如果没有“四三二”政策，可能会有更大规模的融资投向房地产行业。从这个角度看，“四三二”政策的确防止了房地产行业的过度融资，为“房住不炒”立下了功劳。

然而这一政策的真实效果，可能只是把百米赛跑变成了一百一十米跨栏。找个符合“四三二”的项目，也就是所谓的“套壳”，一切迎刃而解。

第一个漏洞，是项目如何界定。项目的标志，是以在发改委核准或备案为准，理论上房地产项目数量、投资金额、融资上限肯定是有限的。但实际情况是，信托房地产业务中的“项目”，经常是对发改委口径下的项目切割、组合后的结果，比如其中若干期、若干栋楼、地上或地下部分。这样的切割组合，一方面使得项目数量失去了限制，另一方面，也使得项目的投资总额不再具有权威出处。发改委核准或备案的数字不再适用，通过会计师或者工程造价机构人为调节的空间大大增强。切割组合后项目投资总额之和，大概率会远远超过发改委口径。

第二个漏洞，是重复融资的问题。开发商会不会像“一房两卖”一样，以同一个项目在不同的金融机构重复融资？我们不能断言有，但就现状而言，这样的做法是没

有障碍的。

第三个漏洞，还是少说一点。

“四三二”政策的初衷，是“一个萝卜一个坑”。但执行的效果，恐怕仍不免是花心大萝卜、脚踩几只船。

( 结束 )

本文源自剩人无名