



## Is Wealth Management Technology or Art 财富管理是技术还是艺术?

■ 王增武

全球财富管理西风东渐，国民理财需求和意识逐渐提高，自2005年中国银监会允许商业银行开展理财业务以来，国内的财富管理市场发展也逾十年之久，如何将现有的产品销售模式转型升级为跨界的综合服务模式？纵览《私人银行——机构、产品与监管》一书中瑞士、美国、新加坡、台湾和香港地区的财富管理业监管制度和规则，可以看出，瑞士和美国以框架性监管为主，而新加坡、台湾和香港则以准入条件等细则性监管为主，由此呈现的结果则是全球财富管理中心由欧洲的瑞士、美洲的美国逐步漂移到亚洲的新加坡，而不是台湾或香港，为什么？究其原因，财富管理业的良性发展不仅取决于与财富管理业相关的微观因素，

更重要的在于宏观层面的法律、制度、政策和文化等。在差异化的宏观制度、法律、政策和文化指引下，探索中观的金融机构业务模式或产品服务，以及服务客户的微观机制等，而此应是跨界综合服务模式的要义所在。

### 从梅艳芳家族信托看定量的微观机理

案例1：梅艳芳在临终之前设立家族信托以保障母亲的晚年生活，家族信托的主要受益人和资金用途有三，一是其晚辈侄子侄女的教育问题；二是母亲的晚年生活保障，每月向母亲支付7万元的生活费，直至母亲百年；三是在母亲百年之后，将余下的

所有资金捐给妙境佛学会。梅艳芳去世后的第二年，其母亲就将受托方告上法庭，理由有二：其一，受托方是在委托方意识模糊的情况下签订的，应宣判该家族信托合约无效；其二，随着物价水平的上涨和个人身体不好需要医治等原因，原先约定的每月7万元生活费不足以支撑当下的生活。历经十余年的诉讼历程，最后依然以梅艳芳母亲个人破产和露宿街头为结局。

在此，如果我们忽略家族信托中的法律和道德因素，仅从技术层面探讨上述家族信托失败的原因，可以发现，忽视梅艳芳母亲的长寿风险以及由此引致的疾病风险和通货膨胀风险等是导致梅艳芳家族信托失败的主要原因。譬如，成立家族信托时梅艳芳的资产价值总额约为3500万港元，当下，其资产价值已超1亿元。这表明，在设立家族信托或做其他形式的财富管理安排时，不仅要考虑法律、制度和政策等宏观层面的因素，同时还要考虑风险、定价和组合等微观层面的因素，即财富管理是一门技术活。接下来，我们就从技术层面探讨财富管理的分析、组合和重构三步流程，供探讨。

第一步，分析。对于给定的客户及其家族成员，应以凯恩斯的基于生命周期假定的消费函数理论为基础，制定家族的生命周期资本负债表，其中资本含有形资本和无形资本两部分，有形资本又包括股票和债券等金融资产与房子和私人飞机等非金融资产，无形资本则包括以教育经历、工作经历和社会兼职等为主的社会资本、生老病死残等的人力资本以及其他如官二代、富二代或红二代等的辅助资本。负债则分生活支出（吃穿用住学行）、慈善支出和融资支出三个部分。按国际惯例，在分析家族成员生命周期资本负债表的基础上会建立家族谱系图，从企业或家族传承的角度而言，一方面有利于所有者优选合适的继承人，另一方面有利于继承者在家族中选择合适的合作伙伴，更有利于所有人或继承人处理家族成员关系。

第二步，组合。基于第一步的生命周期资本负债分析，结合决策者的不同目标，受托人应结合客户的不同目标给出差异化的资产组合管理方案，此处的资产以金融或非金融资产为主。以马科维茨的均值一方差理论为基础，有保值目标的客户的资产组合应在保证其一定水平的预期收益下追求衡量风险的波动性越小越好，欧洲的私人银行客户的资金来源以继承下来的钱为主，即“Old Money”，保值是这类客户的财富管理目标。同理，以增值为目标的客户的资产组合应在承担一定的风险水平下追求尽可能高的收益，案例如美洲的私人银行客户，他们的钱以创业所得的“New Money”为主，目下国内的高净值客户也是增值为财

富管理的主要目标。简言之，在充分了解客户的前提下，依据客户需求，基于相关理论制定个性化的资产组合方案。

第三步，重构。在对客户提供财富管理时，除第二步的保值或增值组合外，还有客户的财富传承规划，如梅艳芳的家族信托等。财富传承的要义在于权益重构，而权益重构的关键环节在于受益人及其受益规模和时间安排的确定，梅艳芳母亲是梅艳芳家族信托的受益人之一，时间安排是在母亲的有生之年，受益规模则是每月7万元的生活。财富传承权益重构的微观理论基础是贝克尔的家庭生产函数，构建融合代际效用、贴现因子、通货膨胀因素和利他因子等不同因素的决策者目标效用函数，可以考虑货币资本传承和非货币资本传承两个层面的权益重构问题。

回到节首梅艳芳家族信托案例，如果在家族信托设立之初增加两条：一是自家族信托生效日起，以第一月的7万元生活为基数，下月的生活费由上月生活费和当月通货膨胀系数计算所得；二是在母亲有生之年，如果出现重大疾病或意外等，在相关医疗手续证明齐全的情况下将全额报销医药费用，如此修正的条款至少一定程度可以规避因长寿风险而带来的通胀风险和疾病风险。

## 从盛宣怀愚斋义庄看定性的内外经验

案例2：晚清重臣盛宣怀生前曾借鉴“三井住友集团”的分家理念设立“动利不动本”的分家析产遗嘱，其中家产利息的50%用于保障五房生活，其余50%用于慈善事业。然而，在其去世后，由于家族成员意见的不同，将原有的“动本不动利”分家析产策略调整为“家产庄息”策略，即家产的50%平均分配给五房，其余的50%家产纳入愚斋义庄，义庄下辖财产“动利不动本”。这表明，无论是盛宣怀本人，还是后来采用的家族财产分配机制，一方面借鉴了“三井住友集团”的国际经验，另一方面利用从宋代传承下来的“义庄”机制的历史经验。这表明，要想做好家族财富传承或企业继承，我们不仅要学习国际先进经验，同时要学习国学文化中的历史经验，在此基础上制定中国特色的家族财富管理范式，即财富管理更是一门艺术。

接下来，我们以《2015年胡润百富榜》的首富王健林为例，阐释如何利用前述的微观机制和国际与历史经验分析其家族企业传承策略。王健林在一次采访中曾提到拟定在2020年退休，如果真是这样的话，这表明至少在接下来的“五年规划”中，王健林将着手安排家族企业的传承问题。首先，我们通过生命周期资本负债表给出王健林家族谱系图，显见，如果王健林选择家族继承，其唯一的选择就是儿子王思聪，据公开资料显示，由于常见

的代沟问题，父子的沟通交流存在些许障碍。其次，通过分析唯一传承人王思聪个人的生命周期资本负债表，可以看出，公开资料显示，王思聪在社会资本方面的工作经历有万达集团董事长、IG电子竞技俱乐部创始人和普思资本董事长等，其中最为低调也最为高调的是普思投资董事长一职，低调的原因在于其投资领域几乎涉及个人生命周期的方方面面，如餐饮企业的汉拿山和Dining Cocept、殡葬行业的福寿园、医疗行业的瑞尔齿科以及娱乐休闲的云游控股和乐逗游戏等，不仅如此，还有高科技企业和新能源企业的海古德新技术与无锡先导等，但其从未高调宣传推广过其投资的企业。事实上，在父亲荣登《2015胡润百富榜》之首时，王思聪也以40亿元的身价位列其中，主要原因在于普思资本的靓丽业绩，目前已有五家公司上市。

最后，结合前述的微观机制分析，借鉴国际经验和历史经验，我们给出万达集团的企业传承策略建议是家族继承和职业经理人两种参考方式，其中家族继承有可分为实际控股和虚拟控股两种方式，而晋商的“东掌制”中优选掌柜的方式可以作为当下选择职业经理人的重要参考依据。

事实上，在万达院线上市前后的股权转让和股权结构中可以看出，王健林已在筹划企业的家族传承之路，即实际管理之路，意在通过“企业轮岗——部门负责人——企业负责人——企业总经理——企业董事长”的传统路径培养其儿子作为接班人。考虑到儿子的海外求学经历和个人兴趣，于2012年投资5亿元由其成立普思投资，短短三年时间，就有高达7倍的投资收益，这表明王思聪的资本运作能力非同凡响，所以王健林家族继承的第二个备选方式就是通过金融集团对旗下企业进行虚拟控股，公开的年报信息显示万达集团在2014年已宣布拟成立金控集团，也有报道称王思聪是金控集团掌门人的最佳人员。特别地，家族企业传承中的“海翔药业”和“海信集团”现象需要规避。

进一步，如果王健林选择第三种方式——职业经理人，我们认为晋商“东掌制”的“两策略四步骤”的掌柜优选办法可供参考，晋商的票号从学徒开始就只用本地人，一方面便于了解情况，另一方面也提高学徒的声誉风险，如果学徒在这家票号因为某种问题而被开除，在其他票号再就业的可能性极低，因为不同票号之间的信息都是相互沟通的，这就是晋商的“本地人”策略。除此之外，晋商还使用了“重托制”策略，学徒在进入票号之初都要有个担保人且具有终身连带责任，如果担保人中途离职或出现意外等，被担保人要么离职，要么重新再找担保人，此外，担保人还要对被担保人承担无限连带责任，也就是说如果担

保人出现任何问题，如做假账造成亏损等，在被担保人无力偿还的情况下，被担保人要负责替其偿还所有债务。正常而言，在成为掌柜之前，学徒还有伙友和分号经理两个阶段，期间至少要经历20年的磨练，在此，我们摘录从分号经理到掌柜的考察方法，以供参考：“远则易欺，远使以观其忠；近则易狎，近使以观其敬；烦则难理，烦使以观其能；卒则难办，卒使以观其智；急则易夹，急使以观其信；财则易贪，委财以观其仁；危则易变，告危以观其节；杂处易淫，派往繁华以观其色”。

同样，再好的机制设计也会随制度与政策的调整而失效。盛宣怀家族一致同意的“家产庄息”策略在盛庄夫人过世后，因儿子想分义庄中的六成私产而引发一系列的家族内外财产争夺风波，家族内部财产争夺的起因在于民国后女子继承权的地位确定，出嫁和未出嫁的女儿相继通过诉讼获得财产分配。而外部的财产风波则因盛宣怀在公司经营过程中的徇私舞弊或贪污腐败等，清末民初第一次被财产清缴，第二次则是在家族内部分争期间，政府顺便将四成公产充公用作军费。总之，良好的技术保障、先进的国际与历史经验、以及随政策与制度变化而随时调整的家族财富传承或企业传承策略应是最佳选择之一。

## 简短总结

本文试图对基于经济金融理论的定量技术角度和国际与历史经验的定性分析角度构建国内家族财富管理的分析范式做一初步探讨，主要结论为财富管理是一门技术更是一门艺术。因为财富管理或企业传承不仅取决精细的技术保障，更取决于法律、制度和政策环境的变化。所以，国际先进的从业经验在国内也并非可以完全照搬，这也是为什么前国内私人银行机构将原有模仿的国际从业的事业部模式纷纷转到国内管理的大零售模式的主要原因。鉴于此，国内财富管理业的发展方向应在充分研判宏观层面的制度、政策和文化等趋势或方向的基础上，建立适合金融或非金融机构自身文化的业务模式和产品服务等中观机制，更好服务客户及其家族等微观层面的财富增值、保值和传承需求等。<sup>①</sup>

（作者单位：中国社科院金融所财富管理研究中心）

责任编辑：王科  
Wangke.alex@163.com