

Clarity of Contract Legal Liability and Investment Risk of Fixed Income Products

by

Qun Ouyang

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved March 2022 by the  
Graduate Supervisory Committee:

David Zhu, Co-Chair

Hong Yan, Co-Chair

Rui Kan

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2022

固收类资管产品合约法律责任确定性与产品投资风险关系研究

欧阳群

全球金融工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
于二零二二年三月批准：

朱洪泉，联席主席  
严弘，联席主席  
阚睿

亚利桑那州立大学

二零二二年五月

## ABSTRACT

The amount of financial assets under management in China has grown to about one hundred billion yuan in the last ten years. After the launch of the new regulations in 2018, the prevalent implicit guarantee in many financial products was broken and the asset management industry began to undergo significant transformation, and a large number of products have experienced dramatic value fluctuation, or even outright default. The number of cases involving managers' lack of due diligence and violation of agreements has increased exponentially among the affected products. However, the scope and standard of the duty of due diligence and determination of liabilities are not very detailed in the present legal environment, and the corresponding resolution mechanism is not clear and strict enough. This dissertation aims to analyze relations between the clarity of legal responsibilities and investment risks in fixed income asset management products, and investigate factors that bind asset managers to pay attention to due diligence and protect the interests of investors.

It is found that: (1) the greater the constraint on management rights, the smaller the investment risk; (2) The stronger the information disclosure requirement, the smaller the investment risk; (3) The more restrictions on investment, the less risk of investment; (4) The more detailed the risk disclosure, the smaller the investment risk; (5) The more stringent restrictions on connected transactions, the smaller the risk of investment. At the same time, there is some evidence that supports: (6) the greater the power of the general

meeting of product holders, the smaller the risk of investment; (7) The more severe the overdue payment, the higher the risk of investment; (8) The earlier the product is incepted, the greater the risk of investment. In addition, while the following research hypotheses are not tenable, but there is evidence that these hypotheses may still be sensible under specific conditions: (9) the higher the institutional risk level, the greater the risk of investment; (10) The stronger the investment team, the lower the risk of investment; (11) The clearer the responsibility for contract breach, the lower the risk of investment.

## 摘要

近些年来,我国资产管理行业发展势头迅猛,短短十余年时间,资产管理资金规模便由人民币十万亿余元扩大至百万亿之巨。资产管理行业覆盖范围广阔,几乎渗透了所有金融子行业。在庞大的资金规模下,很多资管机构及管理人并没有足够的专业管理能力,而是依赖政策红利、忽视风险匹配与防范,“人为”埋下许多投资风险隐患。随着2018年《资管新规》的推出,刚性兑付被打破,大量资管产品相继因所投标的违约而产生逾期兑付现象,市场上俗称“暴雷”。“暴雷”产品中不乏知名金融机构身影,且资管产品中涉及管理人未尽勤勉尽职问题,甚至存在直接违反资管合同约定进行投资的诉争案件数目也呈指数增长,即使头部机构也难逃未尽勤勉尽职而担责的境地。目前,我国的相关法律条款对管理人勤勉尽职范围、标准及责任的认定并没有非常明确,相应的惩罚机制也不够严厉。这种情况下,资管合约对管理人相关权利义务的具体约定就变得十分重要。资管合约内容中对资产管理人投资管理行为及违约责任有明晰的约定,更能杜绝资产管理人不当投资行为,相比同类其它产品,也可以降低资管产品的不当投资风险。本文通过将资管合约条款数据化后,运用数据分析的方法分析固收类资管产品中法律责任规定的明确程度(可追责性)与相应产品的投资风险的关系,以便更好地提示投资者如何进行有效的资产配置,帮助监管者更好地对资管行业进行良性引导与约束,辅助资管机构更好地做好内控、风控及投资流程管理,减少因管理人的不当行为而导致超出正常市场投资风险事件发生的概率,最终实现更好地保护投资者利益及推动社会资产的良性配置的目标。

研究发现:(1)管理人权限受约束程度越大,产品投资风险越小;(2)信息披露约定要求越高,产品投资风险越小;(3)投资限制约定越严格,产品投资风险越小;(4)风险披

露约定越充分，产品投资风险越小；（5）关联交易限制约定越严格，产品投资风险越小。同时，部分证据还支持：（6）反映对管理权限制的产品持有人大会权力越大，产品投资风险越小；（7）逾期兑付情况越严重，产品投资风险越大；（8）产品成立时间越早，产品投资风险越大。此外，虽然数据并未直接支持以下研究假设，但是仍有证据表明，在特定条件下这些假设也有成立可能性，具体结论还需进一步研究确立：（9）机构背景风险等级越高，产品投资风险越大；（10）投资团队实力越强，产品投资风险越低；（11）违约责任越明确，产品投资风险越低。

这些研究结果显示，若资管产品合同约定更为明确、更具有可追责性、资产管理机构的内部控制越严谨高效，管理人能尽到勤勉尽职义务，预期风险及收益更为匹配，则固收类资管产品的投资风险相对较低、收益情况更符合预期。

## 目录

	页码
表目录.....	vii
图目录.....	viii
章节	
一、导论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	4
1.3 研究可行性.....	5
1.4 研究创新性.....	6
二、文献综述.....	7
2.1 法律制度与经济的关系.....	7
2.2 法律与金融活动及金融市场的关系.....	11
2.3 资管产品法律关系及法律责任.....	14
2.4 债券违约的影响因素.....	14
2.5 资产管理产品业绩评估方法.....	17
2.6 法律与基金收益的关系.....	20
三、研究假设及机制分析.....	23
四、研究方法及实证结果.....	34
4.1 业内问卷调查.....	34

章节	页码
4.2 数据来源 .....	35
4.3 变量定义 .....	36
4.4 模型建立 .....	40
4.5 数据描述性统计 .....	42
4.6 实证检验 .....	46
4.7 实证小结.....	59
五、研究结论 .....	61
5.1 主要结论 .....	61
5.2 缺陷与不足.....	62
5.3 政策建议.....	62
参考文献 .....	63
附录	
A. 固收类资管产品问卷调查表.....	69
B. 固定收益类资产管理产品法律环境问卷调查表.....	74
C. 资管产品法律维度与问卷问题对应表.....	113

## 表目录

表	页码
1 公募债券基金收益率分位数表格（年） .....	39
2 变量定义表 .....	42
3 变量描述性统计 .....	43
4 主要变量相关系数表 .....	44
5 主要变量回归结果表 1 .....	49
6 主要变量回归结果表 2 .....	49
7 共线性检验结果表 .....	51
8 替代变量稳定性检验结果表 1 .....	53
9 替代变量稳定性检验结果表 2 .....	53
10 替代变量稳定性检验结果表 3 .....	56
11 实证结论汇总 .....	60

## 图目录

图	页码
1 企业债及公司债日均换手率.....	38

## 一、导论

### 1.1 研究背景

#### 1. 资管行业发展历程及现状

资产管理（Asset Management）是指资产管理人基于信义义务，本着勤勉尽职的原则将其募集或控制的资金根据资产管理合同约定的方式、条件、要求及限制进行专业投资，并收取费用的业务模式。我国资产管理行业历史短，但却是发展最快的金融板块之一。管理规模已从2013年的13万亿元发展至超百万亿元。据BCG与光大银行联合发布的《中国资管市场系列报告之2020》显示，截至2020年底，中国资产管理行业总规模达到122万亿元，相较于2019年增长11%。央行数据显示，截至2020年底，我国的存款总规模达200万亿元，金融机构人民币各项贷款余额172.75万亿元，资管规模与存贷款规模已较为接近，且还在快速增长。

2017年开始，资管行业草莽式发展形势引起监管层重视，“大资管回归本源”成为行业发展的主旋律。2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》出台后，中国资产管理行业进入深化变革时期，在这一时期，在依然快速发展的同时，也面临一些内部结构调整。要管理大规模的资金，需要足够的管理能力，各类金融机构在资产管理业务中各有优势，资产管理行业不仅总规模庞大且发展迅猛，其囊括范围也极其广阔，到目前银行、信托、券商、基金、保险等各类金融机构均在开展资产管理业务，资产管理行业几乎覆盖了所有金融子行业。与资产管理行业发展进程类似，各类金融机构中资产管理业务也在迅速扩张，其中，银行理财，信托及公募基金的发展尤为明显。

在资管行业中，公募基金和私募基金、券商、银行、信托、保险在资金募集、投资能力、产品管理、人才引进等方面发挥自身特点，机构之间特点的互补使得各类合作模式也逐渐形成，如委外、投顾、通道等等。银行理财与信托公司之间存在着融资类业务比例不能超过30%的限制，但银行理财又有放款维护客户关系的需求，这种情况下银行通过与券商合作，签订券商资管计划，然后通过该资管计划再购买信托的方式来规避30%的限制要求。资管机构之间的“互买”行为造就了资管规模的快速膨胀与繁荣，在繁荣膨胀的过程中，资管部门成为各类金融机构的重要利润增长点。然而重牌照轻管理能力，粗放式的繁荣和规模膨胀背后，预期收益型报价产品层出不穷，资金池藏匿不良的现象屡屡出现，通道业务横行，代客理财的资管业务成为“影子银行”，金融市场的风险在不断累积，资产泡沫在膨胀。

对这些发展过程中出现的乱象，监管部门虽有过多规范尝试，但由于跨部门数据共享、协调十分困难，监管标准迥异，最终导致监管部门各自为政，中国各类资管机构之间通过设计复杂的交易结构等方式来规避单一部门的法规条例限制，谓之“金融创新”。2017年，伴随着经济企稳弱复苏，央行货币政策收紧及强监管施行，金融行业防风险严监管时代到来。以资管新规为主，同业、非标、通道监管等其他监管为辅的政策组合使得资管行业发生了翻天覆地的变化，刚性兑付不再允许，资产池、通道业务也不再允许。

整顿资管行业时，伴随着实体经济的波动、中美贸易战、突发疫情等影响，过往一些不规范的行为快速浮出水面，信托、私募基金等大量产品“暴雷”<sup>1</sup>，投资者损失惨重，资产管理行业集聚的风险已对市场及社会构成很大的潜在系统性风险。投资者与管理人之间的纠纷越来越多，特别是近期头部知名金融机构如光大资本、中国银行等的产品出现法律风险，

---

<sup>1</sup> 暴雷，是固定收益产品到期本息无法兑付的通俗说法，文中多次使用该术语。

都或多或少指向管理人勤勉尽职义务方面。自2012至2019年，涉及管理人勤勉尽职的案件数量急剧攀升，甚至呈指数增长。

## 2. 固定收益类资管产品投资范围及信用债发展现状

按照投资性质不同，资产管理产品分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类和混合类产品。固定收益类产品投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于80%，权益类产品投资于股票、未上市企业股权等权益类资产的比例不低于80%，商品及金融衍生品类产品投资于商品及金融衍生品的比例不低于80%，混合类产品投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准。

金融机构在发行资产管理产品时，需要按照上述分类标准向投资者明示资产管理产品类型，并按照确定的产品性质进行投资。在产品成立后至到期日前，不得擅自改变产品类型。当不因为金融机构主观因素而导致突破上述比例限制时，金融机构应当在流动性受限资产可出售、可转让或者恢复交易的15个交易日内调整至符合要求。固收类资管产品信用债的投资比例较大，如何筛选合适的债权资管产品进行投资，是否专业的评估了资管产品组合的投资风险体现了资管产品管理人是否有效履行勤勉尽职义务。

本文以信用债市场为研究范围，总结信用债市场近十年的发展概况，发现信用债的违约情况日趋严重，民企的信用风险逐渐暴露，信用违约或成常态。2017年首次发生违约的9家信用债发行主体全部为民营企业，2018年新增的44家违约主体中有35家为上市公司。自2018年集中违约以来，民企债大量违约的趋势并没有得到实质性改善，2019年共有32家民营信用债发行主体首次发生违约，占全年新增违约主体的比重达82%，依然保持在较高水平。此外，近年来信用债违约以民企为主，并加速向上市公司扩散。发生违约的上市公司数

量明显增加，2018年共有15家上市公司首次发生违约，占当年全部新增违约主体的比重为38%，2019年以来新增的上市公司违约主体有15家，占今年全部新增违约主体的比重达44%，上市公司违约比重创历史新高。同时，2018年新增民营企业违约债券只数急速上涨至111只，2019年则达143只；民营企业违约债券余额也十分庞大，2018年疯狂飙升至1066亿元，2019年民企违约债券余额共计1057亿元，依旧居高不下。

在资管行业大整顿和民营企业信用债违约事件频发的环境下，固定收益类资管产品的管理人需要思考如何进行资产筛选、风险控制等管理动作以履行勤勉尽职义务。本文探讨资管计划合同内法律责任确定性对资管产品因管理人不当行为产生投资风险的影响，是因为其他类型的资管产品主要投资范围不同，影响其收益及风险情况的因素较多，例如权益类资产管理产品主要投资于股票等权益类资产，此类资产的风险较大，波动也较为剧烈，在探究其收益风险情况时，法律责任确定性对其影响容易被其他因素所覆盖；混合类资管产品投资的产品类型繁多，加大了收益风险溯源分析的难度。而本文聚焦于固定收益类资产管理产品，是因为此类资管产品债权类资产比例大，风险来源相对单一，表观上的收益及波动也没有其他类型产品复杂、剧烈，有利于后续实证研究中着重探讨法律责任确定性对资管产品投资风险的影响。

## 1.2 研究意义

资产管理人未能履行勤勉尽职义务而产生的风险非正常投资市场风险，是什么原因导致管理人未能勤勉尽职而被追责？当资产管理行业管理规模迅速扩大时，涉及管理人勤勉尽职问题的案件也呈指数增加，二者间的影响关系是怎样的？在资产管理业务开展过程中，市场整体的政策规定、机构内部合规制度及资管产品签订的合同约定都对资产管理人的履

职义务有要求，但笔者在处理一些涉及知名金融机构的资管产品违约纠纷中，仍惊叹于管理人失职情形的严重程度，由于合同约定的疏忽，在法律上难以完全追究相关责任方的责任。究其原因是我国法律层面对管理人的勤勉尽责义务定义不太明确或不够严厉，之前的产品模式，如通道、嵌套、资金池等为违约后追责增加了困难，管理协议中投资范围、投资标的及违约责任约定不严谨，前述情形给管理人提供了谋取私利或怠于尽职的空间，这必然会增加产品的投资风险。目前，业界、学界与监管层对资产管理的涵义、业务模式、法律性质、监管体制等一系列基本问题逐渐形成共识，我国资产管理行业的法制建设需要重启征程。近些年监管部门不停的通过一些规范性文件对资管行业进行统一监管、打破刚兑、去通道等，也是为了更好的引导行业良性健康发展，避免金融危机甚至社会动荡。

本文通过数据分析方法更系统地分析资管合同中管理人责任不明确导致管理人未能尽到勤勉尽责义务对产品投资风险的影响，督促管理人勤勉尽责，减少产品受此类非正常投资风险的影响。结合研究结果，本文也对资管市场的进一步监管与制度完善提出相应建议，期望能促进资管行业迈向健康发展。

### 1.3 研究可行性

本文的研究问题是固收类资管产品法律责任确定性通过资产管理人履职情况进行传导，最终对于资管产品投资风险的影响。首先，阐述选择固收类资管产品作为研究对象的原因及固收类资管产品投资范围约定现状，然后通过对现有文献进行回顾，总结目前的研究成果及结论，并指出现有文献的不足之处，最后提出本研究的创新点。

本文选取近九年（2012-2020）的资管产品进行研究，时间跨度长，数据搜集很有难度，文本信息处理成结构化信息耗费了很多人力。Wind 作为国内金融证券数据最为权威的数据

库之一，数据来源可靠，为本文研究的真实性、典型性提供了保障，同时，本论文中用到本人供职律所十几个金融机构客户的合同文本及产品净值数据。

#### 1.4 研究创新性

在文献查找及阅读过程中，发现目前的文献多集中于法律、监管制度等对金融市场的发展、稳定作用层面，以及什么样的法律和监管机制能促进金融市场繁荣角度，大部分都肯定了法律责任及法律制度对金融市场有序运行的正向影响，但研究多以金融行业或某一类金融机构为研究对象，探讨外部监管制度及法律条款对金融行业发展的影响；或者多集中于资管产品本身的发展与完善。缺少针对个体资管计划的法律责任确定性与该资管产品收益及风险的相关分析，而涉及资产管理人勤勉尽职义务分析的研究更是少之又少。少部分文献从阐述法律制度及法律责任如何稳定金融市场或促进金融市场发展的内在逻辑着手，对建模有一定指导。将资管合同中法律责任的明确性与产品投资风险联系在一起是本文最重要的创新之处。

本文期望能丰富法律责任及制度与金融产品风险的相关研究。聚焦于资产管理行业，并以众多资产管理产品为研究对象，构建法律责任评价体系，以此量化单个资管产品的法律责任明确性。此外，本文研究将法律与金融学相结合，基于中国近九年资产管理行业发展情况，探究法律责任确定性如何影响资产管理人履行勤勉尽职义务，法律责任确定性对资管产品投资风险会产生怎样的作用。

## 二、文献综述

通过查阅相关文献资料发现，随着中国经济的迅速发展，企业规模不断扩大，也正因为发展速度快，债券融资成为企业进行外部筹资的重要渠道之一，随着经济发展不确定增加，企业债券发生违约的风险也逐渐增加。因此，对债券违约的影响因素进行研究有相当程度的理论和现实意义。在相关领域内，本章通过对相关文献的回顾，归纳目前的研究成果，并指出现有文献的不足之处。

### 2.1 法律制度与经济发展的关系

法律制度与经济发展之间关系的研究，在经济学中一般被归入制度经济学范畴。从18世纪开始，西方经济学家就从理论、案例层面阐述法律制度对经济发展的影响。亚当·斯密（1776）提到法律是保证一个国家经济增长的必不可少的因素。Bagehot（1873）指出法律在资本市场发展和治理过程中具有经济意义，在促进资本形成的法律因素和经济增长之间具有明显关系。Weber（1921）提出一个理性的法律制度在新教徒的西方世界的经济发展中起到关键作用，因为该法律制度使个人在对未来具有一定的可预测性的条件下进行交易。科斯（1960）将“交易成本”这一概念引入经济分析，在考虑交易成本的现实环境中，初始的制度安排是重要的。North（1990）通过对西欧国家经济历史的分析，提出有效率的经济组织是西方经济增长的主因，有效率的经济组织需要设计有效率的产权制度以激励私人从事合乎社会需要的活动。以上研究主要通过理论分析、案例分析的方式，从定性的角度论述了法律制度对经济发展的影响。

自20世纪末以来，来自哈佛大学和芝加哥大学的 La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny（以下简称“LLSV”）利用统计学、计量经济学的方法对法与金融问题进行研究，

提出了法律决定金融发展的重要观点，形成了法与金融学这一新的学科分支。LLSV(1998)撰写的《法律与金融》论文是法律与金融理论的开山之作。在《法律与金融》一文中，LLSV(1998)设计了小股东权利指数、债权人权利指数和法律执行指数，用以衡量投资者受到法律保护的程度和法律执行质量，通过对49个国家和地区相应数据的回归分析，LLSV(1998)论证了法律对投资者的保护与金融市场、经济发展之间存在因果关系，同时LLSV(1998)将49个样本数据根据法律起源分别划入普通法系、法国法系、德国法系和斯堪的纳维亚法系，提出一国特定的法系归属决定着投资者受到法律保护的程度。《法律与金融》一文基本奠定了法与金融学的研究范式，即利用计量研究方法进行比较分析。此后，LLSV(1998)及其支持者使用前述研究方法，深入研究了各个国家的法律环境差异与法制改革及其经济影响，拓宽研究范围并完善研究思路。以LLSV(1998)为基础的法律与金融理论，目前的研究成果可分为宏观和微观两个层面：宏观层面，主要是法律制度是否以及如何对金融发展和经济增长产生影响，包括从法律起源、法律移植、执法效率、投资者保护等角度分析法律对金融深化和经济发展的影响；微观层面，主要研究了法律制度与公司成长、公司融资、公司所有权和规模、公司治理和公司价值之间的关联。

具体而言，在宏观层面，法律起源论是LLSV(1998)及其合作者在研究中得出的重要结论。除《法律与金融》一文外，Robert（1997）用同样49个国家与地区的数据证明投资者保护与外部融资（股票、债券）之间的因果关系，根据法律规则和执法程度所测量的投资者保护程度较低的法系，其股票和债券市场不太发达。Lerner & Schoar（2005）发现，在普通法系或法律执行较好的国家，私募股权投资者更倾向于使用可转换优先股和合同条款保护自身利益；在大陆法系或法律执行较差的国家，私募股权投资者更依赖持有多数普通股

或贷款的方式控制公司。Harper & McNulty (2008) 对包含前苏联和东欧等转型经济国家的115个国家样本进行考察，研究法律起源对银行部门和金融发展的影响，在 LLSV 提出的四大法系基础上增加俄罗斯法系，发现俄罗斯法律起源比普通法起源对金融发展具有很强的负面影响。Porta & Lopez et al.(2008)全面回顾了《法律与金融》发表后的后续研究，梳理了法律起源和股东权利保护、债权人保护、所有权集中度等的关联性，探讨了法律起源和文化、政治等因素对金融发展的影响，对普通法国家的金融和经济绩效优于法国法系国家的现实给出了全面解释。进一步地，法律和金融理论认为法律起源通过政治机制和适应性机制影响金融发展，Beck & Kunt et al. (2003) 对前述两种机制的影响进行了实证检验，结果表明适应性机制能够解释不同法系国家在金融发展方面的差异，而政治机制却无法解释这种跨国差异。

除法律起源论外，法律与金融理论在宏观层面还就法律执行、金融监管对金融市场的影响进行了研究。LLSV (2000) 发现一国的法律执行力度与投资者买卖证券的意愿呈正相关。Beck & Levine (2002) 指出有效的法律执行机制可以使依赖外部融资的产业更快速增长，加速新企业的形成，促进更高效率的资本分配。Porta & Lopez et al. (2006) 以49个国家和地区的数据为样本，实证检验证券法对证券市场发展的影响，发现证券法中的强制信息披露、责任标准相较于公共执法更有助于促进证券市场的发展。Christensen et al.(2016) 研究了欧盟旨在减少市场滥用、提高透明度的两项证券监管规则调整对不同成员国的受益程度，发现在监管环境良好的国家，新的监管指令显著提升了市场流动性，但监管环境较差的国家则没有从新指令中受益。

在微观层面，法律和金融理论的研究聚焦于法律制度对企业、公司主体的影响。Porta & Lopez et al. (1999) 以29个国家的大公司为样本，发现在对小股东保护不力的国家，公司所有权的集中度越高。Skosples (2012) 使用21个转型经济国家的4000多家公司的调查数据，研究法律条文和法律执行对公司获得银行融资的影响，结果表明，债权人保护程度较差和合同执行力较差会对小公司产生显著的信贷约束，法院效率较差会对大企业产生明显的信贷约束，有效的法律执行和良好的法律条文不能互相替代。Burns et al. (2017) 认为等级累进制薪酬体系能发挥对高管的激励作用，提高公司业绩和公司价值，在投资者保护程度较好的国家提升效果更显著，他们的实证结果证实了这一观点。

归纳而言，以 LLSV 为基础的法律和金融理论可概括为运用计量经济学的研究方法，发现法律制度决定一国的公司治理、金融市场乃至经济发展，而法律制度的绩效取决于其法系归属。法律与金融理论提供了一个新的视角研究法律与金融的关系，在引起广泛关注的同时也饱受争议。学者从研究方法和研究结论两个层面对法律和金融理论提出了质疑。

在研究方法层面，反对者认为，法律和金融理论由于采用统计学方法，因而非常依赖变量界定的精确性、选取的科学性和定值标准的一致性。但是，LLSV 及其发展者所设计的指标变量并不清晰，法律制度的属性难以量化，变量控制的视野狭小，因此法律和金融理论研究得出的结论可能并不稳健。Spamann (2010) 认为法律与金融理论未能充分重视所收集法律数据的可比性，存在数据度量不准确的问题，通过对指标进行修正后，消除甚至颠覆了 LLSV 关于法系渊源带来的差异。此外，法律和金融理论运用的回归分析方法，只能寻找变量之间的依存关系，不能确定变量之间是否存在真实相关。有学者戏仿《法律与金融》的研究方法，考虑不同国家的法系归属与其球队在世界杯上表现之间的因果关系。

在研究结论层面，不少学者对法律起源论进行了批判。Roe（2006）认为，虽然与投资者保护相关的法律制度非常重要，但是法律并非证券市场的基石，各国的国家利益、意识形态及基本经济任务导致各国出现规模不同的证券市场。文化作为比法系更久远的因素，更能解释不同国家法律制度和法律执行效率的差异，这一观点被部分学者所主张。有学者认为法律和金融理论的适用范围存在局限，例如只关注了股权和债权市场，忽视了规模庞大的金融衍生品市场和结构化融资市场；投资者保护制度与公司价值的关系可能并不适用于具有更高不确定性的行业。此外，不少学者质疑法律制度与金融发展之间并非单向关系，而是存在一种复杂的互动关系，并由此提出了金融的法律理论。Coffee（2001）通过考察英美两国证券市场的历史，发现法律体系建设滞后于金融发展，金融发展对法律制度具有反向作用。Pistor（2013）认为，法律和金融之间是一种互动影响的关系；传统的法律与金融理论不适用于金融市场异常波动尤其是金融危机时期，严格履行契约可能造成宏观上的金融不稳定。

## 2.2 法律与金融活动及金融市场的关系

金融活动的活跃与金融市场的繁荣是需要资本形成和积累的，而资本累积依靠大量投资者的参与，为了刺激和激励投资者广泛参与资本积累，法律层面需要保障投资回报权以及表决权顺利实现。法律作为保护机制可以保障投资者的收益权和表决权，在这种制度安排下，才能刺激潜在投资者积极加入财富创造的浩荡队伍，使金融成为一个可持续的过程。

最早的关于法律保护与证券市场的研究集中于信息披露对金融市场的影响，Stiger（1964）、Jarrell（1981）、Simon（1989）等讨论美国1934年颁布的《证券法》对证券市场的影响，在探讨信息披露相关法规对证券市场波动性的作用方面，均得出较为一致的结论，

即信息披露程度越高，证券的波动性越低。到了20世纪90年代末，“法与金融学”第一次明确将法律因素引入对金融活动及经济增长影响的研究中，形成了法与金融理论，法律保护对金融市场影响的研究进入重要发展阶段。LLSV(1998)以世界上49个国家为样本并参考常用的法律渊源分类方法将各国法律体系主要分为两大类——普通法系(Common Law)和大陆法系(Civil Law)，发现不同法律起源国家对个人权利与国家公权力的赋予范围存在一定差异性，导致对投资者保护存在区别，各国金融发展水平也不尽相同。他们认为，金融交易受法律、执法机制与法律制度所支配。金融市场的发展、金融活动的活跃性与相关法律法规及监管制度之间存在很强的相关性。而各国的法律传统或法律起源是法律和监管的基石，保护投资者和履行契约的司法体系将更激励金融发展。除信息披露程度、举证责任配置等个体执行外，证券市场监管机构的调查权与处罚权对证券市场的发展也作用重大，单纯依靠市场力量无法进一步促进证券市场繁荣。对公司管理者的约束，保护外部投资者，对金融市场的改革起正向作用。LLSV 的观点可总结为“好的法律环境将会对一个国家的债券市场深度和广度产生重大影响。”、“不同法源国家资本市场的深度和广度存在着显著差别。”

继 LLSV 之后，投资者保护、金融发展及金融稳定方面的研究逐渐繁荣起来，许多学者都在进一步拓宽“法与金融学”这一新兴学科。Coffee (1999)发表的有关证券市场规则、公司治理及投资者权益保护的论文中，虽主要讨论公司治理，但也表明观点，市场规则完善对于金融市场进一步发展有正向作用，且在更完善的法律环境中，引导合同条款更为明确细化，比起单靠合同条款的约束对经济效率的提高更为明显。Jonson et. al.(2001)通过对1997—1998年亚洲金融危机中 25 个国家股票市场的研究，发现了投资者法律保护、公司治理与金融危机之间的关系：在法律对投资者保护比较差的国家里，当经济前景良好时，一

般还是会善待外部投资者；而当经济前景出现不景气迹象时，内部人就有可能更多地选择侵害外部投资者，而这种侵害往往又会造成更糟糕的公司治理，使实体经济受到戕害，从而引起股票价格的进一步下跌，最后金融泡沫破灭，进而引发金融危机。Mahoney(2001)研究发现，普通法系国家（相比大陆法系更注重保护私权）的单位资本 GDP 增长率要比其它法系国家平均高 0.71%。Levine(1999)也发现，法律对于投资者保护增强带来的短期财务改善会加速长期经济增长。Choi（2003）也肯定了法律制度对减少中小投资者面临的风险起到了一定作用，投资者在风险减少的情况下更有投资信心，市场的交易活跃程度也会随之上升。张建伟（2005）基于中国基本国情及市场特征从制度移植及中国证券法变革等方面结合西方实证研究论证了以投资者保护为目标的法律改革必然会给资本市场带来发展动力，并在2016年关于中国法律制度及金融发展的研究中总结得出，金融债务信用基础很大程度就是受金融法及司法维持和保护，金融法基础设施若出现漏洞，很容易引发金融市场动荡，并重挫金融市场的可持续发展。杜巨澜(2004)运用计量经济学的分析工具对法律制度与金融危机的发生及严重程度作实证研究，结论相似。

以上文献内容均在一定程度上支持了法律法规对于债券市场发展有着举足轻重作用的结论，而更好的保护投资者及更强的行政处罚执行水平才能进一步促进金融活动的繁荣和金融市场健康稳步发展。根据以往的研究成果，学术界关于证券法规对于金融市场秩序的维护作用已达成共识，设立监管机构也已普遍实践，目前世界各国都针对金融市场建立了以行政处罚为核心的证券监管公共执行机制，在保护投资者利益的同时，正向引导金融活动有序健康开展。

### 2.3 资管产品法律关系及法律责任

关于资管产品的法律关系研究，国内主要分为三类：一是金融资管产品的基础关系研究。王涌（2018）、刘燕（2018）在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》<sup>2</sup>正式颁布时，对资管产品的法律路径进行了讨论；缪因知（2018）认为强制将资管产品认定为一种法律关系，有损于司法，也有损于实践，在允许资管产品拥有多重法律关系的同时，保证其实际权利义务的平等更为重要。第二类是资管产品的法律适用研究。季奎明（2016）、楼建波（2017）等对资管产品做了较为整体的法律适用视角分析，而黄韬（2008）、陈学文（2012）等则从法律保护的视角进行分析。其三，以《人民司法》、《法律适用》等刊物为主，从实证分析、案例分析的视角来解读资管产品，涉及“销售侵权”、“适当性义务”、“举证责任”等方面。

海外文献大多结合案例与实证，如 Longstreth(1986)、Jansson et al.(2014)等对信义义务的研究，也有 Johnson(2009)、Gordon(1987)的规范分析与判例研究。此外，Frankel（2010）的专著《Fiduciary Law》对信义义务在意识形态与司法实践中的表现形态进行了系统性的专论。

以上有关资管产品法律关系的文献对于本文后续进行资管产品合同法律关系分析及法律责任确定性指标的构建具有指导意义。

### 2.4 债券违约的影响因素

债券违约的影响因素主要分为外部因素和内部因素两部分，其中包含宏观经济态势、制度环境、行业环境、企业盈余管理行为、公司治理水平及债券期限等六个角度。实证结果

---

<sup>2</sup> 俗称“资管新规”

表明，盈余管理手段、公司管理水准、企业所处的行业环境对企业债券违约概率均有显著为负的影响；制度环境越好，债券的违约概率越低；债券期限越短，债券违约的可能性越大；整体经济走低对债券违约产生不利影响。<sup>3</sup>但是，需要注意的是资管产品约定不明确可能会增加产品投资风险，增加的这部分风险难以度量，本文实证的时候采用妥协方案，使用了产品总风险的代理指标来反映这个风险，但这两个概念是有区别的，在理论假设部分，基于数据现实情况给出了推理结果，但是也对风险增量部分的原理进行了推理。

### 1. 外部因素

将宏观经济态势和政策制度环境以及行业环境界定为影响债券违约的外部因素。宏观经济的走势对债券违约有着重要的影响，宏观经济态势越差，债券违约的可能性就越大。若宏观经济的整体趋势较为明朗，在这样的背景下，会使企业受益，在一定程度上得到更好的发展机遇并积累利润，企业的违约风险就会降低；而当宏观经济情况不佳时，企业经营业绩就会受到影响，在金融去杠杆的背景下，实力较弱，投资过度的企业发行的债券就会面临较大的违约风险。

制度环境越好，企业债券违约的可能性就越小。中国在上游行业、基础设施领域一直有着较高的集中度，具有较多资源、资产。国企能获得较多的信贷，因而扩张能力较强，信用状况较好。国家大力扶持的企业，一旦企业或其所在行业出现了严重问题，政府会通过制定相应的政策来帮扶企业渡过难关，从而降低其债券违约的可能性(胡月晓，2020)。

当整体行业环境不佳并发生波动时，会对行业内的每一个个体企业产生一定程度的影响，进而影响债券发行主体的经营活动，甚至可能会导致财务风险，从而发生债券违约。当

---

<sup>3</sup> 总结的学术期刊的一般性研究结果。

公司所处的行业环境生态较差或自身在行业中处于不利地位时，例如产能过剩的钢铁和煤炭行业，如某些企业企图通过发行债券进行外部融资来推动企业继续生产，很可能会导致资金流动性停滞，甚至会出现资金链断裂，这样会使企业陷入经营困境，从而进入恶性循环，导致违约(李梦,2019)。

## 2. 内部因素

将企业盈余管理行为、公司管理水平、债券剩余期限界定为影响债券违约的内部因素。企业的会计信息质量会因为盈余管理行为而降低，当发债主体的企业盈余管理程度高时，企业财务报告信息就会变差，进而导致公司偿债压力过大，其发行的债券很容易发生违约。原因在于当企业对财务报表进行盈余粉饰时，并未根本解决企业的获利能力问题，从而对债券的投资者以及其他利益相关者的决策产生较大的不良影响，最终导致经济损失。另一方面，这种行为对企业的长远发展也存在相当不利的影晌，当企业失去了市场的信任，发展会变得更加艰难。

公司管理水平越差，其债券发生违约的可能性就越大。通过股东性质，独立董事比例以及股权集中度和董事会规模等变量综合得到企业管理水平的评价，研究发现，发生债券违约的企业的综合管理水平得分低于未发生违约的企业，分析得知，发生违约的企业内部监督有效性较低，治理结构不完善，从而导致违约风险大增。良好的公司管理可以通过减少盲目扩张、投资失误等问题来为企业提良好稳健的内部环境，进而减少企业债券违约的风险(李梦,2019)。

债券违约的可能性和债券期限呈负相关，且该负相关的程度十分显著，债券期限越短，违约的可能性就越高。自身盈利水平有限的企业，一般会偏向于选择短期融资，这样可以

更快速的获得资金用于企业周转，但一旦企业在短时间内并未因此提高盈利能力，就会面临无法偿还债权人本息的风险，进而构成债券违约。而选择发行长期债券进行融资的企业，由于长期债券的流动性低，企业须为此承担更高的发行成本，因此，长期债券的发行门槛相对较高，从而排除了部分自身能力较弱的公司，债券违约的风险整体偏低。

## 2.5 资产管理产品业绩评估方法

早期评估资产组合业绩时，人们逐渐意识到投资风险的存在，特别是1929年世界经济危机更加深了人们对投资风险的 understanding，但当时还没有合适的方法来刻画风险，资产组合的业绩评估一般依靠资产净值和收益率，其中的缺陷是显而易见的。Cowles(1933)提出需要确立一个基准才能对资产组合的绩效进行评估。现代投资理论明确指出，业绩评估需要同时考虑风险和收益。在 Markowitz (1952)提出均值方差模型理论之后，基于风险和收益的评估方法、技术就被提出且得到了运用。20世纪60年代末，资产组合选择理论、资本资产定价模型等理论的出现为资产组合业绩评估奠定了理论基础。传统单因素评估指标模型正是建立在资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM)基础之上，CAPM的假设条件自然也就成为资产组合业绩评估的假设条件。

### 1、特雷诺比率 (Treynor ratio)

Treynor (1965) 首次提出 Treynor 指数，体现了风险调整收益的首次学术尝试，他的模型以事后资本市场线 (CML) 为基准，对应计算出斜率反映资产组合收益对市场波动的敏感程度，衡量的是资产组合单位系统风险的风险溢价，其计算公式为：

$$T_p = \frac{R_p - r_f}{\beta_p}$$

其中， $\beta_p$  是该投资组合的系统风险。Treynor 指出，尽管 Treynor 指数的绝对值大小会随假定的市场收益率的变化而变化，但是资产组合的相对位次保持不变。

## 2、夏普比率 (Sharpe ratio)

Sharpe (1966) 同样以资本市场线为基准，提出了 Sharpe 比率。他认为，管理较好的投资组合的总风险接近于系统性风险，因此，使用单位总风险所获得的超额收益率来评价资产组合的业绩水平，表达式为：

$$S_p = \frac{R_p - r_f}{\sigma_p}$$

需要着重强调的是夏普比率并没有考虑资产组合与其它资产之间的相关性问题。此外，当基金超额收益为负数时，分母为较大的总风险  $\sigma_p$ ，夏普比率得到较小的负数，而投资组合的业绩反而变得较好，反之亦然，无论哪种情况都会产生错误的评价结果，特雷诺比率也存在类似的问题。Modigliani & Modigliani(1997)引入经过改进的 Sharpe 比率，即 M-2 测度，纠正投资者只考虑投资组合原始业绩的倾向；Muralidhar (2000)提出了 M-3测度，从投资者的角度考察了投资组合与基准组合之间的相关性问题；Stutzer (2000)提出了 Stutzer 指数，它允许收益收敛于任何分布。

## 3、詹森 $\alpha$ 值 (Jensen $\alpha$ )

Treynor 比率与 Sharpe 比率都适用于衡量相对业绩水平，需要与其他业绩水平或者某一基准进行比较。Jensen (1968) 提出了一种业绩评估的绝对指标，称为詹森  $\alpha$  值。

通过比较投资组合实际收益率和相同系统性风险时 CAPM 均衡条件下的期望收益率，二者的差值即为詹森  $\alpha$  值。当数值大于零且通过显著性检验则表示相对于市场基准组，投资组合业绩更好，反之亦然，表达公式为：

$$\alpha_p = R_p - [r_f + \beta_p(R_m - r_f)]$$

Jensen (1968) 认为分析预测证券业绩表现所做努力的回报尚不能弥补其研究与交易成本，多数投资组合劣于市场平均表现就是由于运作中产生了过多交易费用。在业绩评价过程中 Jensen 指数假定投资组合的  $\beta$  系数是固定的，但是实际操作中投资组合管理人会根据市场情况改变资产组合的风险状况，如果管理人预计市场高涨而提高投资组合的  $\beta$  系数，则会高估市场组合收益，进而低估管理人的择时能力。

Jensen (1968) 发现当基金经理具有证券选择能力但没有择时能力时，Jensen  $\alpha$  是有效的，然而当基金经理具有优良的择时能力，Jensen  $\alpha$  却有可能为负数。Grinblatt & Tittman(1989)采用了一种被他们称之为 Positive Period Weighting Measure 的方法加以改进，发现 Jensen  $\alpha$  不再为负数。

#### 4、信息比率 (Information ratio)

信息比率与夏普比率类似，其区别在于对风险的度量。信息比率被定义为每单位非系统性风险所带来的超额收益，表示为：

$$IR = \frac{\overline{ER}}{\sigma_{ER}}$$

其中,  $\overline{ER} = \overline{R_p} - R_b$ ,  $R_b$  是某一市场基准,  $\sigma_{ER}$  是  $ER$  的标准差。Grinold & Kahn (2000)

把投资组合管理人可以获取的最大信息比率分解为两部分, 分别是信息系数(Information Coefficient, IC)和广度(Breadth of the Strategy, BR), 表示为

$$IR = IC * \sqrt{BR}$$

信息系数 IC 表示组合实际收益与管理人期望收益的相关系数, 即管理人获得正阿尔法收益的能力, 策略广度 BR 为管理人对期望收益进行的交易次数。IR 是一个事前的理论值而非风险调整收益指数, Grinold & Kahn (2000) 认为它有利于评估实行主动管理策略的管理人的业绩水平。

以上有关资产组合业绩评估的方法一直被广泛使用, 但此类单一的指数对业绩评估还是存在一定的局限性, 还有对 CAPM 模型有效性的怀疑。对这些有争议问题的探讨, 推动了研究工作进一步完善和向新领域的拓展。例如用多因素方法, 通过其它方面(收益构成、风险细分、投资组合特性、管理风格、投资理念等等)来研究绩效。

本研究的重点在于度量产品投资风险差异, 与以上所列的传统金融风险度量方法相比, 法律因素与投资风险的金融原理层面的联系不是那么直接, 所以, 没有必要建立精细的绝对风险度量模型, 只要找到可以体现不同产品风险差异的代理指标, 就足以研究法律合同差异与风险差异的关系。

## 2.6 法律与基金收益的关系

关于法律制度、合同条款与基金收益之间关系的研究, 现有文献主要围绕监管强度、基金特征、信息披露、投资策略及业绩报酬与基金收益之间的关系展开。

关于监管强度对基金收益的影响。Srinivas & Yermo (1999) 基于对拉丁美洲国家（主要是阿根廷、智利和秘鲁）的养老基金、共同基金和资本市场（股票市场、债券市场）数据的实证研究，发现养老金制度改革在宽松监管框架下比在严格监管框架下能够带来更高的收益，建议现行监管框架应尽快向金融自由化的方向改革，允许养老基金投资于更大范围的金融工具。Cumming & Dai (2010) 利用 CISDM 的数据集实证研究发现，对关键服务提供商所在地和对通过 wrappers 进行资金分配的监管限制与更低的  $\alpha$ 、更低的平均月回报和更高的固定费用有关；在关键服务提供商所在地受到限制和最低资本要求更高的司法辖区，月回报率的标准差更低。

基金特征一般由基金合同条款确定。关于基金特征对基金收益的影响。Ferreira et al. (2013) 通过27个国家1997-2007年间的股权投资基金数据研究发现，在美国样本中基金规模与基金收益具有相反关系，但这种相反关系并未在其他国家的样本中出现，所投资股票的流动性限制能够解释这种差异；此外，还发现由大型基金家族管理的共同基金以及单独管理的共同基金具有更好的收益。

关于信息披露强度对基金收益的影响。Agarwal et al. (2015) 利用2004年5月美国 SEC 增加共同基金信息披露频率的监管改革措施契机，建立模型进行实证研究，发现提高基金投资组合的信息披露频率能够提高被披露股票的流动性，但是会损害基金资本化其收集到的市场信息的能力，进而降低基金收益，因此建议政策制定者平衡基金信息披露的利弊。Parida & Teo (2018) 也得出了与此相类似的结论。

关于投资策略对基金收益的影响。Sun et al. (2012) 基于基金的历史收益数据，创建了“策略区别指数” (Strategy Distinctiveness Index) 以衡量基金投资策略的特殊性，实证

研究发现，策略区别指数越高，基金收益越好。Peltomäki（2013）利用3382个单一对冲基金和761个组合对冲基金的样本数据进行实证研究，发现衍生品策略的多样性可能导致较大损失和较差收益。

关于业绩报酬对基金收益的影响。Hamdani et al.（2016）利用在以色列进行的监管实验，比较了业绩报酬对养老金计划收益的影响，发现基于业绩收费的基金表现出更高的风险，但风险调整后的回报明显更高，因此建议重新考虑对养老金管理中业绩报酬的监管限制措施。

### 三、 研究假设及机制分析

结合资产管理行业发展背景和问题以及法律制度对金融活动影响的文献内容，本章对核心的研究假设及可能的结果及机制进行详细讨论，为后文实证研究奠定基础与方向。

论文的解释变量是法律责任确定性，共分为10个维度衡量，同时考虑产品成立时间差异对产品投资风险的影响。由于是进行截面分析，论文定义产品投资标的是否发生违约为投资风险，并作为核心被解释变量，并采用累计净值、年化收益率分别作为产品风险的代理变量进行稳健性分析，产品类型作为控制变量。产品风险是本文研究的核心被解释变量，违约与否、产品累计净值、收益率都是从产品表现结果中抽象出来的信息，违约与否表征产品风险的机理很直接，产品累计净值表征产品风险的机理在于，固定收益产品有其独特的收益特征，收益差异空间小，收益特别高或者特别低的产品，一般是风险很高或者已经暴雷的产品，这部分产品在合同条款上与其它产品的差异能体现出产品的投资风险差异。

本文研究的侧重点与最终应用点在法律诉求，作为律师，现实需要是分析法律问题，一般最终走到法律诉讼程序的都是“坏孩子”，所以在研究对象选择上，希望在每一类型样本内，尽量偏向于法律诉讼风险高的样本，但也要确保样本的代表性、差异性、完整性。

本文研究提取的维度更多基于资深从业者的经验总结与建议，同时，结合笔者自身法律诉讼经验进行总结、提炼，以转化为更容易获取数据的问卷问题，详细数据提炼过程后有详细介绍。本文最终提炼法律责任确定性10个方面，分别为：机构背景(ins\_cont)、管理人权限(author)、信息披露(info\_dis)、投资限制(constra)、风险披露(risk\_dis)、关联交易限制(conn\_trans)、管理权限制(restrict)、投资团队(inve)、违约责任(respo)、逾期兑付(Overdue)。这些变量都潜在影响投资风险，相关机制汇报如下：

机构背景(ins\_cont)的风险等级与投资风险的关系相对直接。机构类型及背景影响产品投资风险的原因是多方面的，首先，不同类型的机构其主要监管部门可能存在差异，监管条例也可能不一致，在中国分业监管的特殊背景下，机构背景差异导致资管产品整体性的风险差异；其次，不同地域、不同股东、不同管理层背景、不同规模、不同内控与风控、不同激励机制的机构，开展业务的思路存在差异，有的机构更追求规模增长，有的机构更看重利润，有的公司风控严格，而有的公司风控宽松，这背后的原因很复杂，但是机构背景的风险等级作为解释变量，能部分体现出这种差异。由于数据很难搜集，难以区分地域及股东背景等特征因素的影响，在机制推理上更多从监管角度出发，中国的金融业执行分业监管政策，不同机构的经营监管政策环境存在差异，本文研究对象包括：银行、公募基金、期货公司、信托公司、保险公司、私募基金及其它，银行与保险公司的监管措施普遍偏严，大型银行如四大行等在理财业务上风险偏好极低，风控尺度严，违约情况较少出现，本文将重点放到搜集一些中小未上市银行的理财产品，以反映这部分产品在合同层面存在的潜在问题，中小保险公司的产品，特别是投连险产品在前些年受到过监管政策打压，近些年产品规模萎缩严重，投连险产品会配置一些权益资产，会导致分析失真，样本搜集难度也很大。公募基金的信息很公开，本人律师团队对固收类典型资管合同的搜集较为全面，特别是有些出问题的公募固收类产品。私募基金的操作更灵活，是本文搜集数据的重要方向，笔者认为私募基金由于监管政策相对宽松，在合同文本签署上，管理人“花样”更多，已经很能反映投资风险问题。从以上分析看，基于监管视角，机构背景可以反映法律责任的确定性，是很好的法律责任确定性代理指标，同时，与投资风险具有明显相关关系，且从银行、保险、公募、期货、信托、私募及其它，整体性的投资风险呈现上升趋势，本文按前述逻辑

排序进行打分，因而，最终打分结果理应与投资风险呈现正相关。但是，也可能存在另一种逻辑路径，即：由于笔者更关注“坏孩子”，虽然整体上正相关，在“坏孩子”这个小样本上，也可能是负相关的，在此予以特别说明。笔者考虑更一般化的情况，为此，提出研究假设：

**H1:** 机构背景(**ins\_cont**)风险等级越高，产品投资风险越大。

管理人权限(**author**)受约束的程度与法律责任确定性的代理关系逻辑很清晰，但与投资风险的关系很复杂，笔者基于法律执业视野分析管理人权限问题。管理人权限的大小可以反映产品的特征，即产品是事务管理型，还是主动管理型？是否聘请了投顾及是否有权自行聘请投资顾问？是否有义务主动行使委托财产投资产生的权利？是否有权决定产品的延期及到期的财产分配方式等。这些都可以一定程度上体现风险差异，另外，产品运营过程中，管理人被赋予的权限大小差异，可能带来产品风险应对与处置行动上的差异，进而体现为产品整体的投资风险差异。银行之所以通过通道的方式进行投资,可能就是因为资产方本身存在巨大风险,而通道业务在一定程度上加大了金融监管的难度,使金融风险增加,为资产方投资风险爆发埋下隐患。一旦资产方违约,银行与通道方之间由于脱离了资管业务的本质,容易造成双方之间的权责不清、责任不匹配甚至追责困难。例如本应被认定为信托关系的资管业务,由于银行免除了通道方的主动管理义务,导致双方之间徒有信托关系形式,受托人没有信托关系中最为核心的信义义务。在资产方违约后,通道方往往怠于积极行使权利,贻误主张权利的宝贵时机。因此，通道的存在会大大降低资管产品法律责任的确定性。

调研结果中，管理人权限(**author**) 数值越大，则管理人受到的约束越大，管理人的灵活空间越小，法律责任确定性越强。从因果逻辑上，当产品本身风险高时，存在将产品向被动化方向设计的可能性，以方便管理产品风险，此时管理人发挥空间小，管理人权限(**author**)

数值大，即表观上管理人权限(author)与产品风险正相关。与此同时，对于管理人权限(author)数值大的产品，管理人受到的约束大，管理人的灵活空间小，最终产品的风险更小，此时，管理人权限(author)与产品风险负相关。相关性在作用机理上存在正相关，也存在负相关的可能，两者的本质差异在于因果前提不一样，本研究难以搜集到面板数据，难以断定这两种机制哪种占主导作用，但是从一般习惯性思维看，产品约束大，产品投资风险小，即负相关更易于理解，为此提出以下假设：

**H2:** 管理人权限受约束(author)程度越大，产品投资风险越小。

对于操作复杂的投资策略，信息披露越多，投资策略的模仿者就越多，虽然法律责任确定性更强一些，但是会降低产品收益，甚至会由于“跟风”，导致资金的承载量过大而引发风险。对于一般的资管产品，信息披露过少则导致没有受到有效的监督，投资经理的空间变大，能加大收益，但是也可能加大产品运作风险，甚至出现职业道德风险。信息披露义务既是资管机构的法定义务，也是约定义务。《资管新规》明确将“主动、真实、准确、完整、及时”作为信息披露的标准和要求，而《信托法》、《银行业监督管理法》、《证券投资基金法》等皆对信息披露义务进行了规定。各类型资管合同中都需要将信息披露的内容和形式进行更加具体的约定。另须注意的问题是，由于当前监管政策越来越强调投资风险的实时披露，所以信息披露是贯穿资管业务投前、投后全流程的一项义务。信息披露的内容和形式约定越具体明确，法律责任的确定性越高。

信息披露(info\_dis) 与投资风险的关系机理很清晰，但是作用方向也存在多种可能，这个问题与管理人权限(author)的作用机制类似。具体来说，信息披露完善、充分的公司，对风险的揭露与提示较为充分，产品运作上更透明，能避免很多不必要的由于投资经理职业

道德风险带来的产品投资风险，因而从不同产品的差异化分析角度，信息披露要求越高，越透明，产品投资风险越小。但是，受到保护投资人监管导向的指引，投资风险高的产品，监管层会要求管理人披露更多的信息，以向投资者充分揭示风险，此时，信息披露与投资风险的关系为正。笔者问卷调研中，主要是针对影响投资者重大事项是否要求及时披露？重大事项是否有定义？信息披露的方式是否便于投资者及时获取信息？是否约定了异常交易、关联交易、被动超标的信息披露义务等。信息披露越充分，信息披露打分越高，一般意义上，普遍认为信息披露充分，管理人不当操作空间小，不合理投资风险小，因而信息披露与投资风险负相关。但是，信息披露与投资风险的关系为正相关时，投资风险反映的是产品总风险，产品总风险与不合理的边际风险概念有差异，笔者在调研过程中，由于风险本身难以度量，甚至最后只能妥协到使用收益率及累计净值反映风险，这种概念差异难以区分，解读本文结论时需特别留心。总之，基于以上机制探讨，信息披露数值越大，对管理人的信息披露要求越高，产品投资风险越小。可以提出研究假设：

**H3:** 信息披露(info\_dis)约定要求越高，产品投资风险越小。

投资限制约束了产品的投资比例、投资对象、投资期限、投资规模、投资行业等，投资限制越合理、严格，产品的风险越可控。本研究中，为简化分析，将投资范围与投资限制进行了合并，两者都反映合同的硬性约束差异对投资风险的影响。投资范围或投资限制一定程度上限制了产品的风险，投资范围约定越明确，产品的风险越明确。金融机构在发行资产管理产品时，应当按照不同的分类标准向投资者明示资产管理产品的类型，并按照确定的产品性质以及比例进行投资。在产品成立后至到期日前，不得擅自改变产品类型。混合类产品投资债权类资产、权益类资产和商品及金融衍生品类资产的比例范围应当在发行产

品时予以确定并向投资者明示，在产品成立后至到期日前不得擅自改变。产品的实际投向不得违反合同约定，如有改变，除高风险类型的产品超出比例范围投资较低风险资产外，应当先行取得投资者书面同意，并履行登记备案等法律法规以及金融监督管理部门规定的程序。资管产品的交易结构由资管机构根据产品特点来具体设计，产品交易结构必须合法、合规。

投资限制(**constra**) 与投资风险的关系机理与管理人权限(**author**)的机理类似，但是投资限制与管理人权限的分析侧重点有所不同，投资限制指的是投资过程中的必要性要求，如债券单券的持有比例、债券的买卖投资范围等，这是管理人必须遵守的要求，违反投资限制的交易在法律纠纷诉讼中，由于责任认定非常清晰，原被告的合理法律请求一般难以被对方驳斥。这些投资限制来源于两方面，一方面是监管要求，体现在不同类型机构的监管差异，另外，则是对特殊监管主体的监管差异。与此同时，不同公司对法律司法解释的不同理解，进而在制定合规规范时存在合规尺度差异，本质上反映机构内控制度差异。本研究难以区分监管差异与合规差异，但是整体看，一般来说，投资限制越严格，不管是什么投资经理来管理，可运作空间越小，产品投资风险越小，因为投资限制(**constra**)与公司的合规制度相关，因而，投资风险高的产品，在投资限制(**constra**)上更严格这个机制不存在可能性，因为产品投资风险高，合规直接就拒绝发行该产品了，若产品还能顺利发行，则机构的合规部门“形同虚设”。为此，提出研究假设：

**H4:** 投资限制(**constra**)约定越严格，产品投资风险越小。

风险披露(**risk\_dis**)与信息披露(**info\_dis**)的侧重点有差异，风险揭露可以体现产品的风险等级，产品本身的风险等级存在差异，最终的投资结果有差异，会跟投资风险直接相关。

而信息披露的范围与外延会更丰富，信息披露包括披露或者不披露均两可的信息对投资者公开的倾向，还包括产品风险以外，运营、管理、对外关系等一系列维度，侧重于管理人与投资者的沟通倾向与公开程度，而风险披露更聚焦于没有充分向投资者揭露风险，在风险事件发生概率较高或者已经发生时，管理人是否勤勉尽职，以有效应对风险事件，并合法合规的化解风险，及时对外沟通，在专业性、及时性及投资人利益最大化上，不同机构是存在差异的，本文风险披露主要指是否约定了特殊的更能让投资者认知风险的说明？风险揭示本身说明是否充分？是否明确提示了产品的风险等级？风险披露问卷得分越高，风险揭示越充分，正常风险以外的风险会更小，因而投资风险更小，为此，提出研究假设：

**H5:** 风险披露(risk\_dis) 约定越充分，产品投资风险越小。

关联交易限制(conn\_trans)是为了防止关联方侵害投资者利益，隔离关联主体之间的系统性风险，可以一定程度上保障投资者的利益。关联交易限制的差异，与最终的投资风险存在潜在关联，笔者办案过程中，发现很多管理人在管理委托资金时，经常性购买供职机构发行承销的债券，还有投资经理通过第三方持有的形式侵害投资人利益，笔者认为这种投资经理的道德风险，很大程度上是由于合同没有约定清晰，如果在委托合同中有明确约定，投资经理在进行这些违规行为时，不仅会考虑道德风险，还要考虑很确定的法律风险，可能会因为法律制裁风险而在违规行为上有所收敛，本次研究中，笔者专门将这一维度独立出来，验证其与产品投资风险的关系，本文打分中，关联交易限制越严格，打分越高，一般而言，此时投资风险越小，为此，提出研究假设：

**H6:** 关联交易限制(conn\_trans) 约定越严格，产品投资风险越小。

管理权限制(restrict)主要是从持有人大会制度及与委托人对产品的非投资性的事务如分配、赎回等约定角度出发，以是否有合理约定的委托人、持有人大会制度及持有人大会的职责明确程度研究对产品投资风险的影响。2020年7月，《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》发布，明确“应当根据当事人的协议约定或者债券持有人会议的决议，承认债券受托管理人或者债券持有人会议推选的代表人的法律地位”，并且“在债券持有人会议决议授权受托管理人或者推选代表人代表部分债券持有人主张权利的情况下，其他债券持有人另行单独或者共同提起、参加民事诉讼，或者申请发行人破产重整、破产清算的，人民法院应当依法予以受理”，充分保障了每一个债券持有人的利益，确保其可以充分行使自己的权利。债券持有人会议不是股东会或基金份额持有人大会那样，享有合同之外的固有权。其所有职权，特别是对债券持有人固有债权的约束，都应来自于各个持有人在合同中的明确承诺。持有人会议对内的约束力，根本上是全体债券持有人的同意，是一种合同履行的结果。如果没有在合同层面明确规定这些规则，则产品的投资风险很大，在笔者办案过程中，意识到很多产品违约之后，由于缺乏完善的持有人大会机制，投资者维权困难重重，本文打分中，持有人大会主要从是否设置持有人大会？是否约定了决定延长合同期限？决定修改合同的重要内容或提前终止？决定更换管理人、托管人。决定调整管理人、托管人的报酬标准等。持有人大会制度完善则打分高，一般意义上，投资风险更低。当然，也可能是因为产品的投资风险高，所以在合同文本中约定了完善的持有人大会制度，但是这不具有一般性意义，为此，提出研究假设：

**H7:** 管理权限制(restrict) 反映的产品持有人大会权力越大，产品投资风险越小。

投资团队(inve)实力情况是影响产品投资风险的显性因素，合同对投资经理的约定，是否明确了投资经理？是否约定了投资经理的变更程序和变更条件？投资经理的个人履历，过往业绩等都跟产品投资风险紧密相关。从机理上分析，投资团队包括个人和组织关系，如团队激励情况等。从个人角度，综合素质更高的人对市场及个券的判断能力更精准，因而可以规避产品投资风险，从组织关系角度，团队激励强的团队，产品超额收益高的可能性更高，投资风险小。但是也可能会导致团队风险偏好高，进而产品投资风险也高。综合来看，笔者认为对投资经理及变更约定明确、过往业绩稳定，激励机制好，产品投资违约债券的概率小，即产品投资风险小，本文打分中，投资团队(inve)打分高的，团队实力更强。为此，提出研究假设：

**H8:** 投资团队(inve)实力越强，产品投资风险越低。

违约责任(respo)是从风险事件后的风险处置角度研究与投资风险的关系，违约责任有没有约定得很具体,违约责任认定方式与承担比例与方式等都是重要的组成部分，这与产品投资风险存在潜在的关联。若是合同对违约责任条款的设置技巧严重不足，发生纠纷时违约责任条款难以有效发挥作用。具体表现在，有的合同违约责任条款设置过于笼统，如约定“一方违约另一方承担违约责任”，但到底承担哪些违约责任？按什么标准承担违约责任，均无法确定；有的合同违约责任约定过高等等。这些违约责任条款的设置，都存在一些先天不足，导致无法按此约定落实违约方的违约责任。违约责任条款可以根据合同不同条款分别细化设置，设置得越明确、严厉，法律责任的确定性越高，产品投资风险越小。为此，提出研究假设：

**H9:** 违约责任(respo)越明确，产品投资风险越低。

逾期兑付(Overdue)情况是否出现反映产品的履行情况,与产品的投资风险相关,且很直接,即都发生逾期兑付事件了,不管是局部还是整体性,性质有多严重,产品的投资风险都已经暴露。争议解决方式是逾期兑付(Overdue)的重要内容,因为只有发生了逾期兑付(Overdue),才会有争议解决方式这个问题。争议解决方式一般为法院诉讼或者仲裁,不同争议解决方式的效率、成本、公开程度等有所区别,对投资风险差异有一定的区分能力。

仲裁管辖与诉讼管辖在裁判倾向上往往存在差异,例如,在审理合同有效性案件时,仲裁比诉讼更倾向于维护合同的有效性。因此,针对不同的合同选择合适的管辖方式有助于增加法律责任的确定性。案件的地域管辖,直接关涉原告、被告的诉讼成本和便利性。由于地域经济、社会、文化和司法认知水平的差异,各地人民法院可能对司法政策的理解存在不同倾向,这不仅对案件的事实认定、法律定性至关重要,而且涉及诉讼中法院保全措施的执行,对当事人的利益有重大影响,争夺“主场优势”的对峙博弈在所难免。若是管辖法院在己方所在地,那无疑是大大有利的。本次研究中,打分越高,逾期兑付(Overdue)越严重,产品投资风险越高,为此,提出研究假设:

**H10: 逾期兑付(Overdue)情况越严重,产品投资风险越高。**

产品成立时间(time)与投资风险可能有密切联系,法律法规的执行力度与监管力度差异对产品的风险存在影响,在2018年4月前,资管行业的监管政策整体上较为宽松,而之后,监管明显趋严。不同时期资管业务的法律监管力度不同,会导致法律责任的确定性不同,大体可分为以下三个阶段:

弱监管阶段(2012—2015年)。2012年10月,《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司定向资产管理业务实施细则》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》等一批

部门规章颁布实施，细化了原有业务监管规则，放松管制，放宽限制，扩大了资产管理产品的投资范围，调整了资产管理产品的投资限制，允许集合计划份额分级和有条件转让，删除《集合细则》“理财产品连续20个交易日资产净值低于1亿元人民币应终止”等规定。

监管加强阶段（2016-2018.04）。2016年，监管部门调整监管思路，强调去杠杆、防风险。7月证监会发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，明确将“八条底线”规则升级为证监会的规范性文件；8月，基金业协会下发了《〈证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第1—3号〉（征求意见稿）的通知》，就“八条底线”新规实施细则公开征求意见。此后，“去通道、去杠杆”就成为业内共识。2017年，这一趋势再度延续与加强。证监会继续推进资管业务“去通道”、“降杠杆”，解决脱实向虚问题。2017年11月，“一行三会一局”联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见，显示监管方坚定规范资产管理业务的决心。

转型升级阶段（2018.05—至今）。2018年4月，人民银行、银保监会等部门联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，统一资产管理产品的监管标准，着重解决资产管理业务存在的监管套利、多层嵌套、刚性兑付等问题，引导资产管理业务回归本源。

由以上分析可知，产品成立时间越早，产品监管越弱，产品投资风险越高，当然，也可能存在一定的累计效应，即成立时间长的产品在相同条件下投资风险高于成立时间短的产品。本次研究中，变量测量难以做到这么精细，因而，仅从综合性的成立时间与投资风险关系角度考量，基于一般常识及笔者参与诉讼经验，成立时间早的产品，投资风险高的概率很大，为此，提出研究假设：

**H11:** 产品成立时间（time）越早，投资风险越大。

## 四、研究方法及实证结果

本文通过对金融业内人士进行问卷调查，搜集市场反馈，验证资管产品合同约定反映的法律责任确定性对产品投资风险的影响，再结合理论假设选择有效的自变量、因变量、控制变量，构建模型验证研究假设。

### 4.1 业内问卷调查

本文笔者在2021年5月底召开的法律与资管前沿问题研讨会间隙，对各类型金融机构的中高层从业人员进行问卷调查，广泛搜集一线固定收益实操者对固收类资管产品合同层面投资风险影响因素的经验总结。共获得25份问卷，问卷有效率100%，具体问卷内容及统计结果在附录 A 中展示。根据问卷调查统计结果，接受问卷调查的从业人员中有60%以上的调查对象认为法律监管力度、公司内部管理制度的严谨性以及资管合同违约责任条款严格程度会对投资经理履约的谨慎度产生影响，同时，除却法律、合同及内控因素外，不少调查对象认为公司激励机制及治理结构对管理人履职行为也有一定影响。由于部分维度十分抽象，甚至难以通过合同文本直接提取有价值的信息，本文基于这些一线从业者的实操经验并结合笔者所在律所操办的法律案件经验进行了一定程度的细化与转化，以更容易搜集数据。体现在以下几个方面：（1）增加了机构类型维度；（2）增加了投资过程约束差异分析，具体为管理人权限、投资范围、投资限制、关联交易限制、管理权限制；（3）明确了信息披露差异的影响分析，按侧重点将差异具体设置为信息披露、风险披露；（4）对争议解决机制进行了分析；（5）对逾期兑付发生事实与否进行了区分；（6）对关联交易限制进行了区分；（7）考虑了投资团队的影响；（8）从法律角度区分了违约责任差异的影响。

## 4.2 数据来源

确认主要维度后，笔者及所在律师团队在2021年下半年进行数据搜集，数据最新截止日为2021年年底，公开数据基于 wind 金融终端，而非公开信息由被调查对象按要求提供合同文本，团队成员分工完成数据提取、转化。

本文选择的初始研究样本为144个，基于数据完整性筛选后的有效样本为129个，剔除了15个样本，剔除原因在于在统计数据时，以上15个样本在本文设定的10个维度自变量中，至少一个维度完全缺少数据，导致这些样本在10个维度中存在维度缺失。

样本类型上，覆盖银行资管产品、公募基金产品、券商资管产品、私募基金产品、信托产品等各种产品类型。其中，团队基于公开数据研究分析了所有净值异常或者新闻报道揭示产品暴雷的公募基金产品，选择其中体现差异的代表性合同，人工从最新披露产品合同中提取附录 B 问卷信息。银行资管产品、券商资管产品、私募产品、信托产品的产品合同公开性不足，笔者通过非公开渠道分别搜集了一些样本，在搜集样本的过程中，尽量做到公司分散，最终构成为信托产品10个，银行资管产品11个，证券公司资管产品3个，私募基金产品41个，剩余为公募基金产品及其它。其中，团队分析后发现券商资管产品除去通道业务产品后，主动管理型产品的数量占比很低，且每家券商的产品合同都相对标准化，信托产品、银行资管产品也类似，但是差异化略高，因而多搜集了一些样本，由于私募基金产品更具灵活性，合同条款差异更大，后期将样本搜集重点放在私募基金产品上，这更能反映整个市场的状况。

研究发现，相同公司，甚至是相同类型公司的很多产品的产品合同相对一致，资管产品数量看似惊人，但是从中提炼之后，能体现出差异性的产品合同数量并没有那么多，由于

统计工作量实在巨大，团队未能有效估算出整个市场差异化样本占总样本的具体比例，但是从观察到及实际处理的样本看，此比例大概率低于5%。

上文描述了合同信息提取的样本来源，对于每一个样本，组织人员手工提取信息，过程中有一些业务规范要求，如产品净值的最新截止时间等，此外，还需补充一些公开信息。本文限定合同签订时间为**2012-2020**年，分别获得前文所述的**10**个维度的自变量及因变量的原始构成数据；另一方面，基于 Wind 获取部分公开资管产品业绩信息，对于未公开部分，团队提示被调查对象提供复权累计单位净值。净值区间段为产品成立至**2021**年年底，并计算简单年化收益率，对于已经结束的产品，计算存续期内简单年化收益率。固定收益产品有其独特的收益特征，收益差异空间小，收益特别高或者特别低的产品，一般是风险很高或者已经暴雷的产品，这部分产品在合同条款上与其它产品的差异能体现出产品的投资风险，处理数据的时候予以重点关注。

### 4.3 变量定义

#### 1. 自变量

为将法律责任确定性进行量化分析，本文从法律环境、合同约定内容和资管机构内部控制等**13**个方面进行评估，考虑数据可获得性，综合、全面刻画资管产品合同约定确定性。

**13**个度量法律责任确定性的维度分别为：**A**:机构背景(**institutional context**)、**C**:管理权限(**Manager Authorization**)、**D**:信息披露(**information disclosure**)、**F**:投资限制(**Investment constraints**)、**H**:风险披露(**risk disclosure**)、**I**:关联交易限制(**connected transactions**)、**J**:管理权限制(**Management Authorization**)、**K**:投资团队(**Investment team**)、

L:违约责任(responsibility of breach)、M:逾期兑付(Overdue payment)、B:法律法规、E:投资范围、G:争议解决。其中，B:法律法规、E:投资范围、G:争议解决三个维度，根据问卷数据搜集情况做了合并。具体来说，对B组与F组进行了合并，形成新的F组，E组同样并入F组，G组并入M组，形成新的10组变量，合并的原因在于减少研究的复杂度，同时，以上维度之间有一定的内在联系，具体机理在理论推理部分进行过详细说明。每一组问卷对应的问卷题号如附录C所示。

## 2. 因变量

在资管产品风险衡量问题上，根据文献综述中资管产品业绩评估方法，固收类资管产品的业绩不能只用系统性风险进行评估，且投资组合不一定是风险最分散化的，而特雷诺比率和詹森 $\alpha$ 值中着重考虑了系统性风险下的收益情况，在本文的研究中并不适合。

本文以产品是否因为投资违约债券而产生投资风险作为主效应分析的因变量，在确定产品投资风险时，遵循基本的金融学逻辑，同时结合债券型产品的基本业绩特征进行综合取舍。如下图1中企业债及公司债日均换手率所示，以企业债和公司债为代表的信用债换手率在过去12年内整体呈现下降趋势，且最近5年日均换手率低于1%，2021年日均换手率已经低于0.2%。由于信用债流动性差，大部分信用债投资者以买入持有到期为主要投资策略。信用债买入持有到期一般采用剩余期限摊余法进行净值估算，估值净值在正常情形下均应高于1，若产品净值较大幅度低于1，则有“踩雷”违约债券的重大嫌疑。



图 1 企业债及公司债日均换手率

下表统计了过去11年公募债券基金最后1%、5%、10%、20%业绩分位收益率，当业绩分位取5%时，绝大多数年份的后5%分位收益率高于-10%，若考虑产品成立以来累计净值的累计效应，累计净值低于0.9的产品比例更低，经过估算，在2012-2020年期间，占比约在3.7%，这些产品中，除去极端市场情况、大额赎回导致的净值异常外，其它产品都是由于持仓债券估值下降引起的，可以认为这些产品由于债券投资踩雷触发了投资风险，整体比例在92%左右，本文在主效应分析中，认定产品累计净值 $<0.9$ ，或者年化收益率 $<-1\%$ 的产品发生投资风险，与公募基金数据反映的违约情况类似，这部分产品最终真实产生投资风险（即：投资债券“踩雷”）的比例应在90%以上，故而，以此为产生投资风险与否的二分类标准具有很大的可信度。

表 1 公募债券基金收益率分位数表格（年）

Year	1%	5%	10%	20%
2011	-13.48%	-10.50%	-9.53%	-6.02%
2012	-0.47%	2.09%	3.14%	5.03%
2013	-12.13%	-5.18%	-3.50%	-1.31%
2014	3.66%	6.77%	8.18%	9.99%
2015	-22.06%	2.90%	7.00%	9.00%
2016	-31.66%	-11.04%	-4.75%	-1.30%
2017	-6.13%	-2.50%	-1.10%	0.38%
2018	-16.15%	-6.60%	-2.81%	1.58%
2019	-0.34%	2.70%	3.31%	3.74%
2020	-2.41%	0.85%	1.67%	2.29%
2021	-3.07%	1.57%	2.55%	3.29%

以  $Default_1$  表示产品是否产生投资风险，若产品符合最终净值  $< 0.9$ ，或者年化收益率  $< -1\%$ ，则  $Default_1 = 1$ ，否则  $Default_1 = 0$ 。

在稳定性分析中，本文重新定义了产品产生投资风险的标准，并进行替代变量分析，以  $Default_2$  表示。实际投资中，站在投资者角度，投资债券基金就是为了实现稳健收益，若产品成立时间满一年，但是产品收益远远低于银行存款利率甚至出现亏损，则认为产品“踩雷”，故而，若产品最终净值  $< 1$ ，或者年化收益率  $< 1\%$ ，则  $Default_2 = 1$ ，否则  $Default_2 = 0$ 。

在替代变量进一步分析中，以两个代理变量：产品累计净值、产品年化收益表示风险，以这两个指标衡量固收类资管产品风险的原因在于：（1）本研究采用横截面分析，只要是能体现出个体风险差异的代理变量，都可以认为是好的代理变量；（2）当某固收类产品的收

益偏离其它产品较多时，往往表明产品风险较高，甚至是已经有投资债券违约，导致净值剧烈下降，所以产品累计净值、产品年化收益其实就足以作为良好的风险代理指标。

为更好剖析固收类资管产品投资风险与合同法律责任确定性的关系，除却这两个变量外，还可以纳入其他会影响资管产品投资风险的因素。公司文化、激励机制、奖惩制度、治理结构以及管理理念都是影响管理人履行勤勉尽职义务的重要因素，严谨高效的内控是管理人履行勤勉尽职义务的有效保障及核心推动力，限于数据难以获取，本次研究中暂不纳入分析范围。

### 3. 控制变量

**type** 为产品性质，作为控制变量，依据产品的业绩比较基准或类似表述（简要）确定产品风险等级，以反映这一类型产品整体性的风险，从隐含风险低到高分**1,2,3**类。

### 4. 变量内生性说明

固收类产品投资风险的影响因素非常多，本文从法律条款角度论证法律合同因素与投资风险的关系，在因果关系论证逻辑上，变量内生性问题，尤其是遗漏变量问题很严重，由于本文只能搜集到截面数据，在搜集数据时，特别注重合同签订时间与产品净值的先后顺序，本文限定合同签订时间为**2012-2020**年，而净值统计日期为截止**2021**年年底的产品最新净值，在逻辑上可以认为产品合同的影响因素在前，而产品违约在后，这样在搜集数据时，已经保障了变量之间的因果关系，一定程度上避免了内生性对研究结果的影响。

## 4.4 模型建立

### 1. 截面线性回归模型

前文已阐述计量模型所需要的全部变量及其计算方式，根据横截面计量模型建立回归方程如下：

$$Risk_t = \beta_0 + \beta_1 factor_1 + \beta_2 factor_2 + \dots + \beta_n factor_n + inception\_time + \gamma_1 control_1 + \varepsilon_t$$

其中， $Risk_t$ 为反映产品投资风险的变量， $factor_1 \dots factor_2 \dots factor_{10}$ 为投资风险的影响因素，本文中定义了11个投资风险的影响因素，其中包含10个合同法律条款层面的因素，一个成立时间因素，本文的控制变量为产品类型。

## 2. 逻辑回归模型(Logistic Regression)

本文在搜集样本时，侧重于分析已经产生投资损失的产品，但是产生投资损失产品占总产品的比例很低，在最终样本中，有很大比例的产品产生投资损失，也有很大比例的产品没有产生投资损失。主效应回归中，**Default1**表示产品是否产生投资风险（损失），若产品产生投资风险（损失），则 **Default1=1**，否则产品没有产生投资风险（损失），则 **Default1=0**，本文设置两个产品产生投资风险（损失）标准，以检验回归结果的稳定性，**标准1**为：最终净值<0.9，或者年化收益率<-1%，在129个样本中有34个产品产生投资风险（损失），本文中以 **Default1**表示。若放松产生投资风险（损失）认定标准，**标准2**为：最终净值<1，或者年化收益率<1%，在129个样本中有61个产品产生投资风险（损失），本文中以 **Default2**表示。由于产品产生投资风险（损失）与是否是标准的是非选择项，因此对这一变量采用逻辑回归模型进行分析。构造模型如下：

$$\ln\left(\frac{P1}{1-P1}\right) = \beta_0 + \beta_1 factor_1 + \beta_2 factor_2 + \dots + \beta_n factor_n + \gamma_1 control_1 + \varepsilon_t$$

$$\ln\left(\frac{P2}{1-P2}\right) = \gamma_0 + \gamma_1 factor_1 + \gamma_2 factor_2 + \dots + \gamma_n factor_n + \delta_1 control_1 + \varepsilon_t$$

#### 4.5 数据描述性统计

由于问卷是标准化打分，对同一公司相同组别下的问卷得分进行简单平均加权处理，得到每个公司在每个维度（组别）下的平均得分，并基于平均得分进行实证分析，由上文陈述及之前理论假设，最终确定的变量定义如下表所示：

表 2 变量定义表

编号	英文组别	变量缩写	变量全称	中文释义
1	A	ins_cont	institutional context	机构背景
2	C	author	Manager Authorization	管理人权限
3	D	info_dis	information disclosure	信息披露
4	F	constra	Investment constraints	投资限制
5	H	risk_dis	risk disclosure	风险披露
6	I	conn_trans	connected transactions	关联交易限制
7	J	restrict	Management Authorization	管理权限制
8	K	inve	Investment team	投资团队
9	L	respo	responsibility of breach	违约责任
10	M	Overdue	Overdue payment	逾期兑付
11		nav	Product nav	产品累计净值
12		type	Product type	产品类型
13		return	Product annual return	产品年化收益
14		Default1	Default or not in criterial 1	条件1下违约与否
15		Default2	Default or not in criterial 2	条件2下违约与否

下表对解释变量与被解释变量进行了描述性统计。观察变量描述性统计结果，变量无异常值。

表 3 变量描述性统计

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	N	mean	sd	min	max
ins_cont	129	2.804	0.512	1.667	4
author	129	0.787	0.227	0.0833	1.429
info_dis	129	1.664	0.424	0.500	2.571
constra	129	0.908	0.278	0.339	1.519
risk_dis	129	0.554	0.443	0	1
conn_trans	129	1.116	0.221	1	2
restrict	129	0.337	0.411	0	1
inve	129	0.453	0.315	0	1
respo	129	0.234	0.307	0	1
Overdue	129	0.924	0.277	0.334	1.500
nav	129	1.019	0.244	0.0900	1.869
type	129	1.884	0.889	1	3
return	129	0.0146	0.0793	-0.281	0.268
Default1	129	0.264	0.442	0	1
Default2	129	0.473	0.501	0	1

从变量相关性表看，变量之间普遍有一定的相关性，但是相关性普遍不大，变量之间相关性对回归结果的影响很小。

表 4 主要变量相关系数表

	ins cont	author	info dis	constra	risk dis	conn trans	restrict
author	-0.129						
info dis	-0.0160	0.381***					
constra	0.120	0.0930	0.0830				
risk dis	-0.0270	0.0130	0.393***	-0.533***			
conn trans	0.424***	-0.0860	-0.0120	-0.263***	0.467***		
restrict	0.0570	0.107	0.536***	-0.201**	0.704***	0.425***	
inve	0.193**	-0.0610	-0.176**	0.506***	-0.299***	0.0500	-0.0740
respo	-0.0150	0.115	0.321***	-0.389***	0.641***	0.441***	0.610***
Overdue	0.0900	0.387***	0.466***	0.00200	0.345***	0.316***	0.494***
nav	0.0990	0.293***	0.358***	0.144	0.148*	0.0920	0.223**
type	-0.0420	-0.0490	0.301***	-0.486***	0.786***	0.467***	0.750***
return	0.0580	0.272***	0.462***	0.0880	0.204**	0.0350	0.286***
Default1	-0.0450	-0.339***	-0.316***	-0.0920	-0.220**	-0.116	-0.192**
Default2	-0.150*	-0.312***	-0.431***	-0.0310	-0.292***	-0.148*	-0.306***

表 4 主要变量相关系数表 (续)

	inve	respo	Overdue	nav	type	return	Default1
author							
info dis							
constra							
risk dis							
conn trans							
restrict							
inve							
respo	-0.0550						
Overdue	0.0690	0.433***					
nav	-0.0400	0.00500	0.332***				
type	-0.159*	0.726***	0.305***	0.0640			
return	-0.143	0.0480	0.305***	0.928***	0.118		
Default1	0.0890	0.0320	-0.353***	-0.720***	-0.0410	-0.713***	
Default2	0.0910	-0.0900	-0.249***	-0.656***	-0.174**	-0.695***	0.632***

## 4.6 实证检验

### 1. 影响因素主效应分析

下表反映产品是否产生投资风险或损失 (Default) 与影响因素的回归, 回归 (1) 为控制变量回归, 回归 (2) 至 (12) 是逐次添加回归变量后的回归结果。回归 (1) 显示产品类型与投资风险负相关, 但是不显著, type 变量反映的风险等级每提高一级, 则产品的投资风险降低0.1048。产品类型得分越高, 产品业绩比较基准隐含的产品投资风险越高, 金融逻辑上正相关更易于理解, 笔者认为这与在实际投资过程中, 业绩比较基准只是一个相对宽松的业绩考核点有关, 产品管理人在追求产品收益最大化的目标上较为一致, 这一点从逐次添加变量后, 控制变量的方向发生变化可以体现。

本文以回归结果方向为判定假设是否成立的条件, 不考虑显著性表示的可信程度。回归的绝大部分结果中, 机构背景 (ins\_cont) 变量与投资风险负相关, 笔者认为这与假设推理中的另一种情况, 即这些产品覆盖了主要的产生投资风险 (损失) 的产品, 机构背景与产品投资风险的关系方向发生改变有关, 也有可能是测量偏差引起, 需要在后续稳定性分析中确认。回归的结果均不显著, 回归 (2) 结果反映机构背景反映的产品风险每提升一个等级, 产品投资风险下降0.2103, 研究假设 H1不成立。

管理人权限 (author) 变量与投资风险的关系在所有回归中均负相关, 且极为显著, 首次添加管理人权限 (author) 变量的回归 (3) 结果显示, 管理人权限受约束(author)程度提升1%, 产品投资风险减小约3.8571%, 研究假设 H2成立。

信息披露 (**info\_dis**) 变量与投资风险的关系在所有回归中均负相关, 部分回归中这种关系显著, 首次添加信息披露 (**info\_dis**) 变量的回归 (4) 结果显示, 信息披露(**info\_dis**) 充分程度提升1%, 产品投资风险减小约1.3616%, 研究假设 H3成立。

投资限制 (**constra**) 变量与投资风险的关系在所有回归中均负相关, 部分回归中这种关系显著, 首次添加投资限制 (**constra**) 变量的回归 (5) 结果显示, 投资限制 (**constra**) 程度提升1%, 产品投资风险减小约0.8799%, 研究假设 H4成立。

风险披露 (**risk\_dis**) 变量与投资风险的关系在所有回归中均负相关, 所有回归中这种关系都非常显著, 首次添加风险披露 (**risk\_dis**) 变量的回归 (6) 结果显示, 风险披露 (**risk\_dis**) 程度提升1%, 产品投资风险减小约3.9733%, 研究假设 H5成立。

关联交易限制(**conn\_trans**) 变量与投资风险的关系在所有回归中均负相关, 但是在所有回归中这种关系都不显著, 首次添加关联交易限制(**conn\_trans**)变量的回归 (7) 结果显示, 关联交易限制(**conn\_trans**)程度提升1%, 产品投资风险减小约2.2898%, 研究假设 H6成立。

管理权限制(**restrict**) 变量与投资风险的关系, 在大部分回归中均正相关, 但是这种关系均不显著, 首次添加管理权限制(**restrict**)变量的回归 (8) 结果显示, 管理权限制(**restrict**)反映的产品持有人大会权力提升1%, 产品投资风险增加约0.1261%, 研究假设 H7不成立。

投资团队(**inve**) 变量与投资风险的关系, 在所有回归中均正相关, 但是这种关系均不显著, 首次添加投资团队(**inve**)变量的回归 (9) 结果显示, 投资团队(**inve**)能力提升1%, 产品投资风险增加约1.1196%, 研究假设 H8不成立。

违约责任(respo)变量与投资风险的关系，在所有回归中均正相关，且均显著，首次添加违约责任(respo)变量的回归（10）结果显示，违约责任(respo)提升1%，产品投资风险增加约3.3056%，研究假设 H9不成立。

逾期兑付(Overdue)变量与投资风险的关系，在所有回归中负相关，且均显著，首次添加逾期兑付(Overdue)变量的回归（11）结果显示，逾期兑付(Overdue)提升1%，产品投资风险减少约2.9711%，研究假设 H10不成立，这与常识不太吻合，结合后文稳定性分析，发现这与投资风险测量偏差相关。

产品成立时间（time）变量与投资风险正相关，但是不显著，首次添加产品成立时间（time）变量的回归（12）结果显示，产品成立时间（time）每推迟1%，产品投资风险略有上升，但是这种风险上升不具有显著性，结论方向与研究假设相反，研究假设 H11不成立，从合同条款视角看，产品的风险与成立时间先后无明显联系。

表 5 主要变量回归结果表 1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	Default1	Default1	Default1	Default1	Default1	Default1
ins_cont		-0.2103 (-0.54)	-0.5453 (-1.29)	-0.5151 (-1.20)	-0.5046 (-1.18)	-0.5032 (-1.06)
author			-3.8571*** (-3.71)	-2.9644*** (-2.73)	-3.1061*** (-2.77)	-4.2126*** (-3.09)
info_dis				-1.3616** (-2.18)	-1.2238* (-1.89)	-0.4493 (-0.62)
constra					-0.8799 (-0.82)	-3.1038** (-2.20)
risk_dis						-3.9733*** (-3.26)
type	-0.1048 (-0.46)	-0.1103 (-0.49)	-0.2302 (-0.91)	-0.0917 (-0.35)	-0.2594 (-0.77)	0.9406* (1.76)
Constant	-0.8322* (-1.79)	-0.2349 (-0.20)	3.8109** (2.23)	4.9666*** (2.69)	5.9213*** (2.65)	7.2394*** (2.82)
Observations	129	129	129	129	129	129

注：显著性符号意义为 \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ , 括号内为 t 值

表 6 主要变量回归结果表 2

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
VARIABLES	Default1	Default1	Default1	Default1	Default1	Default1
ins_cont	-0.1714 (-0.31)	-0.1750 (-0.31)	-0.1512 (-0.26)	0.3158 (0.45)	0.1909 (0.28)	0.3731 (0.49)
author	-4.1343*** (-3.02)	-4.1443*** (-3.03)	-4.1708*** (-3.02)	-4.7433*** (-3.11)	-3.9180** (-2.56)	-3.9589** (-2.57)
info_dis	-0.8624 (-1.05)	-0.8941 (-1.02)	-0.6591 (-0.73)	-0.9502 (-1.00)	-0.2768 (-0.29)	-0.0689 (-0.07)
constra	-3.1670** (-2.22)	-3.2187** (-2.14)	-3.8530** (-2.39)	-3.1463* (-1.91)	-2.6655 (-1.60)	-3.8202** (-1.97)
risk_dis	-3.5964*** (-2.89)	-3.6324*** (-2.81)	-3.6507*** (-2.78)	-3.8200*** (-2.78)	-3.7150*** (-2.72)	-4.3623*** (-2.89)
conn_trans	-2.2898 (-1.26)	-2.3018 (-1.27)	-2.4578 (-1.33)	-3.5600 (-1.49)	-2.3176 (-1.06)	-2.6791 (-1.16)
restrict		0.1261 (0.11)	0.0850 (0.07)	-0.2064 (-0.17)	0.2484 (0.19)	0.1509 (0.12)
inve			1.1196 (1.14)	0.7349 (0.71)	1.3747 (1.21)	2.8859* (1.83)
respo				3.3056** (2.52)	3.7369*** (2.76)	4.3284*** (3.02)
Overdue					-2.9711** (-1.98)	-2.9273** (-1.99)
time						0.0000 (1.47)

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
VARIABLES	Default1	Default1	Default1	Default1	Default1	Default1
type	1.0672*	1.0385*	1.0436*	0.5713	0.4467	0.4850
	(1.95)	(1.70)	(1.66)	(0.83)	(0.65)	(0.69)
Constant	9.0629***	9.2244***	9.0162***	9.5880***	8.6196**	-5.9893
	(2.91)	(2.67)	(2.64)	(2.78)	(2.56)	(-0.59)
Observations	129	129	129	129	129	129

注：显著性符号意义为 \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ , 括号内为 t 值

### 3.共线性检验

在逻辑回归中，分别采用方差扩大因子（VIF）、容忍度（tolerance）进行共线性检验，以下共线性诊断结果显示方差扩大因子值为4.58，并且，所有变量的容忍度值均大于0.1，可知，变量共线性对回归结果的影响很小。

表 7 共线性检验结果表

	VIF	Sqrt VIF	Tolerance	R2
ins_cont	1.45	1.20	0.6899	0.3101
author	1.41	1.19	0.7072	0.2928
info_dis	2.31	1.52	0.4335	0.5665
constra	2.43	1.56	0.4122	0.5878
risk_dis	3.83	1.96	0.2611	0.7389
conn_trans	2.16	1.47	0.4622	0.5378
restrict	3.65	1.91	0.2743	0.7257
inve	1.68	1.30	0.5936	0.4064
respo	2.55	1.60	0.3914	0.6086
Overdue	1.83	1.35	0.5459	0.4541
type	4.58	2.14	0.2181	0.7819
	Max VIF=4.58<5		Min Tolerance >0.1	

#### 4.稳定性检验

在主效应分析中，Default1的数值定义方式为：若产品符合最终净值 $<0.9$ ，或者年化收益率 $<-1\%$ ，则 Default1=1，否则 Default1=0，确认是否产生投资损失的标准较为严格，本节在稳定性检验中，为检验结果稳定性，将认定标准放松，Default2的数值定义方式为：若产品符合最终净值 $<1$ ，或者年化收益率 $<1\%$ ，则 Default2=1，否则 Default2=0。

管理权限制(restrict) 变量与投资风险的关系，在大部分回归中均负相关，但是这种关系均不显著，首次添加管理权限制(restrict)变量的回归(8)结果显示，管理权限制(restrict)反映的产品持有人大会权力提升1%，产品投资风险减小约0.1093%，研究假设 H7成立。

逾期兑付(Overdue)变量与投资风险的关系，在所有回归中正相关，且均不显著，首次添加逾期兑付(Overdue)变量的回归(11)结果显示，逾期兑付(Overdue)提升1%，产品投资风险增加约1.8080%，研究假设 H10成立。

产品成立时间(time)变量与投资风险负相关，且显著，首次添加产品成立时间(time)变量的回归(12)结果显示，产品成立时间(time)每推迟1%，产品投资风险减略有下降，且这种风险下降具有显著性，结论方向与研究假设一致，研究假设 H11成立。

由上文主效应分析结果，综合本节分析可知，在主效应分析中假设 H1、H7、H8、H9、H10、H11不成立，替代变量后，H1、H8、H9依然不成立，而此时 H7、H10、H11假设成立。主效应分析中已经成立的研究假设 H2、H3、H4、H5、H6，在替代效应分析中均成立。

表 8 替代变量稳定性检验结果表 1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	Default2	Default2	Default2	Default2	Default2	Default2
ins_cont		-0.6545*	-0.9149**	-0.9001**	-0.8714**	-0.8844**
		(-1.80)	(-2.35)	(-2.21)	(-2.13)	(-2.14)
author			-3.6642***	-2.3605**	-2.4246**	-2.8094***
			(-3.76)	(-2.33)	(-2.38)	(-2.61)
info_dis				-2.2287***	-2.2045***	-1.6659**
				(-3.10)	(-3.00)	(-2.26)
constra					-0.6459	-1.6873
					(-0.62)	(-1.43)
risk_dis						-2.1444**
						(-2.35)
type	-0.3988*	-0.4253**	-0.5320**	-0.2036	-0.3208	0.2944
	(-1.96)	(-2.05)	(-2.35)	(-0.78)	(-0.99)	(0.71)
Constant	0.6383	2.5209**	6.3069***	8.3087***	9.0413***	9.4453***
	(1.52)	(2.21)	(4.00)	(4.60)	(4.09)	(4.21)
Observations	129	129	129	129	129	129

注：显著性符号意义为 \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ , 括号内为 t 值

表 9 替代变量稳定性检验结果表 2

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
VARIABLES	Default2	Default2	Default2	Default2	Default2	Default2
ins_cont	-0.7187 (-1.52)	-0.7151 (-1.51)	-0.7368 (-1.55)	-0.7347 (-1.45)	-0.7379 (-1.42)	-0.4944 (-0.91)
author	-2.7569** (-2.56)	-2.7526** (-2.55)	-2.7267** (-2.54)	-3.1766*** (-2.80)	-4.1850*** (-2.96)	-4.0017*** (-2.79)
info_dis	-1.8735** (-2.30)	-1.8539** (-2.22)	-1.7734** (-2.09)	-1.9722** (-2.21)	-2.3733** (-2.42)	-2.2512** (-2.35)
constra	-1.7342 (-1.45)	-1.7036 (-1.39)	-1.9649 (-1.46)	-1.3438 (-1.01)	-1.6502 (-1.19)	-1.0120 (-0.71)
risk_dis	-1.9839** (-2.10)	-1.9607** (-2.03)	-1.9098** (-1.97)	-1.9943** (-2.09)	-2.3178** (-2.29)	-2.1366** (-2.07)
conn_trans	-1.0201 (-0.70)	-1.0059 (-0.69)	-1.0569 (-0.72)	-1.5185 (-1.02)	-2.3123 (-1.32)	-2.0215 (-1.19)
restrict		-0.1093 (-0.11)	-0.1430 (-0.14)	-0.1312 (-0.13)	-0.4012 (-0.39)	-0.1866 (-0.18)
inve			0.4023 (0.48)	0.1040 (0.12)	-0.2375 (-0.26)	-1.2073 (-1.14)
respo				2.3760* (1.95)	2.0078 (1.63)	1.5943 (1.26)
Overdue					1.8080 (1.36)	1.4872 (1.10)
time						-0.0000* (-1.92)

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
VARIABLES	Default2	Default2	Default2	Default2	Default2	Default2
type	0.3660 (0.85)	0.3971 (0.77)	0.3732 (0.72)	-0.0292 (-0.05)	0.1572 (0.27)	0.2694 (0.46)
Constant	10.2306*** (3.95)	10.1071*** (3.58)	10.1529*** (3.60)	11.1778*** (3.86)	12.2695*** (3.94)	25.0390*** (3.30)
Observations	129	129	129	129	129	129

注：显著性符号意义为 \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ , 括号内为 t 值

在上文讨论中，替代变量后，原假设 H1、H8、H9 依然不成立，为此，如前所述，分别以产品累计净值 (nav)、产品年化收益 (return) 及它们的自然对数为被解释变量。从结果看，机构背景 (ins\_cont) 变量与投资风险正相关，与 H1 假设方向一致；投资团队 (inve) 与投资风险负相关，与 H8 假设方向一致。违约责任 (respo) 与投资风险负相关，与 H9 假设方向一致。本节研究发现，在主效应及其替代效应中不成立的研究假设在替换变量逻辑时，能得到一定程度支持，但是由于与主效应变量的定义逻辑存在较大差异，因而研究结论仅作为额外补充。

表 10 替代变量稳定性检验结果表 3

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	nav	return	ln_nav	ln_return
ins_cont	0.0301 (0.66)	0.0104 (0.72)	0.0383 (0.53)	0.0661 (0.19)
author	0.1883* (1.87)	0.0408 (1.28)	0.2083 (1.30)	0.3623 (0.52)
info_dis	0.0990 (1.42)	0.0545** (2.47)	0.1489 (1.35)	0.6937 (1.32)
constra	0.1430 (1.34)	0.0348 (1.02)	0.2813* (1.66)	-0.4798 (-0.64)
risk_dis	0.1043 (1.27)	0.0261 (1.00)	0.1368 (1.05)	0.9318 (1.38)
conn_trans	0.0937 (0.73)	0.0037 (0.09)	0.1043 (0.51)	-0.6034 (-0.72)
restrict	0.0250 (0.31)	0.0195 (0.76)	0.0087 (0.07)	0.2810 (0.50)
inve	-0.0512 (-0.64)	-0.0327 (-1.29)	-0.1201 (-0.95)	0.4123 (0.74)
respo	-0.2204** (-2.34)	-0.0595** (-1.99)	-0.3598** (-2.41)	-0.7645 (-1.02)
Overdue	0.1673* (1.77)	0.0352 (1.18)	0.1006 (0.67)	0.2399 (0.37)
Constant	0.2414 (1.29)	-0.1977*** (-3.34)	-0.9519*** (-3.22)	-4.9443*** (-3.11)

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	nav	return	ln_nav	ln_return
Max VIF	3.49	3.49	3.49	3.87
Observations	129	129	129	82
AdjR2	0.188	0.225	0.108	0.071

注：显著性符号意义为 \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ , 括号内为 t 值

## 5. 边际效应分析

由于 Default1, Default2 表示产品投资是否发生“踩雷风险”，下表展示逻辑回归的平均边际效应结果，margins1 及 margins2 分别表示 Default1 及 Default2 对应的边际效应。可以看出产品投资风险不论是在 margins1 还是 margins2 的边际分析中，变量的显著性大小及显著性方向均未发生变化，表明逻辑回归模型的估计误差不影响 Default1, Default2 与变量关系的原始分析结论。

表 11 边际效应分析结果表

VARIABLES	(1) Margins1	(2) margins2
ins_cont	0.0439 (0.49)	-0.0773 (-0.93)
author	-0.4652*** (-2.81)	-0.6253*** (-3.12)
info_dis	-0.0081 (-0.07)	-0.3518** (-2.52)
constra	-0.4489** (-2.10)	-0.1581 (-0.71)
risk_dis	-0.5126*** (-3.30)	-0.3339** (-2.20)
conn_trans	-0.3148 (-1.18)	-0.3159 (-1.21)
restrict	0.0177 (0.12)	-0.0292 (-0.18)
inve	0.3391* (1.91)	-0.1887 (-1.16)
respo	0.5086*** (3.53)	0.2491 (1.29)
Overdue	-0.3440** (-2.11)	0.2324 (1.12)
time	0.0000 (1.53)	-0.0000** (-2.02)
type	0.0570 (0.69)	0.0421 (0.46)
Observations	129	129

#### 4.7 实证小结

本章基于搜集的问卷数据，对假设进行实证分析，本文以主效应分析、替代效应分析、进一步替代效应分析为分析手段，对研究假设进行了验证，发现虽然在被解释变量不一致时，变量的作用方向有些区别，但是当选择不同的被解释变量时，笔者在实际执业中的经验均能得到一定程度验证，出现这种现象与投资风险的测量偏差有关。

笔者以主效应分析及其替代效应分析的研究结论为验证发现的主要依据，在主效应分析及替代分析中，研究假设，H2、H3、H4、H5、H6均成立，替代效应中，除H2、H3、H4、H5、H6均成立外，H7、H10、H11假设成立，但是主效应中，以上假设不成立，他们仅获得了部分支持。

在改变变量定义逻辑的进一步替代效应分析中，分别以产品累计净值（nav）、产品年化收益（return）及它们的自然对数为被解释变量，原假设H1、H8、H9成立，但是由于与主效应变量的定义逻辑存在较大差异，因而研究结论仅作为额外补充。

笔者以主效应分析及替代变量分析中回归结果一致为标准，此时，研究假设H2、H3、H4、H5、H6均成立，而假设H7、H10、H11仅在替代效应分析中成立，此时假设部分成立。为此，结论汇总如下表：

表 12 实证结论汇总

编号	研究假设	验证结果
H1	机构背景(ins_cont)风险等级越高，产品投资风险越大。	不成立
H2	管理人权限受约束(author)程度越大，产品投资风险越小。	成立
H3	信息披露(info_dis)约定要求越高，产品投资风险越小。	成立
H4	投资限制(constra)约定越严格，产品投资风险越小。	成立
H5	风险披露(risk_dis) 约定越充分，产品投资风险越小。	成立
H6	关联交易限制(conn_trans) 约定越严格，产品投资风险越小。	成立
H7	管理权限制(restrict) 反映的产品持有人大会权力越大，产品投资风险越小。	部分成立
H8	投资团队(inve)实力越强，产品投资风险越低。	不成立
H9	违约责任(respo)越明确，产品投资风险越低。	不成立
H10	逾期兑付(Overdue)越严重，产品投资风险越高。	部分成立
H11	产品成立时间 (time) 越早，产品投资风险越大。	部分成立

## 五、研究结论

本文通过实证研究，确定固定收益类资管产品投资风险的影响因素。用实证方法验证本文理论及经验假设，期望该结论对于未来资管行业进一步规范和转型升级有一定的指导作用，进一步促进中国资管行业的繁荣发展。除此之外，本文在最后一部分进行了局限性分析，对未来进一步改进的方向进行了展望。

### 5.1 主要结论

本文将资管合同对投资范围、管理人义务及违约责任约定等情况综合纳入考量，形成完善的法律责任确定性指标体系，并结合相应的固收类资管产品投资风险事件，建立回归模型，研究变量之间的关系。通过分析资管合同中法律责任确定性如何影响资管产品投资风险，为各金融机构发展资管业务提供审慎的参考依据，期望更好规范资管合同的法律责任，减少因管理人不履职、乱投资而导致投资“暴雷”事件发生的机率，促进资产管理行业良性发展。

研究发现：（1）管理人权限受约束(author)程度越大，产品投资风险越小；（2）信息披露(info\_dis)约定要求越高，产品投资风险越小；（3）投资限制(constra)约定越严格，产品投资风险越小；（4）风险披露(risk\_dis)约定越充分，产品投资风险越小；（5）关联交易限制(conn\_trans)约定越严格，产品投资风险越小。同时，部分证据支持：（6）管理权限制(restrict)反映的产品持有人大会权力越大，产品投资风险越小；（7）逾期兑付(Overdue)情况越严重，产品投资风险越高；（8）产品成立时间(time)越早，产品投资风险越大。以下研究假设并不成立，但是有证据表明，在特定条件下假设也有成立可能性，具体结论还需

进一步研究：（9）机构背景(ins\_cont)风险等级越高，产品投资风险越大；（10）投资团队(inve)实力越强，产品投资风险越低；（11）违约责任(respo)越明确，产品投资风险越低。

笔者判断，资管产品合同约定更为明确、更具有可追责性、资产管理机构的内部控制越严谨高效，管理人能尽到勤勉尽职义务，预期风险及收益更为匹配时，固收类资管产品的投资风险相对较低、收益情况更符合预期。研究结果大体上支持了这个结论。

## 5.2 缺陷与不足

首先，风险指标存在局限性，固收类资管产品的投资风险是不可观察量，难以找到有理论基础、有逻辑，合理反映合同条款差异体现的增量风险差异的指标；其次，选取的法律责任确定性代理指标更多是基于从业者及笔者多年从业经验的判断，有一定的主观性；再次，本文仅着重讨论了固收类资管产品的合同法律责任确定性对风险的影响，由于权益类资管产品和混合类资管产品收益风险的影响因素更为复杂，无法体现法律责任确定性对于保障管理人履职，降低资管产品投资风险的作用，限定了研究对象范围。

## 5.3 政策建议

本文发现信息披露(info\_dis)、风险披露(risk\_dis) 对于预测、管理产品投资风险非常重要，即关于产品的信息披露充分，能在一定程度上减少投资风险。这给债券市场监管者的启示在于，在产品监管过程中，在合同约定中明确信息披露内容，向投资者充分揭示风险，最终能确保投资者利益，这与监管者的投资者保护导向是一致的。为此，笔者建议在资管新规执行落地过程中，应该加强明确资管合同中的信息披露条款模板，提供信息披露条款指引，减少投资者不必要的投资法律风险，保障投资者权益。

## 参考文献

- Agarwal, Vikas, et al. "Mandatory Portfolio Disclosure, Stock Liquidity, and Mutual Fund Performance." *Journal of Finance*, vol. 70, no. 6, 2015, pp. 2733–2776.
- Beck, Thorsten, & Ross Levine, Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter, 64 *Journal of Financial Economics* 147-180.
- Burns N, Minnick K, Starks L. CEO tournaments: A cross-country analysis of causes, cultural influences, and consequences[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, 52(2): 519-551.
- Coffee Jr J C. Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure[J]. *J. Corp. L.*, 1999, 25: 1.
- CF N. Londons Lombard Street. »Lombard Street: A Description of the Money Market.«  
By Walter Bagehot. London 1873.
- Choi S J, Pritchard A C. Behavioral Economics and the SEC[J]. *Stanford Law Review*, 2003: 1-73.
- Christensen, H. B. et al, Capital-market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement, 29 *Review of Financial Studies* 2885-2924.
- Cowles A .Can Stock Market Forecasters Forecast ? [J] .*Econometrica*, 1933, (1):309 -325.
- Cowles 3rd A. Can stock market forecasters forecast?[J]. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1933: 309-324.
- Chemmanur, T. J. & Y. Jiao, Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis, 36 *Journal of Banking & Finance* 305-319(2012).
- Coffee, J. C., The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control, 111 *Yale Law Journal* 1-82(2001).
- Cumming, Douglas, and Na Dai. "A Law and Finance Analysis of Hedge Funds." *Financial Management*, vol. 39, no. 3, 2010, pp. 997–1026.
- Frankel T T. *Fiduciary law*[M]. Oxford University Press, 2010.
- Ferreira, Miguel A., et al. "The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study." *Review of Finance*, vol. 17, no. 2, 2013, pp. 483–525.

- Grinold R C, Kahn R N. Active portfolio management[J]. 2000.
- Grinblatt M ., Titman S .Mutual Fund Performance :An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings[J] . Journal of Business, 1989, 62:393-424 .
- Goodwin T .H .The Information Ratio [J] .Financial Analysts Journal, 1998, 54(4):34 -43 .
- Gordon, Jeffrey N. "The puzzling persistence of the constrained prudent man rule." *NYUL Rev.* 62 (1987): 52
- Hamdani A, Kandel E, Mugerman Y, et al. Incentive fees and competition in pension funds: evidence from a regulatory experiment[R]. National Bureau of Economic Research, 2016.
- Harper, Joel T., & James E. McNulty, Financial System Size in Transition Economics: The Effect of Legal Origin, 40 *Journal of Money, Credit and Banking* 1263-1280(2008).
- Haugen, R .A .Modern Investment Theory [M] .Prentice -Hall .Englewood Cliffs .NJ ., 1993.
- Jarrell, G. A.. The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues. *Journal of Law and Economics*,1981, (12): 613-675.
- Johnson C. Economic crisis in East Asia: the clash of capitalisms[M]*Financial Liberalization and the Asian Crisis*. Palgrave Macmillan, London, 2001: 8-20.
- Julan Du, “Legal Institutions, Structure of Foreign Capital Flow and Financial Crises”, Working Paper of The Chinese University of Hong Kong, 2005.
- Jensen M .C .The Performance of Mutual Funds in the Period 1945 -1964 [J] .*Journal of Finance*, 1968, (23) :389 -428.
- Jensen M .Optimal Utilization of Market Forecasts and the Evaluation of Investment Performance [M] . *Mathematical Methods in Investment and Finance*,1972 .
- Jansson M, Sandberg J, Biel A, et al. Should pension funds’ fiduciary duty be extended to include social, ethical and environmental concerns? A study of beneficiaries’ preferences[J]. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2014, 4(3): 213-229.
- Jensen M C. The performance of mutual funds in the period 1945-1964[J]. *The Journal of finance*, 1968, 23(2): 389-416.
- Johnson E D. The fiduciary duty in mutual fund excessive fee cases: Ripe for reexamination[J]. *Duke law journal*, 2009: 145-181.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, & Andrei Shleifer, What Works in Securities Law, 61 *Journal of Finance* 1-32.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, & Andrei Shleifer, Corporate Ownership around the World, 54 *Journal of Finance* 471-517.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, & Andrei Shleifer, The Economic Consequences of Legal Origins, 46 *Journal of Economic Literature* 285-332.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes and Shleifer, supra note (3), “Investor Protection and Corporate Governance”, at 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 1997 , (52):1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R..Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 1998, (106):1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R..Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 2000a, (58): 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R..Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*, 2000b, (55): 1-33.
- Leland H .E .Beyond Mean -variance :Performance Measurement in a Nonsymmetrical World [J] .*Financial Analysts Journal*, 1999, 55(1): 27 -110.
- LLSV, Law and Finance, 106 *J. Pol. Econ.* 1113-55(1998).
- LLSV, Legal Determinants of External Finance, 52 *J. Fin.* 1131-50(1997).
- LLSV, Agency Problems and Dividend Policies around the World, 55 *Journal of Finance* 1-33(2000).
- Lerner, Josh & Antoinette Schoar, Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, 120 *Quarterly Journal of Economics* 223-246(2005).
- Levine, Ross. Law, Finance, and Economic Growth, *Journal of Financial, Intermed*, 1999, (8): 36-67.

- Longstreth L E , Walsh D A , Alcorn M B , et al. Backward masking, IQ, SAT and reaction time: Interrelationships and theory[J]. *Personality & Individual Differences*, 1986, 7(5):643-651.
- Mahoney, Paul G.. The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right. *Journal of Legal Studies*, 2001, (30): 503-523.
- Max Weber, *Gesammelte Politische Schriften*, 1921, Munchen: Drei Masken Verlag
- Modigliani F., Modigliani L. Risk-adjusted Performance[J]. *Journal of Portfolio Management* , 1997, (23) :45-54.
- Muralidhar A .S .Risk -Adjusted Performance :The Correlation Correction[J] .*Financial Analysts Journal*, 2000, 56(5) :63 -78 .
- Markowitz H. The utility of wealth[J]. *Journal of political Economy*, 1952, 60(2): 151-158.
- Modigliani F, Modigliani L. Risk-adjusted performance[J]. *Journal of portfolio management*, 1997, 23(2): 45-54.
- Mark D. West, *Legal Determinants of World Cup Success*, Michigan Law and Economics Research Paper No. 02-009(2002).
- Mark Roe, *Legal Origins, Politics and Modern Stock Markets*, 129 *Harv. Law Review* 460(2006).
- North, Douglas C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge (1990).
- Peltomäki, Jarkko. "Does diversity of derivatives use affect fund performance? Evidence from hedge funds and funds of hedge funds." *Managerial Finance* (2013).
- Pistor, K., A legal theory of finance, 41 *Journal of Comparative Economics* 315-330(2013).
- Parida, Sitikantha, and Terence Teo. "The Impact of More Frequent Portfolio Disclosure on Mutual Fund Performance." *Journal of Banking & Finance*, vol. 87, 2018, pp. 427–445.
- Robert W. Legal determinants of external finance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 113:11150.
- Sharpe W .F . Mutual Fund Performance[ J ] . *Journal of Business*, 1966, 39:119 -120.

S. Johnson, P. Boone, A. Breach, E. Friedman, "Corporate Governance in the Asian Financial Crises", 58 *Journal of Financial Economics* 141-186 (2000).

Stiger R R. Operational description of the duct analysis program job 12007[R]. Aerojet Liquid Rocket Co., Sacramento, Calif.(USA), 1964.

Stigler, G.. Public Regulation of the Securities Market. *Journal of Business*, 1964, (37): 117-42.

Simon, C. J.. The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues. *American Economic Review*, 1989, (79): 295-318.

Sharpe W F. Mutual fund performance[J]. *The Journal of business*, 1966, 39(1): 119-138.

Michacel Stutzer, A Portfolio Performance Index[ J].*Financial Analysis Journal*, may/June, 2000.

Stulz, René M., & Rohan Williamson, Culture, Openness, and Finance, 70 *Journal of Financial Economics* 313-349(2003). Licht, Amir N., Chanan Goldschmidt, &

Shalom H. Schwartz, Culture, Law and Corporate Governance, 25 *International Review of Law and Economics* 229-255(2005).

Sun Z, Wang A, Zheng L. The road less traveled: Strategy distinctiveness and hedge fund performance[J]. *The Review of Financial Studies*, 2012, 25(1): 96-143

Srinivas, P. S. & Yermo, Juan., Do investment regulations compromise pension fund performance - evidence from Latin America, <https://doi.org/10.1596/0-8213-4488-9>.

Skosples, Goran, Law and Credit Constraints in Transition Economies, 20 *Economics of Transition* 425-455.

Spamann, H., The "antidirector rights index" revisited, 23 *Review of Financial Studies* 467-486.

Treynor J. L. How to Rate Management of Investment Funds[J]. *Harvard Business Review*, 1965, (43):63-113.

陈学文. 商业银行非保本理财业务的投资者法律保护——以英美法系国家的"信义义务"为借鉴[J]. *政治与法律*, 2012(7):11.

道格拉斯·诺斯、罗伯斯·托马斯:《西方世界的兴起》, 华夏出版社2017年版。

- 杜巨澜. 法律制度、外资流的结构与金融危机[J]. 南大商学评论, 2004(1):41.
- 胡月晓. 经济"内功"提升 金融"双降"延续[J]. 华北金融, 2020(1):9.
- 黄韬. 证券监管与权力资源的再分配[J]. 法人, 2008.
- 季奎明. 论金融理财产品法律规范的统一适用[J]. 环球法律评论, 2016, 38(6):14.
- 科斯:《企业、市场与法律》, 格致出版社2014年版。
- 李梦. 公司债券违约风险的影响因素研究[D]. 吉林大学, 2019.
- 刘燕. 大资管"上位法"之究问[J]. 清华金融评论, 2018(4):4.
- 楼建波. 法院判决对中国影子银行业务的间接激励——金融商法的视角[J]. 清华法学, 2017, 11(6):12.
- 缪因知. 资产管理内部法律关系之定性:回顾与前瞻[J]. 法学家, 2018(3):15.
- 斯蒂芬·崔. 法律、金融和路径依赖: 发展强大的证券市场. 比较. 中信出版社, (8): 129-160
- 王涌. 让资产管理行业回归大信托的格局[J]. 清华金融评论, 2018(1):3.
- 亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究(下卷)》, 商务印书馆2004年版。
- 张建伟. 法律、投资者保护与金融发展——兼论中国证券法变革[J]. 当代法学, 2005, 19(5):8.
- 周传根, 王莹. 探索建立科学适用的证券投资基金评价体系[A]. 深圳证券交易所第五届会员单位、基金管理公司研究成果论文集[C], 2003.

附录 A

固收类资管产品问卷调查表

阁下您好！近期市场上固收类产品违约事件频发，我们拟对法律环境对产品违约是否存在影响进行调研，本调研为匿名调研，并严格保密，烦请拨冗填写。感谢！所涉问题如有不科学之处请谅解。

1. 贵单位所属金融机构类型：

银行 公募基金 证券公司 信托公司 私募基金 保险

其他\_\_\_\_\_租赁等\_\_\_\_\_

2. 贵公司所认购或管理的固收类资管产品规模合计为：

100亿以下 100亿至1000亿以内 1000亿以上

3. 阁下工作是否涉及固收类产品的管理、发行、投决、内控、保全等

涉及 不涉及

4. 阁下在单位属于：

普通职员 中层管理人员 高级管理人员

5. 阁下认为产品违约风险来自：

市场风险 管理机构是否尽职 其他\_\_\_\_\_两者都有\_\_\_\_\_

如管理机构是否尽职对产品违约有影响，则影响比重在：

20%以下 20%至50% 50%以上 不确定

6. 阁下认为法律环境完善是否会有助于产品违约率的降低：

是 否

7. 管理人履行勤勉尽职对产品违约率下降是否有影响：

是 否

8. 资管相关规定或重大司法裁判是否会对管理人履行勤勉尽职有影响：

是 否

9. 您认为公司内部管理制度严谨度与投资经理履行勤勉尽职是否有关：

是 否

如有关，则该因素对投资经理履行勤勉尽职的影响：

20%以下 20%至50% 50%以上 不确定

10. 您认为公司内部的风险控制政策、奖惩制度与投资经理履行勤勉尽职是否有关：

是 否

如有关，则该因素对投资经理履行勤勉尽职的影响有多大：

20%以下 20%至50% 50%以上 不确定

11. 您认为嵌套产品是否存在追责困难？

是 否

追责困难是否会导致对管理人约束力降低：

是 否

12. 您认为2018年资管新规出台之后，投资经理履约是否更谨慎：

是 否

13. 您认为公司固收类产品的投资范围约定是否严谨完善：

是 否

投资范围约定的产品风险是否与资金委托方的收益相匹配：

是 否

14. 您认为发行产品的违约责任认定是否严格：

是 否

资管产品违约责任条款更严格，对管理人履行勤勉尽职是否有影响：

是 否

如有，则该因素对投资经理履行勤勉尽职的影响有多大：

20%以下 20%至50% 50%以上 不确定

15. 您认为固收类资管产品久期的约定是否重要：

是 否

您认为目前市场上大多固收产品的久期与收益率要求是否相匹配：

是 否

16. 您认为现行法律体系对资管产品管理人勤勉尽职的规定是否明确

明确 不明确

如不明确，您认为应如何定义管理人的勤勉尽职义务（可不填写）：

看历史产品违约率，需设定在一个较低范围才算勤勉尽职；

17. 我们认为以下因素对管理人履行勤勉尽职有影响，且影响比重如下：

因素	比例	同意	不同意	您认为的比重
法律规定明确、严厉	40%	15	2	30%； 10%
投资范围约定明确	15%	13	4	20%； 25%； 应增加； 应该没有实际作用
违约责任约定明确、严厉	10%	15	3	20%； 15%；
信息披露约定明确	10%	14	3	15%； 应减少； 20%；
不存在嵌套	5%	16	1	15%
内控严谨	15%	14	3	10%； 25%
资金委托方法院管辖	5%	14	3	

18. 您认为还有哪些因素对管理人履行勤勉尽职有影响，及比重：

公司文化5%； 激励机制10%

资产管理机构的治理结构以及管理理念

## 附录 B

### 固定收益类资产管理产品法律环境问卷调查表

尊敬的领导好！

本问卷调查拟对 2018 年 4 月前成立及 2018 年 4 月后成立的固定收益类资产管理产品进行法律环境的问卷调查，问卷内容主要包括了监管政策、管理人所在机构的内控与风险及奖惩制度、法律文本要素及基金经理基本情况等方面的了解。烦请随机抽取不同 2018 年 4 月前成立的资管产品合同 20 份及收益净值、及 2018 年 4 月份后成立的资管产品合同及收益净值，便于我们完成问卷。我们将对问卷过程中知悉的信息严格保密，除了用于论文数据分析外不做其他任何用途。

以下问题若有选项，则在对应的表格中打“√”；若为“ ”，则在横线处填写对应信息。

一、机构概况（本部分每家单位只需填写一份）

1、贵司所属金融机构类型：

银行 公募基金 期货公司 证券公司 信托公司 保险 私募基金 其他

2、贵司资管总部所在区域：

北京、上海、广州深圳 江苏、浙江 省会城市（除广州、江苏、浙江以外）

其他城市

3、贵司所管理的全部资管产品规模合计为（人民币计量）：

3000 亿以上 1000 亿至 3000 亿 100 亿至 1000 亿以内 100 亿以下

4、贵司所管理的固收类资管产品规模合计为（人民币计量，债股混合的产品债券占 80%以上的暂按固收类产品统计）：

3000 亿以上    1000 亿至 3000 亿    100 亿至 1000 亿以内    100 亿以下

5、贵司所认购的固收类资管产品规模合计为（人民币计量，债股混合的产品债券占 80%以上的暂按固收类产品统计）：

3000 亿以上    1000 亿至 3000 亿    100 亿至 1000 亿以内    100 亿以下

6、贵司资产管理产品投资或认购内部控制或风险控制制度是否完善有效（自我评分有差到好 1-10 分）：

8 分以上    5-8 分    3-5    1-2 分

7、贵司资产管理产品投资或认购之投资团队的奖惩制度是否完善有效（自我评分有差到好 1-10 分）：

8 分以上    5-8 分    3-5    1-2 分

8、贵司资产管理产品对投资者信息披露制度是否完善有效（自我评分有差到好 1-10 分）：

8 分以上    5-8 分    3-5    1-2 分

9、贵司资产管理产品募集之合格投资者认定制度与程序是否完善有效（自我评分有差到好 1-10 分）：

8 分以上    5-8 分    3-5    1-2 分

10、贵司最新的金融机构监管评级为（如有）：

4 级及以上    3 级    2 级    1 级

11、贵司最新的证券业、基金业协会基金评级为（如有）：

5 星    4 星    3 星    2 星及以上

12、贵司管理的固收类资产管理产品过往 10 年内是否存在单笔投资 2 亿以上的本金亏损：

无       有

## 二、单个固定收益类资管产品合同约定及履行情况

### 13、合同类型（在对应的类别中勾选）：

投资类       融资类

（资产管理产品成立后由投资经理在合同约定的投资范围内构建资产组合进行投资并获取回报的暂定位投资类，产品成立时已明确了为特定融资主体提供资金借款的定向融资的暂定位融资类）

### 14、合同的成立日为：

2018 年 4 月前       2018 年 4 月后

### 15、产品管理类型（主动管理还是被动管理）

15.1 是否为事务管理型产品，即委托人自主决定，或根据第三方投资建议决定资管产品的运用对象、管理运用处分方式等事宜，自行负责前期尽职调查及存续期资产管理，自愿承担投资风险，管理人仅负责账户管理、清算分配及提供或出具必要文件以配合委托人管理财产等事务，不承担积极主动管理职责的资管产品：

是       否

若为事务管理型产品，则回答以下问题：

#### 15.2 选择事务管理类型：

纯通道类业务，产品成立后即依投资人完成投出后管理人不承担其他任何责任

需根据指定第三方（投资顾问）建议进行投资

#### 15.3 对于根据第三方建议进行投资的资管产品

15.3.1 管理人是否有义务审核第三方的投资建议：

是 否

15.3.2 除非违反监管规定，管理人是否有权否决第三方投资建议：

是 否

15.3.3 委托人是否有权否决第三方投资建议：

是 否

16、该支资管产品的规模（人民币计量）：

1 亿元及以下 1 亿元~10 亿元（包含本数字） 10 亿元及以上

17、资管合同中风险揭示是否充分说明风险：

是 否

18、资管合同中风险揭示部分是否有特殊的更能让投资者认知风险的说明：

是 否

19、资管产品是否聘请了投资顾问：

是 否

如聘请了投资顾问：

19.1 管理人、委托人的资产管理合同与投资顾问合同是否分开签署：

是 否

如分开签署：

19.2 投资顾问协议是否约定其知晓并接受资产管理合同中内容：

是 否

**19.3 资管合同与投资顾问合同约定的管辖:**

均为法院管辖 前者法院后者仲裁 前者仲裁后者法院 均为仲裁委  
仲裁

**20、资管合同对委托财产投资范围的约定（仅针对“投资类”合同）:**

**20.1** 无约定

**20.2** 范围宽泛

**20.3** 现金及银行存款、货币基金、国债、政策性银行债、央行票据、证券回购

**20.3.1** 是否有比例限制

是 否

**20.3.2** 如有比例限制，限制范围如下:

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%） 20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以内

**20.4** 金融债、地方政府债

**20.4.1** 是否存在评级要求:

是 否

**20.4.2** 主体评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

**20.4.3** 产品评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.4.4 是否投资比例限制:

是 否

20.4.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20% (不含 10%, 包含 20%)

10%及以内

20.5 企业债

20.5.1 是否存在评级要求:

是 否

20.5.2 主体评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.5.3 产品评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.5.4 是否投资比例限制:

是 否

20.5.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以下

## 20.6 超短期融资券

20.6.1 是否存在评级要求：

是 否

20.6.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.6.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.6.4 是否投资比例限制：

是 否

20.6.5 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以下

## 20.7 中期票据

20.7.1 是否存在评级要求:

是 否

20.7.2 主体评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.7.3 产品评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.7.4 是否投资比例限制:

是 否

20.7.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20% (不含 10%, 包含 20%)

10%及以内

20.8 公司债

20.8.1 是否存在评级要求:

是 否

20.8.2 主体评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.8.3 产品评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.8.4 是否投资比例限制:

是 否

20.8.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20% (不含 10%, 包含 20%)

10%及以下

20.9 交易所专项债券

20.9.1 是否存在评级要求:

是 否

20.9.2 主体评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.9.3 产品评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.9.4 是否投资比例限制:

是 否

20.9.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以上

#### 20.10 小公募公司债

20.10.1 是否存在评级要求：

是 否

20.10.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.10.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.10.4 是否投资比例限制：

是 否

20.10.5 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以上

#### 20.11 交易所非公开公司债券

20.11.1 是否存在评级要求：

是 否

20.11.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.11.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.11.4 是否投资比例限制：

是 否

20.11.5 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以内

20.12 债券回购

20.12.1 是否存在评级要求：

是 否

20.12.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.12.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.12.4 是否投资比例限制:

是 否

20.12.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20% (不含 10%, 包含 20%)

10%及以下

20.13 非公开发行公司债

20.13.1 是否存在评级要求:

是 否

20.13.2 主体评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.13.3 产品评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.13.4 是否投资比例限制:

是 否

20.13.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以下

#### 20.14 短期公司债券

20.14.1 是否存在评级要求：

是 否

20.14.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.14.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.14.4 是否投资比例限制：

是 否

20.14.5 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以下

#### 20.15 私募定向融资工具

20.15.1 是否存在评级要求：

是 否

20.15.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.15.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.15.4 是否投资比例限制：

是 否

20.15.5 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以内

20.16 资产支持证券

20.16.1 是否存在评级要求：

是 否

20.16.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.16.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.16.4 是否投资比例限制:

是 否

20.16.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20% (不含 10%, 包含 20%)

10%及以下

20.17 抵押支持证券

20.17.1 是否存在评级要求:

是 否

20.17.2 主体评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.17.3 产品评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.17.4 是否投资比例限制:

是 否

20.17.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以上

**20.18** 次级债券

**20.18.1** 是否存在评级要求：

是 否

**20.18.2** 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

**20.18.3** 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

**20.18.4** 是否投资比例限制：

是 否

**20.11.5** 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以上

**20.19** 二级资本债券

20.19.1 是否存在评级要求：

是 否

20.19.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.19.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.19.4 是否投资比例限制：

是 否

20.19.5 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以内

20.20 公募可转债

20.20.1 是否存在评级要求：

是 否

20.20.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.20.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.20.4 是否投资比例限制:

是 否

20.20.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20% (不含 10%, 包含 20%)

10%及以下

20.21 中小企业集合票据

20.21.1 是否存在评级要求:

是 否

20.21.2 主体评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.21.3 产品评级:

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.21.4 是否投资比例限制:

是 否

20.21.5 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以上

#### 20.22 资产支持票据

20.22.1 是否存在评级要求：

是 否

20.22.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.22.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.22.4 是否投资比例限制：

是 否

20.22.5 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以上

#### 20.23 项目收益债券

20.23.1 是否存在评级要求：

是 否

20.23.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.23.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.23.4 是否投资比例限制：

是 否

20.23.5 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以内

20.24 项目收益票据

20.24.1 是否存在评级要求：

是 否

20.24.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.24.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

**20.24.4** 是否投资比例限制:

是 否

**20.24.5** 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20% (不含 10%, 包含 20%)

10%及以下

**20.25** 公开募集证券投资基金

**20.25.1** 是否存在评级要求:

是 否

**20.25.2** 主体评级:

三星以下 三星 四星 五星

**20.25.3** 产品评级:

三星以下 三星 四星 五星

**20.25.4** 是否投资比例限制:

是 否

**20.25.5** 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以下

**20.26** 保险公司资产管理计划

**20.26.1** 是否存在评级要求：

是 否

**20.26.2** 主体评级：

三星以下 三星 四星 五星

**20.26.3** 产品评级：

三星以下 三星 四星 五星

**20.26.4** 是否投资比例限制：

是 否

**20.26.5** 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以下

**20.27** 证券公司及其子公司发行的资产管理计划

20.27.1 是否投资比例限制:

是 否

20.27.2 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20% (不含 10%, 包含 20%)

10%及以下

20.28 信托计划

20.28.1 是否投资比例限制:

是 否

20.28.2 如存在投资比例限制:

50%以上 30%到 50% 20%到 30% 10%以内

20.29 基金公司特定客户资产管理计划

20.29.1 是否投资比例限制:

是 否

20.29.2 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以下

20.30 在基金业协会登记的私募基金管理人发行并由具有相关资质机构托管的契约式私募投资基金、银行理财

20.30.1 是否投资比例限制：

是 否

20.30.2 如存在投资比例限制：

50%以上

30%到 50%（不含 30%，包含 50%）

20%到 30%（不含 20%，包含 30%）

10%到 20%（不含 10%，包含 20%）

10%及以下

20.31 其他投资范围

20.31.1 是否存在评级要求：

是 否

20.31.2 主体评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.31.3 产品评级：

CCC 级及以下 B 级 BB 级 BBB 级 A 级 AA 级 AAA 级

20.31.4 是否投资比例限制：

是 否

**20.31.5** 如存在投资比例限制:

50%以上

30%到 50% (不含 30%, 包含 50%)

20%到 30% (不含 20%, 包含 30%)

10%到 20% (不含 10%, 包含 20%)

10%及以下

**20.32** 是否可以投资上述产品的劣后级/次级资产:

是 否

**21、** 资管合同后是否附有拟投标的明细:

是 否

**21.1** 如是, 所附拟投标的明细, 管理人投前跟踪状况:

无事前研究与跟踪 已跟踪两周至一个月 已跟踪一个月至半年

半年以上

**22、** 投资组合的期限要求:

是否约定投资组合的平均剩余期限:

是 否

**23、** 是否约定投资组合的久期期限:

是 否

**24、** 投资限制:

24.1 持有一家公司发行的债券，市值不超过基金资产净值的：

无约定 20%以上 20%以内 15%以内 10%以内 5%以内

24.2 基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不超过该证券的比例：

无约定 20%以上 20%以内 15%以内 10%以内 5%以内

24.3 本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例不超过基金净值的：

无约定 20%以上 20%以内 15%以内 10%以内 5%以内

24.4 基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人胡各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的比例：

无约定 20%以上 20%以内 15%以内 10%以内 5%以内

24.5 是否对不同类别的固定收益资产（如资管计划、证券、基金等）约定投资比例限制：

是 否

24.6 是否针对公开/非公开发行的投资对象区别投资比例限制：

是 否

24.7 基金持有的全部资产支持证券其市值不得超过基金资产净值的：

无约定 20%以上 20%以内 15%以内 10%以内 5%以内

24.8 每个交易日日终在扣除国债期货合约需缴纳的交易保证金后，保持的现金或到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的【5%】：

无约定 20%以上 20%以内 15%以内 10%以内 5%以内

24.9 基金总资产不得超过基金净资产的：

无约定 200%以上 140%-200% 140%及以上

**24.10** 本基金进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金金额不得超过基金资产净值的：

无约定 40%以上 20%-40% 20%及以上

**24.10.1** 回购最长期限为【 】, 到期后不得展期：

无约定 1年以上 6个月到1年 6个月

**24.11** 主动投资于流动性受限资产的市值合计不得超过基金资产净值的：

无约定 20%以上 20%以内 15%以内 10%以内 5%以内

**24.12** 与私募类证券资管产品及证监会认定的其他主体为交易对手开展逆回购交易的，是否要求可接受质押品的资质应当与基金合同约定的投资范围保持一致：

是 否

**24.13** 是否规定禁止性的投资或者活动（如禁止违规担保、禁止无限责任的投资）：

是 否

**24.14** 是否针对基金的关联交易事项规定利益冲突防范机制：

是 否

**24.15** 法律法规或监管部门对基金投资限制作出调整的，是否规定相应的调整措施：

是 否

**24.16** 投资于非流动性品种，是否对发行主体进行限制：

是 否

**24.17** 是否不得投资于高污染、高能耗、产能过剩等国家禁止投资行业：

是 否

**24.18** 是否不得投资于高风险的衍生产品、非标债权资产、股票/债券正回购融资交易、  
债券回售：

是 否

**25**、资管合同约定的杠杆比例（即投资总资产与净资产之比）处于以下哪个区间：

200%及以上

100%~200%（不包含本数）

100%及以下

**26**、是否约定了侧袋机制（是指将基金投资组合中的特定资产从原有账户分离至专门账户  
进行处置清算，目的在于有效隔离并化解风险，确保投资者得到公平对待，属于流动性风  
险管理工具）：

是 否

**27**、仅针对“融资类“合同：

**27.1** 融资人是否提供对债务的履行提供担保：

是 否

**27.2** 融资人对债务提供担保的方式：

保证担保 权利质押担保 不动产抵押担保 其他担保

**28**、管理人的权利和义务：

**28.1** 管理人是否有权自行聘请投资顾问：

是 否

**28.2** 管理人是否有义务主动行使委托财产投资产生的权利（如底层资产违约或预期违约后主动追偿或采取相关措施）：

是 否

**28.2.1** 管理人行使 28.2 中的权益是否以委托人出具书面授权为前提：

是 否

**28.2.2** 管理人是否有权决定产品提前到期或延期：

是 否

**28.3** 信息披露义务

**28.3.1** 是否约定发生能影响投资者利益的重大事项时及时向委托人披露的义务：

是 否

**28.3.2** 对 28.3.1 中的“重大事项”定义是否清楚完备：

无定义 一般性约定 约定较严谨

**28.3.3** 信息披露义务的履行方式：

主动定期或不定期邮件发送 投资者在指定网站自行查询

前述两者均有

**28.3.4** 如属主动发送的

电子邮件或传真 官网披露 邮寄 前述三者中的任意方式

**28.3.5** 是否约定发生异常交易、关联交易及被动超标后及时向委托人披露的义务：

是 否

**28.3.6** 是否对 28.3.5 中的“异常交易”限定范围：

无定义 一般性约定 约定较严谨

**28.3.7** 是否对 28.3.5 中的“关联交易”限定范围：

无定义 一般性约定 约定较严谨

**28.3.8** 是否对 28.3.5 中的“被动超标”限定范围：

无定义 一般性约定 约定较严谨

**29、**对于资管产品的本金及收益兜底条款：

**29.1** 是否存在资产管理机构对于资管产品的本金及收益不受损失的兜底条款或安排（俗称是否存在刚性对付）：

是 否

**29.2** 是否存在资产管理机构之关联方对于资管产品的本金及收益不受损失的兜底条款或安排：

是 否

**29.3** 是否存在第三方（可以是资金需求方及其关联方）对于资管产品的本金及收益不受损失的兜底条款或安排（兜底本金比例超过 70%）：

是 否

**30、**各方就资管合同签订补充协议的情况：

**30.1** 是否在订立资管合同后另行签订补充协议：

是 否

如是，则回答下列问题：

**30.2** 补充协议的签订时间：

资管合同签订时 资管合同履行中，到期之前 资管合同到期之后

**30.3 补充协议约定的内容：**

合同期限 投资限制 回购、差额补足等形式的保底条款 其他

**31、资管产品到期之后的处理：**

**31.1 受托人/管理人是否有权决定延期：**

是 否

**31.2 受托人是否有权决定原状分配：**

是 否

**32、争议解决方式**

**32.1 资管产品约定的争议解决方式：**

法院 仲裁

**32.2 通道合同约定的争议解决方式（如有）：**

法院 仲裁

**33、资管产品风险等级：**

**33.1 是否约定了产品风险等级：**

是 否

**33.2 若约定了风险等级，则风险等级约定是否具体（若仅有“较低”或“较高”等描述，  
则视为不具体）：**

是 否

**33.3 若有具体的风险等级，则为：**

R5 R4 R3 R2 R1

33.4 R1 风险等级下基金管理人可接受胡净值回撤比例:

10%以上 5%-10% 5%以内 不接受

33.5 R2 风险等级下基金管理人可接受胡净值回撤比例:

10%以上 5%-10% 5%以内 不接受

33.6 R3 风险等级下基金管理人可接受胡净值回撤比例:

10%以上 5%-10% 5%以内 不接受

33.7 R4 风险等级下基金管理人可接受胡净值回撤比例:

10%以上 5%-10% 5%以内 不接受

34、资产管理产品是否约定了目标收益:

无约定 5%以内 5%-8% 8%-12% 12%以上

35、关联交易:

35.1 受托人/管理人是否可以进行关联交易:

是 否

35.2 是否约定受托人/管理人进行关联交易需要事先取得委托人/投资人同意:

是 否

35.3 是否约定委托人/投资人签署本合同即视为同意进行关联交易:

是 否

35.4 管理人是否可以投资管理公司发行或承销的产品:

是 否

36、管理人对产品的调整义务

36.1 是否约定市值偏离及风险预警处置线：

是 否

36.2 因管理人之外的因素导致投资标的的不符合投资限制的要求时：

36.2.1 管理人是否有调整义务：是 否

36.2.2 管理的调整义务是否限制时间：是 否

36.2.3 管理人的调整义务是否要求完成调整：是 否

36.2.4 若要求必须调整完成，则是否有例外/豁免约定：是 否

37、关于业绩报酬/超额收益：

37.1 管理人是否收取业绩报酬/超额收益：

是 否

37.2 若 37.1 选择“是”，则管理人收取超额收益收取的比例：

10%及以下

10%~30%（不包含本数）

30%~50%（包含本数）

50%（不包含本数）以上

37.3 管理人提取业绩报酬/超额收益的计算时间：

月 季 半年 年 其他\_\_\_\_\_

37.4 产品收益或净值为\_\_\_\_\_时，可提取超额收益。

37.5 产品净值下跌时是否对超额收益或业绩报酬的提取有回补机制：

有 无

37.6 是否有约定产品净值创新高时在超出部分计算超额收益或业绩报酬的提取：

有 无

38、如只收取固定报酬的，固定报酬为\_\_\_\_\_，属于通道的固定报酬为\_\_\_\_\_。

39、委托财产的提取与赎回

39.1 该产品的运作模式，即委托人./投资者是否有权提取委托财产/赎回份额：

开放式（是） 封闭式（否）

若为开放式产品，则回答以下问题：

39.2 委托人/投资者提取委托财产/赎回份额，是否有最低持有净值要求：

是 否

39.3.1 管理人是否有权拒绝委托人/投资者的提取/赎回申请：

是 否

39.3.2 资管合同中是否存在拒绝或暂停委托人/投资者的提取/赎回申请的情形：

是 否

39.3.3 若管理人有权拒绝委托人/投资者的提取/赎回申请,是否存在前提条件：

不存在

委托人/投资者未按约提前通知

发生巨额赎回且兑付困难

特定资产占前一日基金净资产净值 50%以上的

可能导致单一投资者持有基金达到一定比例

其他情形

**39.3.4** 资管合同中是否巨额回赎:

是 否

**39.3.5** 资管合同中巨额回赎的认定:

基金净额 5%以内 基金净额 5%-10%以内 基金净额 10%-15%以内 基金净额 15%-20% 基金份额 20%以上 (以内不包含本数)

**39.3.6** 资管合同中巨额回赎是否需要公告:

是 否

#### 40、被动超标

**40.1** 资管合同是否约定了何为投资范围的被动超标:

是 否

**40.2** 资管合同是否约定了被动超标后管理人需在指定时间调整超标部分使投资符合合同约定投资范围:

有 无

**40.3** 资管合同是否约定了被动超标后管理人未在指定时间调整超标部分使投资符合合同约定投资范围的责任:

有 无

#### 41、是否约定了定期分红:

有 无

**41.1** 如约定了定期分红:

按月 按季 半年度 年度

#### 42、违约责任

42.1 资产产品是否约定了管理人超范围投资或违约管理的具体违约责任：

有 无

42.2 违约责任是否有管理人违约后的管理责任金额或金额计算标准：

有 无

42.3 违约责任是否有管理人逾期赎回：

有 无

#### 43、产品履行情况

43.1 产品是否存在逾期无法兑付。

是 否

43.2 若 43.1 中选择“是”，则违约状态持续多久后违约方承担违约责任

1年及以下 1~3年（不包含本数） 3年及以上

43.3 产品无法兑付的本金比例：

10%以内 10%-30%以内 30%-50%以内 50%以上

43.4 产品清算时或产品（存续产品）目前的净值为\_\_\_\_\_。

#### 44、资管产品是否有托管银行：

是 否

44.1 是否有约定委托人可向托管人申请查询交易信息：

是 否

45、持有人大会

45.1 该产品投资人/委托人个数：

一个 两个及以上

45.2 若 45.1 选择“两个及以上”，该产品是否设置持有人大会：

是 否

45.3 若 45.2 选择“是”，产品合同约定哪些情况下应当召开持有人大会：

决定延长合同期限；

决定修改合同的重要内容或者提前终止基金合同；

决定更换管理人、托管人；

决定调整管理人、托管人的报酬标准；

其他

三、管理团队情况

46、合同是否约定投资经理变更程序和变更条件：是 否

47、合同是否约定具体的投资经理人选：是 否

若 47 为“是”，则回答下列问题：

47.1 投资经理的性别：男 女 不详

47.2 学历：本科 硕士 博士

47.3 投资经验：

5 年及以下

5~10 年（不包含本数）

10 年及以上

47.4 投资经理过去或现在管理的产品中，是否存在本金无法兑付超过 30%的情形

有 无

48、基金经理过往是否有管理产品踩雷的记录（本金无法兑付超 30%以上情形的）：

有 无

#### 四、产品净值

49、本固收资管产品最新净值为（如已清算的请填清算净值）\_\_\_\_\_。

50、本产品是否存在已投资项目本金大额亏损的情形（如不好判断可不填写）：

是 否

（完）

## 附录 C

### 资管产品法律维度与问卷问题对应表

组别	维度	问卷题号	组别	维度	问卷题号	组别	维度	问卷题号
A	机构背景	问题 1	F	投资限制	问题 20.4.4	F	投资限制	问题 36.2.4
A	机构背景	问题 2	F	投资限制	问题 20.5	F	投资限制	问题 40.1
A	机构背景	问题 3	F	投资限制	问题 20.5.1	F	投资限制	问题 40.2
A	机构背景	问题 4	F	投资限制	问题 20.5.4	H	风险披露	问题 17
A	机构背景	问题 6	F	投资限制	问题 20.6	H	风险披露	问题 18
A	机构背景	问题 7	F	投资限制	问题 20.6.1	H	风险披露	问题 33.1
A	机构背景	问题 8	F	投资限制	问题 20.6.4	H	风险披露	问题 33.2
A	机构背景	问题 9	F	投资限制	问题 20.7	H	风险披露	问题 33.3
A	机构背景	问题 10	F	投资限制	问题 20.7.1	H	风险披露	问题 33.4
A	机构背景	问题 11	F	投资限制	问题 20.7.4	H	风险披露	问题 33.5
A	机构背景	问题 12	F	投资限制	问题 20.8	H	风险披露	问题 33.6
A	机构背景	问题 16	F	投资限制	问题 20.8.1	H	风险披露	问题 33.7
C	管理人权限	问题 13	F	投资限制	问题 20.8.4	I	关联交易限制	问题 24.14
C	管理人权限	问题 15.1	F	投资限制	问题 20.12	I	关联交易限制	问题 35.1
C	管理人权限	问题 15.2	F	投资限制	问题 20.12.1	I	关联交易限制	问题 35.2
C	管理人权限	问题 15.3.1	F	投资限制	问题 20.12.4	I	关联交易限制	问题 35.3
C	管理人权限	问题 15.3.2	F	投资限制	问题 20.13	I	关联交易限制	问题 35.4

组别	维度	问卷题号	组别	维度	问卷题号	组别	维度	问卷题号
C	管理人权限	问题 15.3.3	F	投资限制	问题 20.13.1	I	关联交易限制	问题 45.1
C	管理人权限	问题 19	F	投资限制	问题 20.13.4	I	关联交易限制	问题 45.2
C	管理人权限	问题 19.1	F	投资限制	问题 20.15	J	管理权限制	问题 26
C	管理人权限	问题 19.2	F	投资限制	问题 20.16	J	管理权限制	问题 29.1
C	管理人权限	问题 28.1	F	投资限制	问题 20.16.1	J	管理权限制	问题 29.2
C	管理人权限	问题 28.2	F	投资限制	问题 20.16.3	J	管理权限制	问题 36.1
C	管理人权限	问题 28.2.1	F	投资限制	问题 20.16.4	J	管理权限制	问题 36.2
C	管理人权限	问题 28.2.2	F	投资限制	问题 20.18	J	管理权限制	问题 39.1
C	管理人权限	问题 31.1	F	投资限制	问题 20.18.1	J	管理权限制	问题 39.2
C	管理人权限	问题 31.2	F	投资限制	问题 20.20	J	管理权限制	问题 39.3.4
C	管理人权限	问题 34	F	投资限制	问题 20.22	J	管理权限制	问题 39.3.5
C	管理人限制	问题 37.1	F	投资限制	问题 20.25	J	管理权限制	问题 39.3.6
C	管理人限制	问题 37.3	F	投资限制	问题 20.32	J	管理权限制	问题 40.2
C	管理权限制	问题 37.4	F	投资限制	问题 24.1	J	管理权限制	问题 45.2
C	管理人权限	问题 38	F	投资限制	问题 24.2	J	管理权限制	问题 45.3
C	管理人权限	问题 39.3.1	F	投资限制	问题 24.3	K	投资团队	问题 46
C	管理人权限	问题 39.3.3	F	投资限制	问题 24.4	K	投资团队	问题 47

组别	维度	问卷题号	组别	维度	问卷题号	组别	维度	问卷题号
C	管理人权限	问题 39.3.4	F	投资限制	问题 24.5	K	投资团队	问题 47.1
C	管理人权限	问题 39.3.6	F	投资限制	问题 24.7	K	投资团队	问题 47.2
C	管理人权限	问题 40.2	F	投资限制	问题 24.8	K	投资团队	问题 47.3
C	管理人权限	问题 40.3	F	投资限制	问题 24.9	K	投资团队	问题 47.4
D	信息披露	问题 28.3.1	F	投资限制	问题 24.10	K	投资团队	问题 48
D	信息披露	问题 28.3.2	F	投资限制	问题 24.10.1	L	违约责任	问题 19.3
D	信息披露	问题 28.3.3	F	投资限制	问题 24.11	L	违约责任	问题 32.1
D	信息披露	问题 28.3.4	F	投资限制	问题 24.12	L	违约责任	问题 32.2
D	信息披露	问题 28.3.5	F	投资限制	问题 24.15	L	违约责任	问题 40.3
D	信息披露	问题 28.3.6	F	投资限制	问题 24.17	L	违约责任	问题 42.1
D	信息披露	问题 28.3.7	F	投资限制	问题 24.18	L	违约责任	问题 42.2
D	信息披露	问题 28.3.8	F	投资限制	问题 36.1	L	违约责任	问题 42.3
F	投资限制	问题 14	F	投资限制	问题 36.2.1	M	逾期兑付	问题 43.1
F	投资限制	问题 20.4	F	投资限制	问题 36.2.2	M	逾期兑付	问题 43.2
F	投资限制	问题 20.4.1	F	投资限制	问题 36.2.3	M	逾期兑付	问题 43.3