

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……



www.TrustWeek.com

统 稿：信泽金
审 校：姜 江
责 编：王 武

>>>第 52 期 2010 年 11 月 14 日

目 录

■矿产信托实务.....	1
>>>矿山企业的高效融资模式——信托式融资租赁.....	1
>>>工艺路线型的煤化工信托融资产品——天启循环经济项目信托计划.....	9
■煤炭信托研究.....	1 0
>>>煤炭企业的崭新融资渠道：信托公司发行资金信托计划.....	1 0
■信托法治前沿.....	1 3
>>>我国信托登记制度的理论与实务研究.....	1 3
■矿产金融研究.....	2 3
>>>矿业权证券化的基本模式、主要障碍以及相关对策建议.....	2 3
■矿业融资理论.....	3 3
>>>夹层融资在矿业企业项目融资和资本运作中的重要价值.....	3 3
■能源信托杂谈.....	4 2
>>>加拿大能源信托基金：石油和天然气的“特权信托基金”.....	4 2

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

■ 矿产信托实务

>>> 矿山企业的高效融资模式——信托式融资租赁

袁华江

[摘要]我国投资于矿山的企业，除了国有大型企业或大型民营企业外，其融资渠道都十分有限，矿山企业的行业特点使得其融资更加困难。突破传统的贷款融资模式，拓展新的融资途径是包括矿业企业在内的所有中小企业的历史性命题。而信托式融资租赁不仅实现了信托公司、融资租赁公司的表外融资，不影响它们的资信状况，不会稀释股权、收益；还使得矿山企业在两税合一的《企业所得税法》下，可以租入的固定资产计算折旧扣除；同时，矿山企业作为承租人在租赁谈判、签订合同过程中发生的、可归属于租赁项目的手续费、律师费、差旅费、印花税等初始直接费用，亦可计入租入资产价值（以按租入固定资产计算折旧扣除）。信托式融资租赁实现了供资方与融资方的双赢。

1、我国矿山企业融资难的根本因素

我国矿山企业的融资普遍呈现困境状态，除了矿产资源领域突出的采掘储量不稳定、品位高低得不到常规性保证、资源赋存区位不匹配、水电、交通等行业风险外，还存在资本性因素和法律因素。对于资本性因素，典型的就：商业银行对矿山企业的矿业权在现有评估体制尚不完善的背景下，金融机构普遍对矿山企业的矿业权资产的价值存有偏见，尤其是矿业权对应的矿产资源资产随着开采是不可再生地在减少，而银行等金融机构在观念上尚未完全接受矿业权抵押；矿业权评估在我国上市公司中爆出的虚假评估增值诉讼，亦对矿业融资造成了相当的冲击。2005年，云南锡业股份以1.9亿元收购上海鸿巨公司持有深圳巨晖矿业公司65%的股权，从而间接拥有湖南省郴州市北湖区屋场坪矿区锡多金属矿采矿权，而屋场坪矿山是以500万元购得，经资本运作卖了过亿的高价。随后，云锡流通股股东则发起上诉要求撤销这笔溢价38倍的资产收购以维护公司利益。诉讼焦点就是矿业权评估问题。另一个资本性因素就是我国矿山企业的税费负担比例过大，矿山企业在矿山开发的初期资产负债过大，需要矿山后期的规模开发产生的利润作为经济保证，而矿山企业经营初期的可担保资产十分有限，这更使得银行不能认可矿山企业的偿债能力。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

矿山企业融资困难的主要法律因素，来源于我国《商业银行法》和《矿产资源法》对银行的约束。

《商业银行法》第 36 条规定：商业银行贷款，借款人应当提供担保。商业银行应当对保证人的偿还能力，抵押物、质物的权属和价值以及实现抵押权、质权的可行性进行严格审查。而我国银监会、央行的一贯监管政策，则是奉行《商业银行法》第 4 条的原则：商业银行应以安全性、流动性、效益性为经营原则，实行自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束。这促成了商业银行在贷款方面，争抢还贷能力强的优质企业、大型企业、成熟企业，而很少考虑矿山开发这类企业的局面产生。

同时，我国的《矿产资源法》及其实施细则、《探矿权采矿权转让管理办法》等法律法规，均强调矿业权的受让人必须符合规定的准入条件，但银行这类金融机构恰恰是最不符合直接投资矿业的机构，若银行接受矿山企业的矿业权抵押，在矿山逾期还款而需要以矿业权资产受偿时，银行却是不合规的矿业权受让主体，只能以矿业权拍卖的价款来清偿自身的债权了，但拍卖是要受市场风险制约的；况且 2005 年 1 月实施的《最高人民法院关于人民法院民事执行中拍卖、变卖财产的规定》指出：人民法院确定的保留价，第一次拍卖时，不得低于评估价或者市价的 80%；如果出现流拍，再行拍卖时，可以酌情降低保留价，但每次降低的数额不得超过前次保留价的 20%。试想，若拍卖不顺利，每次需要降低 20% 的底价，银行对贷款自然是要三思而后行了。

2、矿用设施设备投入与矿业投资的关系

矿山企业的投资构成具有行业特殊性。不同的行业部门由于生产的特点不同，企业的组织结构、产品成本构成的特点也不同。对于大型国有冶金矿山企业，由于生产的需要，其二级单位除了有多个主体矿山之外还有与之相配套的机械厂、建安公司、车队、仓库等单位。这样，企业总体上就分成了以矿山采选为主的主业和矿山以外为之配套单位的辅业，因此生产成本管理与其它单一生产单位相比，就具有它的特殊性。作为生产主业，矿山生产的成本就是日常生产所需原燃材料、辅料，设备、备件，仓储运输，人工费、管理费，还有维简改扩建的建安工程等等。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

可见，机械设备及与之配套的备件、仓储设施、工程车辆等专用矿业装备，是除矿业权成本以外的核心矿山投资构成。为鼓励矿山设备、机械的高效投资和利用，引进设备、机械利用的先进技术，我国政府还对矿山企业在这方面支出的费用给予了财税支持，引进技术和引进设备其它费用，根据原煤炭工业部的规定包括以下几项费用：为引进技术和引进设备派出人员进行设计联络，设备材料监检、培训等差旅费、置装费、生活费用等；国外工程技术人员来华旅费、生活费、接待费。这两项费用按其性质应归建设单位管理费，转为递延资产国外设计及技术资料、软件、专利及技术转让费、分期付款或延期付款利息，其性质属技术转让费形成无形资产。引进设备检验及商检费，应计入引进设备的价格中，属于固定资产（笔者注：以进行折旧分摊）。



河南黎明重工科技股份有限公司在其《2009年国内工程机械销售额分析》一文中指出：采矿业方面，新建矿投资的70%是固定资产投资，其中的一半是设备投资，设备投资占新建矿投资的35%左右。

无论是矿山生产的上游还是诸如煤化工等下游产业、矿用设备设施及化工生产设施，尖端生产技术的应用日益普及，这一点，还得到了国外矿业发展实践的印证。

不论什么样地质和开采条件的露天煤矿，由于挖掘机、卡车的多用性和机动性，其优势是不容否认的。露天矿运输设备的投资约占机械设备总投资的35%。挖掘机、卡车的运输成本占生产成本的30%-40%。

当前的趋势是采用大功率设备，这增加了设备投资和运行维修成本。矿主们为了充分利用这些大型设备，力求达到最大可能生产率。为此寻求更复杂的调度方法以获得最大的生产率。

因此，矿业设备（包括相应设备配置的计算机技术、生物技术设施等）的投资与矿山整体开发效率和资本投入的利润率有着密切的关系。

3、信托式融资租赁对矿业设备、配套设施的融资功能与操作

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

3.1 融资租赁与信托公司的关联

《企业会计准则——租赁》对融资租赁的阐述是：指实质上转移了资产所有权有关全部风险和报酬的租赁形式，其所有权最终可能转移，也可能不转移。

《合同法》第 237 条规定：融资租赁合同是出租人根据承租人对出卖人、租赁物的选择，向出卖人购买租赁物，提供给承租人使用，承租人支付租金的合同。

具体而言：承租人即矿山企业，可以与提供融资租赁支持的金融租赁公司提前约定，在租期届满租金按期支付完毕后，设备设施归自己所有。由

于融资租赁侧重于对项目未来现金流的考察，对承租方现有的资产负债比要求不高，从而使企业能够获得发展所需要的中、长期设备融资。而矿业开发正是一个投资周期较长的领域，矿业设备的融资租赁正好匹配融资租赁的利益回收周期。

其次，根据我国财税政策，企业对租赁物可以计提加速折旧，折旧款可于税前偿还租金。《企业所得税法》实施后，融资租赁的承租人（矿山企业）实质系租赁设备的风险直接承受人，依法也可以计提折旧，矿山企业通过融资租赁减少成本具有了更充足的法律基础。

- ① 承租企业交纳保证金、担保企业提供担保、银行提供贷款
- ② 租赁公司向供应商购买租赁物
- ③ 供应商提供回购担保
- ④ 租赁公司将物品租给承租人，承租人按时交纳租金，租期结束后承租人支付名义货价，获得物品所有权

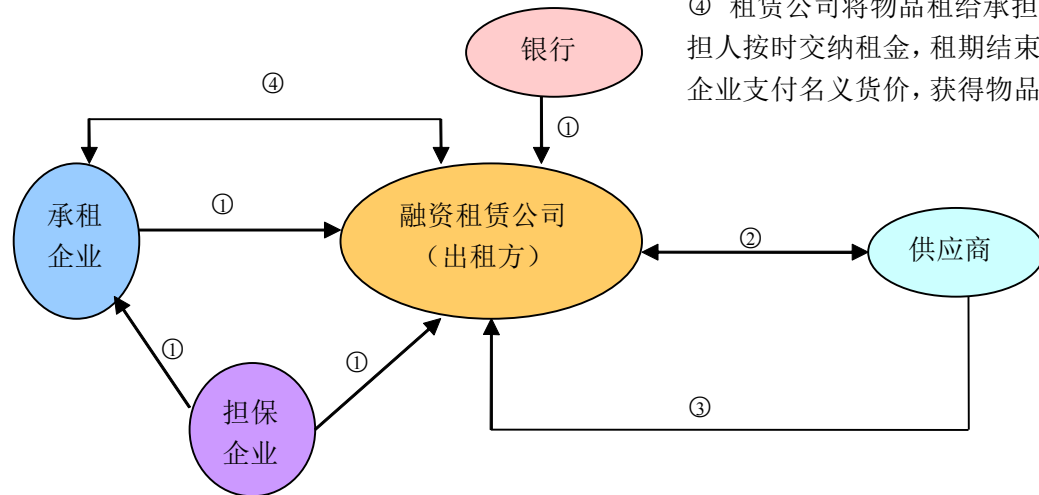


图 1 传统融资租赁的基本模式

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

虽具有上述优点，但我国实际开展的融资租赁业务尚并不广泛。伦敦金融集团在 2003 年出版的全球租赁报告《疲软的美国国内市场影响 2001 年的全球交易总量》中指出：2000-2001 年度，中国融资租赁业的市场占有份额仅有 1.5%。截止到 200 年，我国共有金融租赁公司 12 家，其中 5 家当时正值股权重组等实际已经停业。多头监管使得申领融资租赁牌照困难，准入资质显得十分珍稀，故许多投资主体常常寄希望于运用股权收购而变相涉猎融资租赁领域。目前，我国对从事融资租赁的主体的一般分类是：银监会监管的金融租赁公司、商务部主管的外商投资租赁公司、传统租赁企业、厂商租赁企业、信托公司。其中，传统租赁企业、厂商租赁企业的租赁不是现代意义上严格的融资租赁。而信托公司在 2007 年已被银监会界定为金融机构。因此，运用信托公司进行融资租赁业务是相对现实的选择，2007 年我国对信托公司进行了整合，信托公司重新登记后数量略有暂时性减少，但至目前数量已大大增加，且世界知名外资银行、投行广泛地投资、持股我国信托公司，提供了丰富的资金来源和资本管理与运作经验。2007 年 3 月施行《信托公司管理办法》第 19 条明确规定：信托公司管理运用或处分信托财产时，可以依照信托文件的约定，采取投资、出售、存放同业、买入返售、租赁、贷款等方式进行。

《信托公司集合资金信托计划管理办法》允许信托公司设立集合资金信托计划，开展由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金的业务。这为信托公司对诸如矿山企业这类对象筹资进行信托业务奠定了金融基础。

信托的基础业务系以受托为主，既具有融通资金的特点，亦具有社会投资的作用。在融资租赁业务背景下，信托公司充当出租人（融资租赁公司），矿山企业作为委托人，以矿业投资中的设备投资等需求为融资依据，委托信托公司发行矿山设备融资的集合资金信托计划。由社会投资者购买信托公司发行的份额，信托公司受社会投资者的委托，对这些筹集来的资金，按照信托计划所确定的法律

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

文书为购买份额的社会投资者管理信托财产（即：将融资给矿山企业购买矿业设备的资金），谋取到期收益；一般矿山企业主动提供到期还款的担保，将会促进广大的社会投资者对信托计划的投资信心，推动信托计划的销售。

同时，融资租赁业务背景下，信托公司拥有出租设备的所有权，通过租金回收投资，比较普通的股权投资或债权投资更为安全。而在资金来源方面，相对信托而言，融资租赁本身却无法筹集、运用资金，而只能通过自有资金或者其它方式的短期融资来进行投资，不能形成相对稳定的资金供给。信托公司可以发行集合资金的渠道优势，正好弥补了融资租赁的固有不足；从而可以兼具两类融资模式的优点，拓展融资租赁的市场空间，延伸了信托类金融机构的融资功能和产业链。信托公司通过发行集合资金信托计划这种金融产品，不仅为承租人（矿山企业）实现了融资目的、为设备供应商实现了销售，而且在更广阔的范围内，实现了为购买信托计划的社会投资者理财的效应。

3.2 信托式融资租赁运作的基本流程

（1）承租方（矿山企业）向供货商选择、确定拟购置的矿用设备及其配套技术（包括从国外先进矿业设备生产国家进口），在确定意向后向信托公司（此时信托公司充当着一般融资租赁中的出租方角色，此类角色通常由银行、银行系融资租赁公司充当）提出融资、融物意向，在双方达成一致后就将进入签署三方《购买合同》的流程。

需要说明的是：2009年，经国务院批准后发布的《全国矿产资源规划（2008-2015年）》中第八部分——保障措施一节指出：推进科技进步和技术创新，建立完善以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的矿产资源开发科技创新体系，积极扶持和引导矿山企业研究开发、引进和应用先进的采选技术、设备，提高解决资源问题的科技支撑能力。

在我国矿业设备投资方面，国家倡导引进遥感、具有高科技探测，甚至具有卫星定位等矿业技术设施，这在我国引进外资开发矿业的政策里体现得十分突出；而此类设备的价格十分昂贵，适宜采取融资



信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

租赁方式引进，亦因此类价格原因，提供融资租赁服务的机构（信托公司）在与矿山企业签订《租赁合同》时，通常要求提供还款担保。

(2) 信托公司、承租方（矿山企业）、供货方签订《购货合同》。需要说明的是：与我国商品房购置贷款类似，矿山设备在矿山企业作为承租方未缴足租金前的所有权是归该设备购买方信托公司的，如果在承租期间发生人为或安全事故，抑或不可抗力事件，势必造成也作为出租人信托公司的财产权益受损。因此，出租方通常均要求承租方对所租赁的设备投保（受益人为信托公司）*，或由信托公司投保（受益人为信托公司）但保险费是由承租设备的矿山企业承担。同时，矿山企业一般还要向信托公司支付手续费、保证金。

(3) 信托公司受矿山企业委托，发行融资租赁信托计划募集资金，并根据《购货合同》要求，将货款支付给供货商。通常，向社会投资者公布矿山企业提供的担保措施，对信托份额的销售具有积极作用。

(4) 承租方矿山企业根据《租赁合同》的要求向信托投资公司按时缴纳租金。信托计划到期，承租人缴纳完全部租金并支付一定

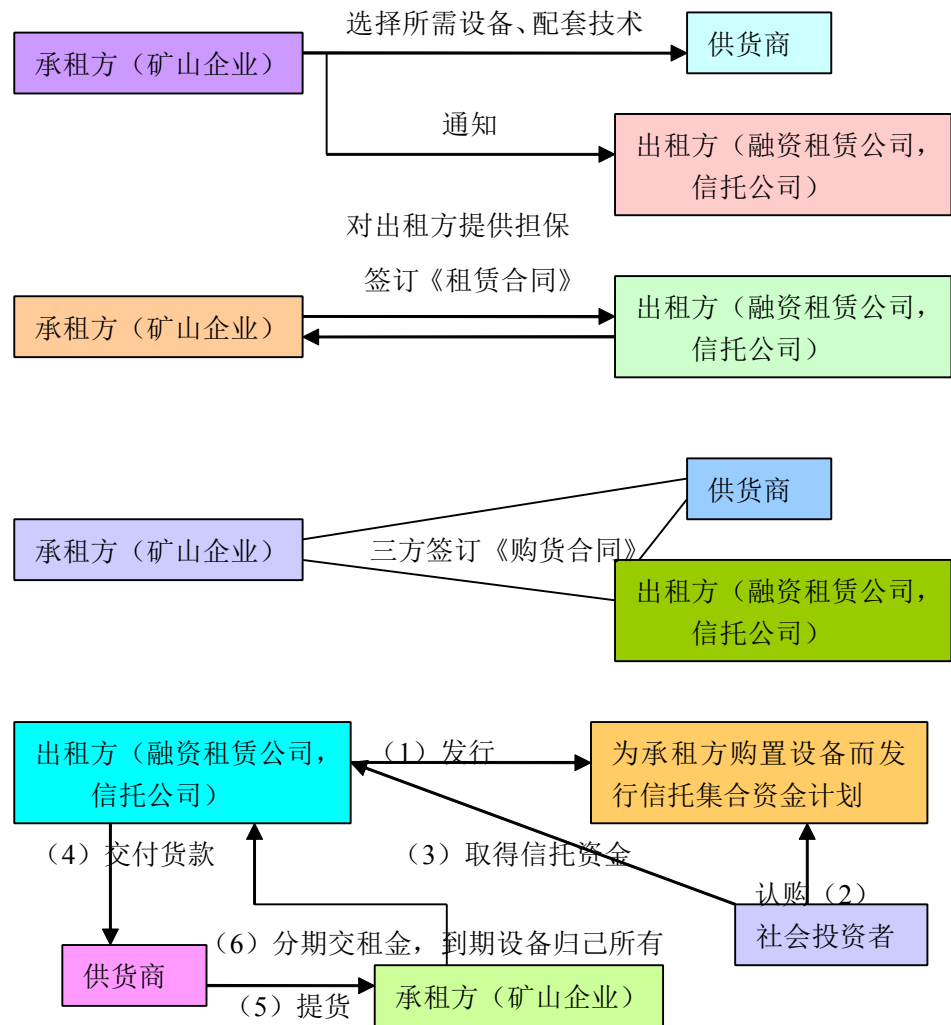


图 2 信托式融资租赁的基本流程

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

的产权转让费后，信托公司将设备产权转让于承租方。一般地，作为承租方最好事先在合同中约定自己有权提前还清全部租金，因为如果矿山企业经济效益较好，提前还款将减少矿山企业成本支出。

(5) 信托公司按《融资租赁集合资金信托合同》的规定向投资者交付本金及信托收益，并依据该合同取得信托业务的佣金。目前，我国保险公司的保险资金，已经获准投资基础设施，而保险资金根据监管的要求，是不能直接投资风险性较大的矿业领域的，但保险资金获准基础设施的投资，为矿山企业通过信托式融资租赁引进了保险资金，为在矿山设备、矿山铁路、公路等基础设施的投资储备了海量的资金来源，可以判定的是：信托式融资租赁对矿业企业的融资是一场金融革命。

全国人大财经委《融资租赁法》起草小组副组长王文泽说：我国工业化、城镇化步伐的加快将使建筑、交通、电力和水利等投资不断增大，对工程机械设备的需求将十分旺盛！

金融租赁公司有个缺陷，就是业务规模受自有资本金限制。如果想把租赁资产规模做大，最好的办法就是进行表外融资。所谓“表外融资”，即体现于资产负债中的融资方式，这项融资既不改变公司的资产数额，也不改变其负债数额。根据信托的特性，金融租赁公司通过发售租赁资产信托计划的方式，可以达到表外融资的目的。（笔者注：信托财产，如发行集合资金计划而销售信托份额获得的社会投资者的资金，非信托公司自有，故其不属于信托公司资产负债表内资产，相应的，此类资产形成的债务亦不属于表内债务。）

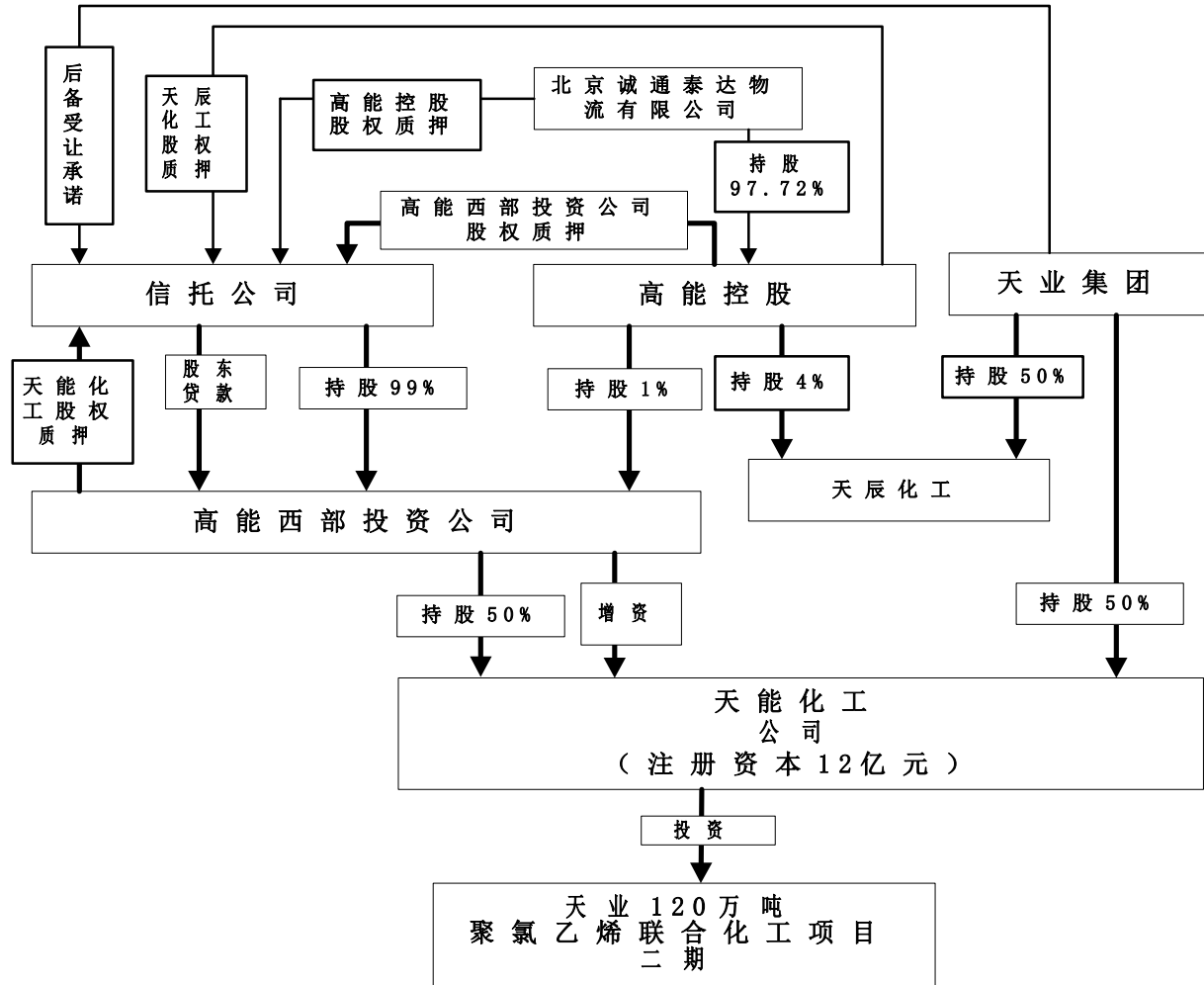
《融资租赁法草案》已经显示融资租赁业的税收优惠政策，有望进一步得以完善，租赁呆账准备金和坏账损失制度将正式确立；在此背景下，推进银租合作、信租合作是大势所趋，并将实现双赢效果，国内银行、保险公司、金融租赁公司、信托公司等新型金融主体可以改善资金信贷结构和资产流动性，融资租赁业在新型金融主体的带动和支持下拓宽了资金来源，也有利于成为中小企业的新型融资工具！

***注释：**新《保险法》第48条规定：保险事故发生时，被保险人对保险标的不具有保险利益的，不得向保险人请求赔偿保险金。由于承租期间承租方（矿山企业）不享有租赁设备的所有权，故承租方不具有保险利益，被保险人必须是出租方（信托公司），而投保人则不一定是所有权人。（完）

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

>>>工艺路线型的煤化工信托融资产品——天启循环经济项目信托计划

中国信托法律网(www.trustlaws.net)高级研究员 唐琪



- 1、信托资金规模：6.5 亿元
 - 2、信托资金用途：用于“煤电一体化”项目。
 - 3、信托收益来源：天能化工公司分红、天辰化工公司分红、高能控股公司分红；
 - 4、信托资金退出方式：（1）高能西部投资/高能控股以自有资金偿还股东借款本金息；（2）在高能西部投资/高能控股偿还完股东借款本金后，高能控股有权收购信托计划持有的 99% 高能西部投资股权。
 - 5、风险控制措施：
 - （1）高能控股持有的全部天辰化工公司股权、高能西部投资公司股权以及高能控股股东北京诚通泰达物流有限公司持有的 97.72% 高能控股股权，总价值约 5.6 亿元，质押给信托公司。
 - （2）高能西部投资持有的全部天能化工股权，总价值约 6 亿元，质押给信托公司。
 - （3）高能控股的实际控制人王云提供无限连带责任保证。
 - （4）高能控股提供连带责任保证。
- 新疆天业集团承诺在收到高能西部投资发出的收购其所持有全部天能化工公司股权的要约后，以不低于 1 元/股的约定价格收购该股权，实现信托退出。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

■煤炭信托研究

>>>煤炭企业的崭新融资渠道：信托公司发行资金信托计划

凌文

1、我国关于信托的法规已逐步健全

2001年10月1日《信托法》正式实施，这是我国信托制度发展历史上的一个里程碑。《信托法》给信托公司进行了制度定位，《信托投资公司资金信托管理办法》和《信托投资公司管理办法》的出台，对于规范信托公司业务和行为提供了法律基础。概括的说，这一法两规明确了信托公司“受人之托、代人理财”的业务定位，使之成为能在资本市场中发挥资产管理和中长期融资功能的重要的非银行金融机构。

2、信托的特点和信托公司业务范围

信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的进行管理或者处分的行为。信托是一种特别的法律上的信任关系，是以信托财产为核心的法律关系，信托财产独立于委托人未设立信托的财产，独立于受托人的财产，独立于受益人的财产。受托人将为受益人的最大利益或特定目的管理信托财产。

信托公司的主要业务范围：受托经营资金信托业务；受托经营动产、不动产及其他财产的信托业务；受托经营国家有关法规允许从事的投资基金业务，作为基金管理公司发起人从事投资基金业务；经营企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等中介业务；受托经营国务院有关部门批准的国债、企业债券承销业务；代理财产的管理、运用与处分；代保管业务；信用见证、资信调查及经济咨询业务；以自有财产为他人提供担保；从事中国人民银行批准的其他业务。

从信托的特点和信托公司的业务范围可以看出，独立的信托财产通过信托公司这一纽带可以进行股权投资、证券投资、实业投资。



信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

信托公司将在资本市场中的各种资产管理业务和中长期融资方面发挥重要作用。

3、通过信托公司发行资金信托计划成为企业的融资渠道

3.1 债权、股权信托计划及产业投资基金

例如煤炭、电力项目资金信托计划，可以通过资金信托计划筹集资金，为煤炭、电力项目提供项目贷款信托计划。为提高这种贷款信托计划的信用，一般都由业主或银行提供本金担保，收益的构成为银行贷款利率 5.31%，减去信托管理费用 1%左右，一般 2 年期的信托收益率在 4.2%左右。

另外，可以通过发行收益权转让信托计划为煤炭、电力项目筹集项目资本金。这种信托计划一般是业主将煤炭、电力项目的股权通过信托方式交给信托公司，由信托公司将这部分股权分割成多份收益权信托，同时将这部分收益权转让，转让的同时业主与收益人签订回购协议，一般按年收益 5%—8%约定回购价格，信托公司将这部分收益权的表决权交回给业主，由业主行使运营管理权。已经成熟的项目，可以由项目现金流作为担保，如果是新项目，可以由业主提供一定的抵押来支持交易的信用增级。由于传统的银行贷款抵押要有一个很大折扣，还有资产负债率的要求，手续也比较烦琐，因此，这种收益权转让信托计划便显得更为灵活。类似于阶段性的优先股，可以帮助煤炭、电力企业最大限度地募集资金，在不失去项目运营管理权的情况下，抓住目前能源紧缺的有利时机扩大规模，提高产能。

资本是逐利的。一旦管理人的运作水平和信誉得到认同，投资人会希望获得更大的投资收益，即参与项目的股权投资，不希望收益权被回购。这种分散的资金集合到特定行业进行股权信托投资即形成了产业投资基金，信托公司为受托管理人，负责项目的投资运作，获得信托（基金）管理费和超常业绩奖励，而信托投资人（委托人）则可以分享高于贷款利率的股权收益。从长远看，具有股权投资性质的产业投资基金（股权投资信托产品）具有更大的发展潜力。煤炭和电力企业职工众多，通过这种股权投资信托可以实现员

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

工持股，增强企业活力。

3.2 通过融资租赁信托计划支持企业扩大规模

以设备融资租赁信托计划为例。中国对外经济贸易信托投资有限公司推出了医疗设备融资租赁信托计划。该信托计划期限为3年，预计收益率每年6%。信托公司集合委托人资金，按照合同医院的要求，向世界著名的GE（通用电气）公司购买医疗设备，在第三方回购条款保证情况下，由合同医院承租医疗设备，以医院租金和其他收入回报委托人，实现多方共赢。这一信托计划标志着信托业与租赁业正在进行着经营链条的互补和延伸。售后回租的信托计划也和以上原理类似，区别是信托资金先从承租人处购买其拥有的设备，再租回给承租人，这也是企业改善财务结构，变相融资的一种创新方式。

这个例子是一个很好的启示。如果地方税务机关认可这种信托融资租赁方式，大型煤炭和电力企业可以考虑用信托融资租赁功能筹集资金，获得生产和运输所需的设备（比如煤炭集团大型运输设备、采掘设备，电力公司的发电设备等）。

*****[完]

矿产能源项目信托融资实务操作专题培训

【2010年11月20-21日两天→北京】

- ▶ 第一讲：矿产能源信托融资的市场需求与业务拓展
- ▶ 第二讲：矿产能源的并购重组信托（以煤矿并购重组信托为核心）
- ▶ 第三讲：矿产能源信托融资的项目评价及风险控制
- ▶ 第四讲：矿产能源信托融资的几类典型业务及创新发展

信托培训指引

- ◉ [浏览培训简介](#)
- ◉ [浏览培训提纲](#)
- ◉ [下载报名回执表](#)

● 其他详细信息：<http://www.trustlaws.net/exam/>



◆ 信托培训报名咨询热线：010-64336037

◆ 信托培训报名预约邮箱：trustlaws@sina.com

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

■ 信托法治前沿

>>> 我国信托登记制度的理论与实务研究

夏锋



信托法律制度的本质是将所有权的四大权能——占有、使用、收益、处分^[1]——分割给受托人和受益人，而委托人将财产转移给受托人之后已经失去了财产的所有权。信托财产的独立性，既是信托财产所有权四大权能分割的外在体现，也是信托制度最本质的优势所在。为了在一物一权主义思想的指导下，体现信托财产所有权的权能分割，西方国家最普遍的做法，是在信托法中直接规定信托财产独立性，并建立信托财产登记制度予以公示。

一、在我国实行信托登记制度的意义及现状

我国《信托法》明确规定了信托登记在整个信托制度体系中的法律地位和法律效力，并采取比西方国家更为严格的登记生效主义^[2]。此外，我国《信托法》从四个角度规定了信托财产的独立性，即信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别^[3]，信托财产与受托人的固有财产相区别^[4]，同一受托人管理下的不同信托计划项下的信托财产相互区别^[5]，不同委托人的信托财产相互区别^[6]。因此，信托登记在我国的意义在于：

（一）明晰信托财产边界，确定信托财产独立性。信托登记是确定信托财产性质、落实信托制度优势的基础性制度，但是，由于信托登记制度的缺失，信托财产和委托人、受托人及受益人固有财产的分在我国司法实践中并未得到落实，上述信托当事人固有财产的债务经常会导致司法机构冻结或执行相关信托财产，信托财产的独立性在实务中难以得到保障。这一现状使得，使得信托关系与委托关系在实践中难以区分，导致《信托法》难以真正实施。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

（二）规范信托制度，辅助金融监管，防范金融风险。目前，国际上通行的具有破产隔离功能的财富管理工具有三种：投资公司制、有限合伙制和信托制。一般而言，投资公司制适用于公募，有限合伙制适用于私募，而信托制既适用于公募也适用于私募。在我国，投资公司制度尚未引进；有限合伙制从2007年起开始施行，刚处于起步阶段；相对而言，我国信托制立法最早，实践最丰富，已经成为我国最主要的财富管理工具。我国信托制在金融领域运用的普及性具体表现在各类金融机构发行的金融产品上：如信托公司发行的信托产品、商业银行发行的人民币理财产品、基金公司发行的证券投资基金、证券公司的资产管理产品、保险公司或保险资产管理公司的保险资金间接投资基础设施等产品。目前这些业务分属于不同监管机构监管，在制度规范、投资门槛、推介方式、退出渠道、运用管理等方面差异极大，但其实质的法律关系都是信托关系，其投资者面临着相似的法律风险和金融风险。这种局面不仅导致了整个信托制度在我国财富管理市场的无序运用，也使得从事信托业务的各类金融机构处于不公平的竞争状态，比如在从事各类信托业务的金融机构中，信托公司面临的监管最严，投资门槛最高，产品流动性最低，市场地域分割度最高，严重阻碍了信托公司的发展壮大。通过信托登记，可以规范信托要素，促进信托制度在我国的统一运用。

此外，信托登记通过将有关信托的信息向信托当事人进行公示，有助于信托当事人了解信托财产在信托存续期间的状况，有助于其他信托相关人了解该信托财产的权属关系，有助于信托监管机构掌握信托运用管理的状态，科学客观地评估信托公司对信托财产受托管理的操守和能力，从而防范金融风险。

（三）促进信托受益权流通。信托产品流动性缺失是我国信托业面临的另一个问题，信托登记可以解决信托受益权流通过程中的权属确认以及信托产品标准化等问题，从而促进信托受益权的托管、结算和流通。

目前，我国信托登记的现状可以概括为：有法可依，无法操作；变通登记，风险隐藏；信托登记，地方先行^[7]。有法可依是指我国《信托法》第十条明确规定：“设立信托，对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力。”；无法操作是指《信托法》的上述规定只是原则性的规定，而关于信托登记机构、登记机构的权利和义务、登记人、登记内容、登记程序以及登记后的法律效果等具体问题，我国还没有具体的操作性法规来进行规范，而现有的权属登记机构，则往往以没有相关登记规则为由拒绝办理信托财产登记手续。因此，在信托实务中，信托公司或者不实施任何登记行为，仅在信托文件中规定信托登记事宜，或者在信托文件中规定了信托登记事宜，同时签订信托财产转让或买卖合同，采用这种“过户登记”的方式暂时替代“信托登记”，或者采用抵押、质押登记及公证方式等替代性方式。但是，这些变通方式要么只是《合同法》意义上合同当事人之间的意思表示，要么难以产生信托财产独立性的法律效果，无法有效发挥信托制度在权利重构、破产隔离和财产管理等方面的基本功能，从而给信托制度在我国的应用带来风险。

尽管自 2001 年 10 月《信托法》实施以来，关于信托登记的规定未得到实际执行，但是，信托监管机构和信托业界一直寻求在信托登记方面谋求突破。为支持上海浦东新区综合配套改革试点工作，2006 年 6 月，中国银监会批准在浦东新区设立上海信托登记中心，从事信托财产登记方面的试点和探索。经过近三年的发展，在“立足上海，服务全国”的指导思想下，上海信托登记中心在信托登记制度、信托登记程序、信托信息披露和公示等方面进行了大量探索，并初步建立起了符合我国国情的信托登记制度，已经发展了全国正常经营的 50 家信托公司中的 36 家成为会员，参与信托登记；截止 2008 年 12 月 31 日，会员公司录入的信托产品 485 个，总规模 722 亿元。其中，审核通过初始信托登记产品 266 个，总规模 370 亿元。但是，由于缺乏明确的法律和行政授权，上海信托登记中心面临的最大问题是登记的权威性不足，其登记业务属于自愿登记，具有一定的证明效力，但仍缺乏法律上的登记效果，难以解决《信托法》第十条规定的信托生效问题。



二、信托登记与物权登记的关系

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

我国《信托法》和《物权法》分别规定了信托登记和物权登记。其中，《物权法》对物权登记的登记客体、登记机构、登记申请材料、登记程序及登记效力都做了详尽的规定。有一种论点认为信托登记就是一种物权登记，应由物权登记机构负责办理信托登记。实际上，信托登记与物权登记是两种性质完全不同的登记类别，主要区别体现在：

（一）登记客体不同

物权登记的客体是不动产和部分动产，而信托登记的客体是信托财产，并且是现有法律法规规定在权属设立、转移或变更时应当办理权属登记手续的那部分信托财产^[8]（以下简称“有权属登记信托财产”）。具体而言，我国相关法律规定的有权属登记信托财产主要包括：集体所有土地的所有权、国有土地使用权、地役权、抵押权；房屋所有权、典权、抵押权；股权、证券（股票、债券）、部分动产（汽车、船舶、飞机等）、知识产权（商标权、专利权）、林权、渔业权等等。可见，信托登记的客体范围远远大于物权登记。

（二）权利性质不同

信托财产权是所有权四项权能分割给不同的信托当事人，因此，信托财产权不同于物权中的所有权。信托财产权也不同于用益物权，这是由于用益物权人享有的是对不动产或动产的占有、使用和收益的权利，不同于信托关系下受托人享有的对信托财产占有、使用和处分的权利，更不同于受益人享有的受益权。此外，物权中的担保物权是在债务人或第三人的特定财产上针对物的交换价值而设定的以确保债务履行为目的的物权，与信托财产权之间的差别更为明显。

（三）登记作用不同

物权登记的作用在于公示物权的设立、转让、变更或消灭，并将物权登记到具体的自然人或法人等法律主体的名下；而信托登记的作用是将信托财产登记到具体的信托（非法律主体）名下，以公示信托财产的独立性。

（四）登记效力不同

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

根据我国《物权法》，物权登记针对不动产和动产等不同客体，分别采取了登记生效主义和登记对抗主义^[9]；而我国信托登记则对所有客体（有权属登记的信托财产），统一采取登记生效主义。根据我国信托法律规定，对于有权属登记财产，权属登记（包括物权登记）是信托登记的前提和基础。在设立信托时，信托财产应从委托人名下转移到受托人名下，以便受托人以自己的名义为信托目的管理信托财产（同时也区分了委托人的固有财产和信托财产），这是信托成立的要件之一。同时，我国信托法规定，信托合同签署后，只有受托人取得（对有权属登记财产，意味着需办理权属登记）委托人拟信托的财产，该财产才成为信托财产^[10]，其后，对其中的有权属登记信托财产，才产生信托登记的需求^[11]。因此，权属登记是信托登记的前提和基础。

三、我国信托登记制度的基本框架

我国信托登记制度的基本框架，主要包括登记种类、登记客体、登记程序以及登记机构等内容的设计。

（一）信托登记种类

信托财产登记是我国法定的信托登记。除此之外，信托基本信息也即信托本身的登记和受益权登记，也应作为信托登记种类予以明确。这不仅仅是信托法理和我国信托法规的要求，同时也是信托登记的国际发展趋势。信托财产独立性的外在表现，即信托类似于一个独立的法律主体，因此，信托财产在信托存续期间仅为该信托所独有，独立于信托当事人的固有财产。

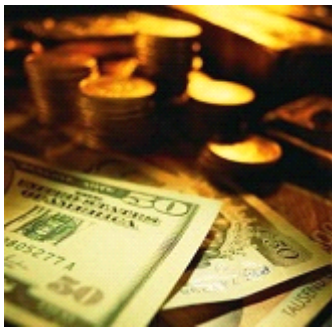
英美法系对信托的法律主体地位有明确的规定，如美国法律明确将封闭式投资基金的房地产投资信托（REITs）定义为一种非公司组织^[12]。我国信托法规也规定，信托财产独立性的一个重要内容，就是同一受托人管理下的不同信托计划项下的信托财产相互独立，其前提是某一信托必须是客观存在的，只有通过信托基本信息登记，证明某一信托是客观存在的之后，才能进一步通过信托财产登记，证明在该信托项下存在哪些信托财产。因此，信托基本信息登记是信托财产登记的前提和基础。

从国际上信托登记制度的发展趋势来看，日本在 2006 年底重新修订的《信托法》以及在 2007 年 8 月颁布的《限定责任信托登记

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

规则》中，都明确规定必须在对该信托本身（而非信托财产）办理了信托登记后，才能具备有限责任信托的效力，否则受托人必须以其固有财产对信托负债承担责任^[13]。

另外，信托财产独立性的另一重要内容是不同委托人的信托财产相互区别。在信托法理中，委托人向受托人交付拟信托的财产后，即丧失了对信托财产的所有权和控制权，而以其指定的受益人通过享受受益权的方式对信托财产继续间接地保持信托关系。我国信托法规也明确规定受益人享有受益权^[14]，并且，在我国的信托实务中，绝大多数信托都是自益信托。因此，受益权登记可以将不同委托人的信托财产相互区别。



（二）登记客体

我国信托法规定了信托登记的客体为信托财产，其范围为信托设立时的有权属登记的信托财产。笔者认为，信托登记的客体，不仅应包括前述的有权属登记的信托财产，也应该包括无权属登记的信托财产以及信托存续期间，因受托人管理运用信托财产而产生的新的信托财产。信托登记的作用之一是定分止争，证明信托当事人对信托财产的权利状况。而一旦发生纠纷，其对象将涵盖整个信托财产（同一信托计划项下的信托财产可能既包括有权属登记的财产，也包括无权属登记的财产），而不仅仅是有权属登记的信托财产或者设立时的信托财产。因此，为了更好地保护无权属登记的信托财产以及在信托存续期间因受托人管理运用信托而产生的新的信托财产，在涉诉时能够对抗第三人，应对全部信托财产进行信托登记。

日本信托法规定，凡是应登记或注册的财产，不办理信托登记，不得以此对抗第三人，即受托人不得向第三人主张该未办理信托登记的财产属于信托财产^[15]。因此，在信托管理过程中产生的信托财产，不办理信托登记，仍不能对抗第三人。在 2006 年新修订的信托法中，日本对信托登记客体范围进行了扩展，从有权属登记的信托财产扩展到了无权属登记的信托财产，主要是因为在上世纪日本

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

泡沫经济破灭时，在对破产银行进行清算时，发现破产银行用信托财产和固有财产都发放了大量贷款，但哪些贷款债权属于固有财产需要纳入破产财产，哪些贷款债权属于信托财产不应纳入破产财产，引发了大量纠纷和争议。因此，动产、债权等传统意义上并不需要办理登记手续的财产成为信托财产时，也都需要办理信托登记。

（三）登记程序及效力

对于信托登记的程序，我国信托法有着明确的规定：1. 签署信托合同。委托人和受托人签署信托合同，意味着受托人承诺信托，信托成立^[16]，该信托的信托关系得到了信托当事人的内部承认，但尚未获得外部承认。2. 财产移交。对拟信托的有权属登记财产，委托人和受托人应到权属登记部门办理权属登记手续，将委托人拟信托的财产转移到受托人名下，成为信托财产，实现了信托财产与委托人未设立信托的其他财产相隔离；对于无权属登记信托财产，则以受托人对信托财产的实质占有为财产移交的标志；3. 信托登记。对有权属登记的信托财产，在权属登记机构办理权属登记手续之后，受托人持新的信托财产所有权证明到信托登记机构办理信托登记。对于无权属登记的信托财产，受托人可在实质占有财产后持相关证明文件直接到信托登记机构办理信托登记手续。信托登记办理后，意味着信托财产被登记到了具体的信托项下，实现了信托财产与受托人的固有财产、不同信托计划项下的信托财产、不同委托人的信托财产相互区别和隔离，保障了信托财产的独立性。对于有权属登记信托财产，信托登记手续办理完毕意味着信托生效，表明信托关系得到了外部承认，同时，受益人开始享有受益权^[17]。对于无权属登记信托财产，其法律效力可以参照日本的登记对抗主义，即不登记不得以信托财产为有限责任对抗善意第三人。

（四）登记机构

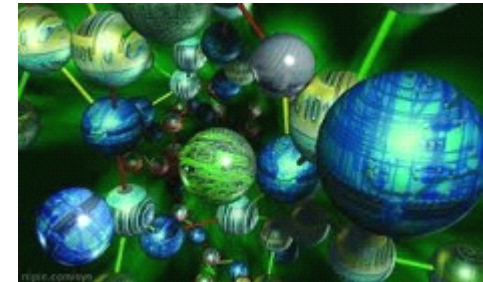
无论从信托制度的法理内涵，还是我国的具体国情来看，单独设立信托登记机构是必须的。主要原因在于：第一，信托登记的独特性决定了应设立单独的信托登记机构。信托登记与传统权属登记性质不同，差别较大，由现有权属登记部门负责信托登记将对我国

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

现有的权属登记体系构成法理和实务上的挑战。其次，权属登记部门负责信托登记不能涵盖所有的信托财产。无权属登记的信托财产将无法由独立第三方证明其独立性，无法得到法律的有效保护。第三，我国权属登记部门种类繁多，登记规则地域差异性较大，且分属不同的部门管辖。这种分散管理的状况使得通过各个部委出台规章来建立统一的信托登记规则的成本极高，同时，信托登记信息分散在各个不同权属登记部门，实现信息共享和数据传输的难度很大，将导致同一信托项下的不同类型的信托财产登记信息相互割裂，信托相关人难以查询某一信托的完整财产信息，既不利于信托登记的办理，也难以保护信托当事人的权益。

四、完善我国信托登记制度的建议

建设我国信托登记制度的难点，在于立法工作的推进和争取相关权属登记部门对信托登记工作的配合，因此，在设计我国信托登记制度的建设路径时，必须要选择对现有权属登记体系冲击最小，立法最便捷的路径。笔者认为，单独设立全国性的信托登记机构，设计统一的信托登记标准，建立统一的信托登记信息系统，负责全国信托登记事务，是我国信托登记制度的最优路径选择。对信托登记立法而言，设立一个全国统一的信托登记机构，明确其主管部门或监管机构，可以由监管机构或主管部门先出台部门规章对信托登记予以规范，以规避由多个部委制订统一信托登记规则的制度性成本，同时也避免了无权属登记信托财产的登记空白；对其他权属登记机构而言，仍然只负责正常的权属转移或变更登记等登记业务，不同的是在委托人财产转移到受托人名下时，认可委托人或受托人出具《信托合同》作为收件要据即可。这种操作方式对权属机构的现有登记序列不造成法律上和实务上的冲击；对监管机构和信托当事人而言，从一个登记平台就可以得到信托计划及相关信托财产状况的完整信息，可以有效地构建我国信托业的社会监管体系，填补政府监管和行业监管的空白。



为实现上述构想，需配套的相关政策为：

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

（一）建立全国统一的信托登记机构

目前，信托机构由银监会负责监管，建议由银监会设立全国性信托登记机构，并负责其机构监管及业务监管。作为我国唯一的一家信托登记机构，上海信托登记中心在信托制度建设、信息系统完善、信托登记业务实践等方面已经基本完善，因此，直接在上海信托登记中心的基础上改组设立全国统一的信托登记机构，是比较可行的操作路径。

（二）制订统一的信托登记规则

信托登记需要相关权属登记机构的配合，需要国务院各有关主管部门之间的协调，因此，建议由国务院尽快出台统一的信托登记法规。

（三）协调现有权属登记机构及国有资产监管机构，配合信托登记工作

加强与权属登记机构之间的沟通，就要将信托合同作为权属关系转移或变更的要件，从而使信托财产实现从委托人到受托人名下的转移或变更。

（四）落实信托财产权属转移时的税收优惠政策。明确有权属登记的信托财产在权属登记机构办理从委托人转移到受托人名下的权属登记手续时，应视同为权属的非交易转移或变更，应参照国际通行做法减免相关税费。（作者系上海信托登记中心副主任）

→注释：

[1] 《中华人民共和国物权法》第三十九条，《中华人民共和国民法通则》第七十一条

[2] 《中华人民共和国信托法》第十条

[3] 《中华人民共和国信托法》第十五条

[4] 《中华人民共和国信托法》第十六条、第十八条

[5] 《信托公司管理办法》第二十九条、第三十条，《信托公司集合资金信托计划管理办法》第二十一条、第二十四条

[6] 《中华人民共和国信托法》第十八条、第二十九条

[7] 刘士国，高凌云，周天林.《信托登记法律问题研究》

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

- [8] 《中华人民共和国信托法》第十条
- [9] 《中华人民共和国物权法》第九条、第十四条、第二十四条
- [10] 《中华人民共和国信托法》第十四条
- [11] 《中华人民共和国信托法》第十条
- [12] Real Estate Investment Trust Act of 1960
- [13] 日本《信托法》（2006年）第二百一十六条、第二百三十二条
- [14] 《中华人民共和国信托法》第十五条、第四十四条
- [15] 日本《信托法》（1922年）第三条及日本《信托法》（2006年）第十四条
- [16] 《中华人民共和国信托法》第八条
- [17] 《中华人民共和国信托法》第四十四条

*****[完]

信托实务的机构内部培训-2010年下半年热门专题（信托热线：010-64363798）			
1	信托业务风险管理的最新动向（业务支持类专题培训）	5	矿产能源类信托的实务操作（产品创新类专题培训）
2	信托业务尽职调查的最新动向（业务支持类专题培训）	6	房地产信托业务的最新动向（产品创新类专题培训）
3	信托产品营销客服的最新动向（业务支持类专题培训）	7	股权类信托业务的最新动向（产品创新类专题培训）
4	结构化信托业务的最新动向（产品创新类专题培训）	8	基金化信托产品的最新动向（产品创新类专题培训）
<p>●秉持专业精神，凝聚专业力量，信泽金为信托公司、银行、证券公司、保险公司、房地产公司“量身定制”机构内部培训的信托实务课程！</p> <p>专业赢得信赖 信息传递价值</p> <p>☉信泽金信托培训热线：010-64336037/64363798</p>			

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

■ 矿产金融研究

>>> 矿业权证券化的基本模式、主要障碍以及相关对策建议

王赞新



一、非证券化形态矿业权交易的内生性缺陷

自1998年《矿产资源法》的三个配套法规发布以来，我国矿业权市场建设取得了突破性的进展，矿业权交易量和交易金额迅速增长。但从整体来看，我国的矿业权市场仍处于刚刚起步的阶段，矿业权一般只能以整体的、非证券化存在的资产形态进行交易。

这种非证券化形态的矿业权交易有其天然的内生性缺陷：从交易对象来看，由于非证券化矿业权表现为不可分割的资产形态，绝大部分矿业权交易都是将矿业权作为一个整体进行出让或转让。

由于非证券化矿业权市场上的矿业权交易以整体形态进行，矿业权资产难以分割，是两个矿业权人之间的资产让渡，这是一种“间歇式”的资产交易，限制了大量投资主体与社会资金参与矿业权交易，使矿业权资产的流动性大大降低；从交易参与者来看，由于整体矿业权交易涉及的金额庞大，对于有意购买矿业权资产的资本主体来说，如整体购进矿业权资产，既受资金制约，还要承担巨大的风险。

因此，这种交易方式客观上阻碍了投资主体和资金对矿业领域的投资，使交易规模和交易质量都受到很大限制，阻碍了国内统一矿业权市场的形成；从交易过程来看，由于矿业权资产的特殊性，不同的矿业权资产在地理位置、开发阶段、风险程度、开发前景等方面千差万别，对矿业权资产很难做出客观公正的价值评估，不但影响了矿业权交易的发展，而且给腐败分子内外勾结、中饱私囊以可乘之机，极易造成国有资产的大量流失。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

由于非证券化的矿业权交易存在上述内生性的缺陷，严重妨碍了矿业权交易的发展和矿业权市场功能的发挥。随着矿业权制度的完善和发展，当矿业权市场发展到一定程度，当越来越多的矿业权人急需通过矿业权市场进行资本运作时，对矿业权市场进行重新定位，将整体的、缺乏流动性的矿业权资产证券化为单元化、面额小、流通便利的证券形态的资产便成为矿业权市场发展的内在要求。

二、矿业权证券化的模式

矿业权是一种特殊的不动产，因此，矿业权证券化属于不动产证券化的一种。相对于一般的不动产证券化，其证券化操作与结构有其特殊性和复杂性。矿业权证券化实质上是将一个或数个不具有流动性的矿业权资产由僵固的资产形态，经证券化处理，转化为可流动的有价证券形态。矿业权证券化是市场化条件下的矿业权制度与现代化证券制度结合的产物。正是基于这种制度创新，才使具有稀缺性、不可移动性、高风险性的探矿权、采矿权充分发挥其高价值性，解决矿业尤其是地勘业发展的瓶颈难题。从物理形态分析，矿业权证券化就是将价值较高、风险较大、难以移动的矿业权资产转换为面额小、流通便利的证券。从法律角度分析，矿业权证券化是将矿业权物权转换为可以流通的小额股权或债权；从经济学意义分析，矿业权证券化则是将固定资本转换为流动资本。

与矿业权相关的权利主要是矿业权的物权与矿业权的债权。这两类不同性质的权利，在证券化过程中相应分解成两种模式：一是矿业权物权的证券化；二是矿业权债权的证券化。

（一）矿业权物权的证券化模式

矿业权物权的证券化模式，是指以原矿业权人的所有权为基础，由发起人设立特殊目的公司、信托或有限合伙的方式组成权利集合，经信用增级和评级后发行证券。根据证券化运作方式的不同，矿业权物权证券化模式又可分为基金模式、信托模式、股权模式。

1、**基金模式**。即成立探矿权投资基金，专门从事矿业权经营与运作。矿业权投资基金可以由各方力量，包括政府、金融机构、大企业集团及社会公众等参股组成。根据矿业工作的特征和需要，可以考虑设立商业性的矿业投资基金和财政性的矿业投资基金。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

商业性的矿业投资基金是指带有风险投资基金性质的以矿业权运作为载体的投资基金，它以矿业权运营为手段，以追求收益最大化为目的，具有高投入、高风险、高收益的特点。这种基金既满足了矿业勘探开发的融资需要，同时也分散了矿业生产风险，并为风险偏好型投资者创造了一种新的投资工具。

其操作过程可设计为：成立专业的矿业投资公司，在基金的形成期间，矿业投资公司按照预定规模向潜在投资人分发招股说明书并开始寻求认缴承诺，这些潜在的投资人包括机构投资者，捐赠基金，其它基金会或个人投资者。他们通常热衷于运用投资组合向高风险、高收益项目进行投资，并构成了基金的有限合伙人。当承诺认缴额达到基金的设定规模时，对矿业权项目的投资即可启动，这时矿业投资公司向有限合伙人催缴股款。矿业投资公司是基金的一般合伙人，占基金的份额可以比很少，但负责基金的运作，包括筛选矿业权项目，评估项目，参与被投资项目经营管理和投资回收全过程管理；而作为有限合伙人的其他投资者是基金的主要资本来源，通常占基金份额的很大比重，他们仅提供资本，不参与矿业权投资管理过程。矿业权投资公司作为矿业权投资基金的管理者，每年可收取一定比例的管理费，并且在某一矿业权项目投资成功后，提取一定比例的利润作为酬金。

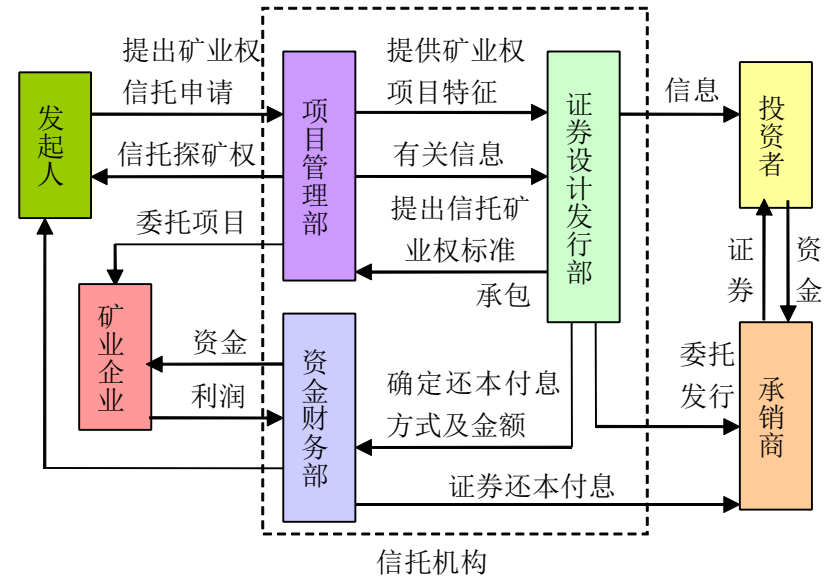
财政性的矿业投资基金是由政府牵头，银行、企业及资金盈余的机构参资，共同出资组建，投向矿产品勘探开发事业的投资基金。可从中央和地方财政、事业费或中央、省的一些专项贷（拨）款中拿出一部分作为基金的启动资金。另外再采用私募方式向法人机构、富裕的个人投资者募集资金，以机构投资者为主。此外，中央、地方财政还可以每年计划拿出一定数目的资金，这部分资金有偿使用并由国土资源部门主管，负责基金的年度计划安排、立项审批、监督验收等重大事项的决策，制订基金的管理办法及其实施细则。国土资源部门委托有关机构负责基金项目的日常管理，并指导其制订相应的操作规范、规程。国土资源部门对委托机构管理基金项目负有监督检查权。

之所以要在商业性矿业投资基金的基础上成立财政性的矿业投资基金，其主要目的有三个：一是起到基础作用。财政基金主要投

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

向探矿项目，尤其是处于普查阶段的探矿项目，为早期的探矿工作提供资金支持。在普查阶段，探矿权经营的风险极大，一般商业性的探矿投资者不会对这一阶段的探矿权进行投资，只有带有一定公益性的财政性基金积极介入，才能解决这一阶段的资金投入问题，也才能带动后续的探矿和采矿工作的顺利展开；二是起到引导作用。对一些处于探矿后期或采矿阶段的项目来说，财政性的矿业权投资基金可能作为商业性矿业权投资基金的配套资金，带动、引导商业性矿业资金投向社会效益大、国家急需的矿产品的勘探开发工作；三是起到调控作用。商业性矿业资金的投入会受到宏观经济、矿产品市场需求等因素的影响，产生周期性的波动。因而财政基金要发挥作用，抑制矿业资金投入的过度波动。在投入过度高涨或过度疲软时，财政基金从总量和结构上调控矿业投入的稳定和平衡。

2、信托模式。信托模式证券化是不涉及原矿业权所有人信用状况的筹资方式。具体方法是：委托人（发起人）将经处置后的证券化矿业权资产设定为信托财产，将信托财产的所有权转移给受托人（信托机构），经过资信评级和增级后，向投资者发行有较高投资级别的、可流通的证券筹集资金。再将所筹资金委托一家企业负责矿业权的运营管理工作，所得利润扣除各种费用及佣金后，全部由债券的持有人分享。信托机构在这种矿业权证券化模式中发挥着重要的核心作用，它做的工作对矿业权证券是否成功发行极为关键。其最重要的业务部门应包括项目管理部、证券设计发行部、资金财务部。项目管理部按照证券发行部提出的矿业权信托标准，从发起人处取得矿业权信托权，并将信托财产（矿业权）委托给矿业企业进行运营开发，同时收集有关信息。证券发行部负责将矿业权加以组合和配以信用提升，对证券



信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

的发行进行设计，并委托承销商发行证券并向投资者披露有关信息。资金财务部负责资金的运营，包括向矿业企业注入资金、回收利润、向发起人支付回报、向投资者支付本息。

这种矿业权证券化模式可描述为（见上页的图）：

3、股权模式。即融资者选择发行股票的方式来实现矿业权的证券化，为矿业活动融得资金。例如，成立一个股份制企业（Special Purpose Corporation, SPC），由它进行矿业权的运营管理。

该公司将矿业权未来的所有权，通过发行股票方式出售给其他投资者，以此筹集开发资金。投资者购买股票后，就拥有了该矿业权资产的所有权。

（二）矿业权债权的证券化模式

矿业权债权证券化所发行的主要是矿业权抵押担保证券，即矿业权抵押贷款证券化。矿业权贷款证券化，是指特殊目的机构从一个或多个矿业权贷款发放机构（银行）处购买一宗或多宗矿业权贷款，通过一定的方式进行组合，并配以相应的信用担保，以该组合的收益权为抵押发行证券的过程。

发行的证券称为矿业权贷款支持证券。投资者凭持有的矿业权证券可以分享矿产资源勘查开采的利润收益。

矿业权抵押贷款证券化的运作，主要包括四个环节：

第一、矿业权抵押贷款的发放。即银行向矿业权人发放矿业权抵押贷款。这是矿业权抵押贷款证券化的起点和基础。要使抵押贷款证券顺利发放，就必须建立统一严密的、能确保抵御风险的贷款审查标准，如合理确定贷款期限、签署标准化的贷款合同等等。

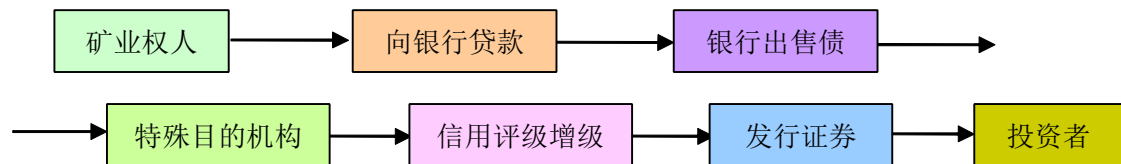
第二、矿业权抵押贷款债权的出售。发放抵押贷款的银行根据融资的需求，对其抵押贷款进行清理、估计和考核，按照证券化要求汇集资产池，确定资产数量，并将其出售给特殊目的机构。特殊目的机构主要在二级市场上从事抵押贷款债权的经营活动。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

第三、矿业权抵押贷款及债权证券的信用升级。为吸引更多的投资者和改善发行条件，必须提高抵押贷款及证券的信用级次。提高贷款信用可采用担保的形式，也可以采用证券评级的方法。通过对矿业权抵押贷款组合的质量分析，特别是严格贷款合约标准和发行人承销行为规范等来减少证券发行的风险。

第四、矿业权抵押贷款债权证券的发行、上市。矿业权抵押贷款证券经信用升级后，即可对债权加以包装、分割细化，对抵押贷款各方面进行评估，以提高透明度，吸引投资者。同时编制证券发行说明书，并向有关证券主管部门申请发行登记，经允许后向社会发行。可见，矿业权抵押贷款证券化可描述为：

不管是物权的证券化还是债权的证券化，以证券形态存在的矿业权资产及其流转都有如下特征：



(1) 从交易对象看，矿业权资产是一种单元化、标准化的产权或债权，在这里，矿业权的具体形态被抽象掉了，在交易中表现出来的是在质上无差别、在量上便于分割的有价证券，从而使矿业权的价值得到最充分的表现；(2) 从交易参与者来看，由于交易对象便于分割，不仅法人投资者，连资金实力有限的广大个人投资者也可参与交易，因而能广泛吸纳社会公众资金；(3) 从交易量来看，证券形态的矿业权交易在技术上克服了有形矿业权市场上矿权交易中的各种困难，解决了矿业权不可分性和矿业权资产要求可流动性之间的矛盾，可以便利地流动，因而其交易量要比有形矿业权市场上的矿业权交易大得多；(4) 从交易发生的影响来看，证券化矿业权交易可以脱离矿业企业而存在，无论交易市场怎样热闹非凡，证券价格怎样上下波动，对发行证券的矿业企业来说，经营活动一般不受影响。

三、当前实行矿业权证券化的障碍

1、利益机制障碍

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

众所周知，地质勘查和矿产开发工作投入大风险高。目前我国的矿业权制度基本不能保障高风险所应有的高回报，在矿业权市场的建立和发展过程中，政府和学术界关注最多的是国家的所有权权益问题，对矿业权人权益，特别是探矿权人权益保障问题却没有引起同等程度的关注。矿业权人的投资回报得不到有效保障，严重影响了人们进行矿业投资的积极性。这也是制约我国矿业权投融资和矿业权证券化发展的重要因素。

2、资金来源障碍

从发达国家的情况来看，证券的最主要投资者（购买者）是机构投资者，包括养老基金、保险公司、商业银行、共同基金、外国投资者等。但是，在我国机构投资者的现状却不令人十分乐观，不论是机构数量还是资金规模都十分有限。而个人投资者又没有能力对自己投资的证券进行深入细致的分析、判断。因此，个人投资者不可能成为矿业权证券的主要投资者。即便如此，那也是一个不稳定、难以持久的市场。

3、制度障碍

目前我国关于资产证券化的会计处理制度基本上是一片空白，而且由于缺乏统一的会计准则，主管部门很难对证券化业务实行有效的监控。因此，迫切需要根据新的情况，制定一套较为完善的关于资产证券化的会计制度。在矿业权证券化过程中，还涉及到税收制度方面的问题，主要包括资产销售的税收、特设载体的所得税处理以及投资者的税收等方面。制定合理的税收政策，降低证券化的融资成本，对我国开展矿业权证券化将起到推动作用。

4、信用机制障碍

我国的信用评级制度不完善，评级机构的体制和组织形式不符合中立、规范的要求，评级机构的运作很不规范，信用评级透明度不高，没有一个统一的评估标准，难以做到独立、客观、公正的评估，甚至可能为了推行证券化肆意美化资产，随意提高其信用级别。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

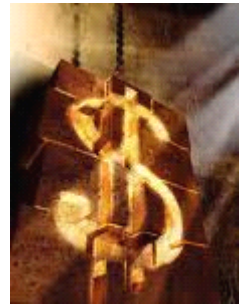
缺乏被市场投资者所普遍接受和认可的信用评级机构，必然影响矿业权证券化的市场接受程度，从而在一定程度上影响矿业权证券化的顺利进行。

5、人才资源障碍

矿业权证券化是一项技术性强、专业化程度高、程序复杂的融资工具，它涉及到经济、法律和矿业等各个方面，因此，需要大量不但掌握矿业、法律、信用评级、会计、税收方面的知识，而且掌握资产证券化方面知识的复合型人才。而我国目前这一类型人才十分稀缺，不利的人事管理体制也严重阻碍了这类人才的成长。

四、我国实施矿业权证券化的对策建议

由以上分析可见，到目前为止，我国还缺乏大规模开展矿业权证券化的基础和条件。但是，我们也不可能等到什么条件都成熟了再开展矿业权证券化，就像当年我国股票市场的试验，如果必须等到股份公司规范了、监督管理当局的监管水平提高了、投资者意识增强了再搞股票市场，那么我们可以肯定地说，到今天都不一定有股票市场，更不会达到如今的规模和水平。因此，在矿业权证券化方面，我们应该也必须进行一些试验、进行一些摸索，即便是走一些弯路、受到一些挫折，也是值得的。我们主张在目前和今后一个时期内，把注意力和重点放在为矿业权证券化的推行创造条件和打好基础上，从我国的实际情况出发，扎扎实实地做好矿业权证券化的基础工作。



1、进一步深化与完善矿业权市场，加强矿业权的资产化管理

目前，我国矿业权尤其是探矿权的财产权地位仍未确立，国家尚未制定对矿业权资产的形成、利用、交易与收益的财务管理制度和行政管理制度，矿业权作为一种资产尚未进入企业账户。很多矿业权人和矿业投资者不知道矿业权和其他财产一样也是可以给投资者带来收益的一种资产，不重视运用矿业权资产来交换劳动、融通资金、合作经营及分担风险。企业在清产核资、改组改制时，没有

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

把矿业权资产作为企业的财产进行评估处置，这样的结果使非国有企业白白丧失了自身的权益，国有企业使国有资产流失。因此，要加大宣传力度，提高公民对矿业权资产属性的认识。同时做好矿产储量核实和资产评估工作，将矿业权纳入企业资产账户，为矿业权证券化提供资产保证。

2、加强有关的基础工作尤其是立法工作

矿业权证券化的每个过程中，都要有相应的法规条例予以保证，其所涉及的多个市场主体之间权利义务确定也必须以相应的法律法规为标准。为了能在我国实施矿业权证券化，首先应着手构筑有关不动产证券化所需要的基础性法律法规框架并研究制订有关的法规。因此应该尽快出台不动产市场和金融市场的法规、条例，如《物权法》、《不动产法》、《不动产证券化法》、《不动产信托投资基金管理办法》、《不动产收益管理办法》等。除了基础性的法律法规外，还需要专门针对矿业权证券化的法律法规，以保障矿业权证券化的健康运转。包括：作为标的物的矿业权应具备的条件，矿业权投资招股说明书，矿业权评估报告和重大信息披露等。此外，关于会计准则的制定、税务的处理以及境外融资的处理等等都需要制订详细的规章。

3、积极培育投资者

矿业权证券化是新生事物，投资者不能理解、认识，就失去了生命力，也得不到充分的发展。因此，矿业权证券投资者的培育非常重要。可以采取以下一些措施：一是以证券市场为基础，加强对矿业权资产的宣传和教育力度，提高投资者对矿业权资产的认识，引导其对矿业权的理性投资；二是制定关于机构投资者投资矿业权的管理规范，对投资的范围、深度、方式等作出规定，最大限度地发展我国的机构投资者队伍；三是更多地吸引境外投资者，带动国外的投资市场。可以考虑在大型矿业项目中面向海外投资者发行证券，一方面，可以筹集海外资金，扩大融资渠道。另一方面，可以满足海外投资者投资国内市场，分享收益的需求。而且可以引进国外先进的投资、管理经营理念，有助于我国矿业权市场和资本市场的规范发展。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

4、进一步规范发展资产评估和信用评级等中介机构

中介机构在证券化中起到了灵魂的作用，从证券的发起、验资、募集、上市到债券的设计、承销、审计都依赖于证券公司、会计师事务所、资产评估机构、信用评级机构等中介机构的运作。当务之急是着重培养几家在国内具有权威性的、在国际具有一定影响力的资信评级机构。因此，有必要规范资产评估机构的行为，建立完善的资产评估标准体系，采用科学的评级方法，甚至可以考虑加强国内评级机构与国际著名评级机构的合作，引进先进的信用评级技术和经验，从而提高我国信用评级机构的素质和业务水平。

5、加强人才队伍建设

矿业权证券化涉及金融、证券、矿业、评估、财务、税务、法律等各个专业，需要大量的既有实践操作技术和经验、又有丰富的理论知识的专家。我们可以考虑从发达国家和地区引进具备丰富理论知识和实践经验的专家，同时改革落后的人事管理体制，加大对现有从业人员进行培训的力度。

总之，建立和发展矿业权证券化市场，是矿业权市场发展的内在要求，也是矿业发展的希望所在。但是，矿业权证券化是个庞大的系统工程，涉及到各个方面，因此必须统筹兼顾，逐步推进，绝不能一哄而起，盲目发展。从总体上来说，应按照先由采矿权证券化到探矿权证券化，再由探矿权证券化到组合型证券化的步骤进行积极探索和实践。采矿权经营相对来说风险较小、运作较为成熟。因此，在加强矿业权证券化的基础性工作的同时，应在现有基础上继续推进采矿权的证券化工作。这既是矿业发展的需要，也能为后续的矿业权证券化积累经验。

在采矿权证券化达到一定程度后，再积极地展开并推进风险大，投机性大，专业性强的探矿权的证券化工作。然后，再在此基础上，组建跨地区的，集探矿、采矿于一体的全国性大型特大型矿业集团，开展组合型的矿业权证券化。**[完]**

★信托业务的新热点、信托融资的新亮点——矿产能源项目信托融资。信泽金信托实务培训 010-64336037/64363798

■ 矿业融资理论

>>> 夹层融资在矿业企业项目融资和资本运作中的重要价值

袁华江

[摘要]当前，矿产资源的开发呈现出全球化趋势，资本在矿业发展中起到决定性作用，国际资源局势的突出变化是矿产资源贸易已经演变为卖方强权市场，矿业巨头的话语权正是来源于其雄厚的资源控制能力，而这种控制力形成的强大后盾就是矿业资本运作，各国在国际矿业领域里角逐的实质就是资本运作的较量。为此，通过中外矿业投资案例的分析，可以解析出夹层融资方式在矿业资本运作中的优势和现实价值。

一、当前矿业融资方式选择的现状

国土资源部信息中心编著的《利用国际矿业资本市场促进我国矿业发展》早在 2000 年就提出：从投资的不同形态看，矿业资本市场上的资本最初是表现为货币资本的，然后，这种货币资本通过投资于矿产资源勘查、开发活动而转化为矿权这么一种财产权，进而通过矿产的勘查和开发而转化为矿业资本，最后，这种矿业资本又返回到货币资本中。货币资本、矿权与矿业资本这三者之间的良性互动关系，构成了矿业资本市场的内循环。

我国矿企当前普遍运用的融资方式仍然是债权融资，主要形式是银行贷款。中国矿企在矿业私募融资、发行短期融资券融资、发行信托集合资金计划融资，通过加拿大、伦敦等矿业资本市场上市融资等方面已有突破，并取得一定融资效益和企业品牌效应，但矿业市场资金的密集型特征、高风险性、投资周期长的特点在相当程度上使得前述融资模式没有在我国矿业领域形成规模化应用。

而在传统的银行贷款筹资方面，金融机构在商业银行法对贷款资金应遵循以安全性、流动性、效益性为经营原则的要求下，对矿业企业的贷款申请格外谨慎。除国有大型企业外，能获得国家开发银行、中国进出口银行等政策性银行授信的企业寥寥无几。

因此，中国矿企在政府“走出去”宏观政策引导背景下所采取的融资有必要重新审视融资方式的选择。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

二、中国矿企夹层融资方式的运用

投资项目概况：阿维贝雷（Avebury）镍矿项目是澳大利亚仅有的少数几个勘探程度较高的硫化镍项目之一，100%权益由阿里琴矿业公司持有。

2006年中国甘肃省金川集团公司同澳大利亚阿里琴公司达成合作开发项目协议：金川集团以私募方式投资阿里琴公司（首次投资时并附一定额度和期限的认股权证）、按照投资比例金川向阿里琴公司改组后的董事会派出董事、项目所需要的开发资金由双方共同承担、金川获得阿维贝雷项目服务年限内镍精矿的全部包销权、阿里琴公司在交付产品时分期归还项目融资款并支付融资利息、金川享有阿里琴公司利润分红权及股票升值收益权、金川拥有对阿里琴公司除阿维贝雷以外其他项目的开发优先进入权和购买权。

2006年4月，金川向阿里琴公司提供500万澳元项目融资，同时签署了镍精矿包销协议；2006年10月，金川出资700万澳元行使2500万股认股权证，投资比例3.73%；2007年上半年，金川集团公司两次追加投资，投资比例增加到11.1%，成为阿里琴公司最大的股东，金川项目控制力大大增强。

2008年，澳大利亚Zinifex公司对阿里琴公司发出要约收购，金川在保证产品包销协议有效的前提下，出售所持股权，第一次在境外实现股权投资收益3000多万澳元。

上述金川集团公司所采用的既有债权融资，亦有股权融资性质（附有的认股权证）特点的融资方式就是夹层融资。

通过“阿维贝雷模式”，金川集团国际化经营战略进一步明确。这种模式既有长期贸易关系又有战略投资关系，既有商品贸易收益又有资本运作收益。在这一模式下，金川兼顾合作伙伴与公司股东的利益，作为股东不过分管理公司具体事务，作为合作伙伴则积极支持项目运作，充分发挥了两个方面的积极性。

大量实践证明夹层融资结合了固定收益资本和股权资本的特点，可以获得固定收益和资本升值的双重收益。通过融合不同的债权

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

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。有的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；还有的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。



夹层融资是指一种性质介于优先级债务与股本之间的资本融资方式，其收益率高于优先级债务，但长期收益率低于股本。这类融资形式的最大特点就是资金需求方在融资的同时给予投资人附随认股期权（相应的认股权证）。投资人在享有利息回报的同时有权依据创始企业的发展情况行使转股权。

夹层融资是一种融资方式，或者可以理解为是一种融资交易结构，夹层的拉丁语含义就是“中间”的意思。

从夹层资金提供者的角度，夹层融资是一种具有股权性质特点的次级债权，夹层债权人虽然位列股东之前，却次于优先债权人。同时夹层融资投资人对用资方享有利息回报，用资方负有还本付息义务，因而又具有债权特点。

矿产资源的勘探和开采需要较大的投入，从取得矿业权（招、拍、挂）到矿井巷道的建设，以及设备的添置、技术的引进、各种税费的承担，加上资源整合政策对企业提出的新要求，矿企普遍面临巨大的资金压力。最关键的是，在上述背景下，依照我国《矿产资源法》等法律、行政法规要求：矿业权人（通常就是矿企）在登记的矿区内每年必须完成国家规定的最低投入；增值税改革后，矿产资源投资过程中矿企的原材料购进相对其他行业较少，进项抵扣的微少使得矿企的增值税不仅未减小，反而税负更大；而我国地方各级政府对矿企征收的诸如铁路建设基金等行政性规费则使矿企的资金敞口是雪上加霜。

矿业的高风险性迫使无论是投资者还是信贷机构，对其融资需求皆十分谨慎。为了最大限度地保证资金安全，投资人或信贷机构在谈判的过程中、融资协议中，都会对融资企业刻以繁多地、近乎苛刻的义务。

矿业企业的固定资产较少，能够在市场上流通、变现，适于担保的固定资产则更少。矿业企业的核心资产是矿业权。但矿业权评

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

估结论存在一定的不确定性，评估报告的客观性、公信力有待于完善的评估体制和市场去培育，云锡集团购入的矿业权 2005 年评估增值一亿多元就产生了一系列令国内外资本市场关注的诉讼。因此，将矿业权作为债务履行的担保目前尚未为大多数金融机构所接受。

而夹层融资是一种处于股权和普通债务之间的一种融资方式，是一种无担保的长期债务，这种债务通常附带有投资者对融资者的权益认购权。那么矿业融资领域中，夹层融资又具有哪些优势呢。

三、夹层融资方式运用于矿业体现出的优点

1996 年国际银行委员会（IBC）专门召开了“为矿业而融资”的研讨会，美林银行（Merril Lynch）资本公司在分析过去 5 年内世界上大型多元化跨国矿业公司的资金来源的基础上指出，除资产负债表外融资（不纳入公司平衡表的融资，如项目融资就是一种典型的表外融资方式，杠杆租赁大多数情况下也属于表外融资）这种融资方式以外，矿业界所需要的资金有 80%是由公司内部所产生的现金流提供的。其余外部资金中（占所需总资金额的 20%），股票占 70%（在过去 5 年内，大型矿业公司从股票市场上共筹得约 84 亿美元资金），债务占 30%。

（一）优势一：具有资金补给作用

矿业企业在初期投入的资金基本是自筹资金，许多大型矿山的开发中都含有创始矿企的原始股东以股权为筹码融到的资金，这是股权融资，通常表现为私募基金。而当矿企发展到一定阶段的时候，如前文所述，矿企的资金敞口越来越大，如果再次或多次以股权进行融资，就意味着原始股东要分出部分股权以作融资基础或者由创始企业要在多轮融资后继续筹集资金增发股权，而分出股权越多就将使创世股东的控制权受到威胁（创始矿企的原始股东的权益比例必将被稀释）。而在创业初期，具有高风险性、高回报的中小矿企更偏好于内部融资和债务融资，最不希望在初期进行股权比例过大的权益融资，因为过早的股权融资将大大降低创业者的预期收益。夹层融资的出现平衡了前述矛盾问题。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

从夹层资金提供者的角度，夹层融资是一种具有股权性质特点的次级债权，夹层债权人虽然位列股东之前，却次于优先债权人。同时夹层融资投资人对用资方享有利息回报，用资方负有还本付息义务，因而又具有债权特点。夹层资本通常则是在创始企业发展到一定时期，如发展期、扩展期时基于创始股东多轮权益融资后的控制权和净收益考虑而进入，具有资金补给作用。汇发中国基金管理有限公司成立于 2005 年，是中国第一个夹层融资基金，投资方有荷兰发展银行、德国发展银行、法国发展银行及日本伊藤忠等机构，旗下管理两只基金，基金规模达到 2 亿美元。汇发已完成 10 多个投资案例，分布于矿产、风能、清洁能源等领域，取得卓越的投资回报。

（二）优势二：利于矿企经营自治

私募等股权融资中，投资方的目的通常是通过 IPO、创始股东回购、兼并收购等方式谋求最终的权益资本收益的最大化，投资方从开始到退出一直都要运用股权这个投资工具（包括投资基金行使优先购买权、拖带权、领售权等）。夹层融资中的投资方则不要求对目标创始企业的管理、决策控制，但通常要求目标创始企业进行必要的和事先约定的信息披露，一般是财务状况、必要的资金信息等。

夹层融资中的投资方委派到目标创始企业的董事是基于知情权而产生，通常没有表决权。

夹层融资除要求资金回笼和利息收益外，对转股权的行使亦不在于谋求控股权，不要求多轮融资中的反稀释保护，夹层投资方追求的仅是投资回报，而不是控制创始企业，将债权转换为股权的目的仅是谋求投资回报的手段。夹层融资的投资进度通常也可以根据创始矿企的资金需求进展（现金流状况）分期实施，进而使夹层资本对创始企业进行相对的长期融资。对企业控制权弱化要求的夹层融资非常有利于创始矿企的经营自治，自主决策。



信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

我国创业板选择 IPO 对象的标准明确地排除了对资源高度依赖的或盈利主要依赖于税收优惠等类型的企业^[1]。而且，我国创业板准入标准之一就是必须拥有持续盈利能力，而矿业企业在勘探、开发初期的投入远远大于收入^[2]，只要当矿山进入商业化规模性开采时才可能有丰厚的盈利。马克思在资本论剩余价值学说中明确阐述：“农业、矿业、加工业和交通运输业是社会四大生产部门”，前两者是原料生产部门，是基础产业，后者是原料后续加工和运输部门，农业提供人类赖以生存的粮食，矿业则是提供工业的“粮食”。矿业初期的资本投入依赖于后期矿产品的货币转换收回投资成本并获得盈利。随着所投资本转化为成本价格，剩余价值也就转化为利润。剩余价值不仅对用商品的成本价格来补偿的所耗费的资本来说是一个价值增加额，而且对生产中所使用的全部资本来说也是一个价值增加额，“剩余价值，作为全部预付资本的这样一种观念上的产物，取得了利润这个转化形式”。随着剩余价值转化为利润，商品的价值形式也进一步转化。

目前，已经入市交易的创业板上市企业中没有一家矿业企业。因此，当前中国矿企的私募投资基金寄希望于创业板套现退出是不明智的。

（三）优势三：投资者退出矿企更易实现

夹层投资形成的债务，通常在投资前法律文件中已有预先确定的还款日程表，创始企业可在特定时间内分期偿还债务也可一次还清。还款模式将取决于创始企业的现金流状况。故夹层投资的退出清算途径比私有股权投资更为明确。

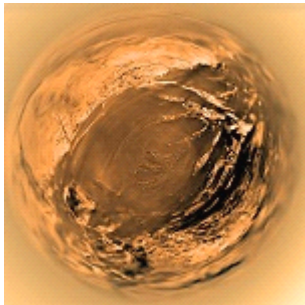
虽然投资方进行私募投资时通常也要求在有关的法律文件中约定创始企业 IPO 的时间进度，并伴随对赌等措施，但创始企业的 IPO 时间进度存在不确定性，与企业的经营发展状况、IPO 法律环境等因素相关，故私募投资的退出存在变数可能，其具体最终如何退出在相当的时期内是不明确的。

（四）优势四：匹配矿业投资中的产品挂钩偿债传统模式

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

无论是私募融资还是其他债券、信托、上市融资，其融资方式都是单一的，是一种独立的资本聚集途径。考量资源产业的发展，它高度依赖对矿产资源的采掘和销售，唯有如此，各条资本聚集途径的投资回报要求方能得以实现，融获资金的创始矿企才有现金流偿债，进而自身获取投资收益。

2002年4月，金川集团与中矿国际公司（SinoMining International Limited）在塞利马来矿业公司精矿采购招标中联合中标；2003年，总投资100万澳元的中金镍业公司在澳大利亚悉尼注册成立。以中金镍业公司为平台，金川集团同塞利马来公司签订了《精矿包销协议》，条件是：《融资协议》项下的贷款；2003年3月金川向塞利马来提供融资款500万美元；2004年初，金川向塞利马来公司派出技术工作组全面参与项目建设；2004年10月，塞利马来项目首批镍精矿运抵金川。截止到2007年，金川从该项目包销镍精矿超过28万吨，取得债权投资利息收益超过100万美元。



一方面，以矿产品作为挂钩资产偿债是国际矿业资本运作的传统做法。矿业企业在长期实践中，结合矿业资本市场的特点，更广泛地利用了两种筹资方式，即以矿业权为纽带的联合风险经营协议和矿业权抵押、产品借贷、产品支付等形式的融资。

产品销售在融资中有着重要作用，它一般是通过事先与矿产品收购者签订的长期销售协议而实现。而这种长期销售协议形成的未来稳定现金流，恰恰是偿还仅有经济回报预期的夹层资金的信用基础。私募资本则并非仅着眼于企业产品等给予的回报，而是在资本市场上数十倍地溢价套现、退出，故私募基金对所投资企业均有发展规划和利润要求，甚至采取对赌策略，企业可自主决策投资的空间不如采取夹层融资时那么大。

当前矿业领域的一大特色就是：全球资源危机背景下，获取资源价格日益上涨的矿产品将为夹层资本带来超额的溢价回报，这还不包括融资矿企仍然要按期支付给夹层资本提供者的固定利息。美国等石油巨头提出以其经济援助或投资换取中东石油的根本动因就

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

在于此（当然，亦有国家能源战略等因素）。

澳大利亚的阿施顿矿业公司开发的阿盖尔钻石项目，欲采用项目融资（含股权融资，夹层融资等结构）方式筹集资金。由于参与融资的银行认为钻石的市场价格和销售存在风险，融资工作迟迟难以完成，但是当该公司与伦敦信誉良好的钻石销售商签定了长期包销协议之后，阿施顿矿业公司很快就获得银行的贷款。

另一方面，我国矿业资本市场已经启动上海金属交易所、上海黄金交易所、深圳有色金属交易所，矿产品的套期保值在矿业开发中有着不可否认的资本功能。夹层融资的投资者投入夹层资金后，除获得稳定的利息回报（包括其认为矿企发展前景良好，矿企股权增值时行使转股权）外，其以提供夹层资金为条件获取矿山精矿的优先包销权，不仅为现货溢价销售奠定了良好的基础（长期供货协议最大的优点之一就是获得稳定的高于市价供货权），而同时：融资矿企供货时是分期偿还夹层资本所投入的资金，未来的矿石产量亦为矿企和夹层融资投资者在诸如伦敦金属交易所等资本市场牟取套期保值回报提供了条件，避免价格大幅波动、汇率损失，可谓相得益彰。当然，套期保值也是有市场风险的，它只是矿业资本市场里的一种金融工具。

最后，需要强调的是：夹层资本虽然可以对创始矿企进行相对的长期融资，但矿山开发毕竟区别于其他产业，矿山提供的产品多为不可再生的，矿山的生命周期是有限的，因此，夹层融资的期限应当不超过矿山的有效生命期，矿石包销协议的履行期限亦同。

四、大型矿业项目融资时的夹层融资

项目融资作为国际大型矿业开发项目的一种重要的融资方式，系以项目自身良好的经营状况及项目建成、投入使用后的现金流作为还款保证而融资，它无须以投资者的信用或有形资产作为担保，也不需要政府部门的还款承诺，贷款的发放对象是专门为项目融资和经营而成立的项目公司。亦因此，项目融资相对于提供资金的债权方通常是有限追偿，甚至无追偿权的融资方式。但融资实践中，资金投入方常要求项目方提供第三方担保（而非项目本身）。

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

因项目融资资金需求量大，风险高，故多由数家金融机构或投资者参与提供资金，并通过书面协议明确各自的风险比例，带有严谨、复杂的担保架构。同时，参与融资的主体时常呈现多元化，在融资种类和融资结构上，既有股权融资也有债权融资，亦有夹层融资。这种以大型矿业开发项目自身的未来现金收入偿债的模式是一种表外融资，往往应用于大型矿山开发，一般的矿业投资项目尚不足以采取该方式，而我国国内的商业银行在现行《商业银行法》和银监会的政策指引下，亦不接受有限追偿的融资，更不会接受无追偿融资，因此，项目融资方式在国内进行推广应用还需矿业市场的发育和融资法律条件的完善。

注释：

[1] 发行人的主营业务对自然资源不存在依赖，经营成果对税收优惠不存在严重依赖是中国证监会对 IPO 审查的铁定标准。《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》第 15 条规定：发行人依法纳税，享受的各项税收优惠符合相关法律法规的规定。发行人的经营成果对税收优惠不存在严重依赖。

[2] 在矿业领域，勘探到有经济开采价值的矿床要面临储量过低、矿产品位过低等一系列风险，其巨额的投入要待成功地开发矿产资源后才能获得回报，故矿业投资是典型的风险投资。

*****【完】



——《信托周刊》：2008 年-2010 年一路走来，继续前行……

——《信托周刊》：第 1 期-第 52 期专注信托，秉持研究……

——免费订阅《信托周刊》：轻松发送邮件至 trustweek@msn.com

——网络下载《信托周刊》：<http://www.trustlaws.net/tabloid/Class.asp?ClassId=188&SpecialID=>

★信托人的第 11 个自由家园：【信托理财及项目交流】QQ 群十一：115327063【总群人数冲击 2000 人，让信托人融入自己的家！】

信泽金——信托培训和信托研发的专业服务供应商！值得您信赖的金融信托专业伙伴……

■ 能源信托杂谈

>>>加拿大能源信托基金：石油和天然气的“特权信托基金”

Daniel Fisher



加拿大能源领域的收益比最垃圾的垃圾债券还要高，投资者因此趋之若鹜。该国的石油和天然气信托基金通常会 将大部分现金流（即净利润加上亏损补偿等非现金支付的费用）用于支付基金的持有人。结果，这些投资者可按季或 按月收获高达10%至18%的诱人利息，而税率仅为区区15%，相当于美国的股息税率。而且即使要向加拿大支付税金， 投资者也可以向国税局申请国外税收减免。

加拿大的特权信托基金类似于美国的房地产投资信托基金，它可以通过向投资者分配大部分收益而规避公司所得 税。美国版的特权信托基金也涉及对油井煤矿和输油管道的投资。但是美国的信托基金不能发行新债或新股，因此它 们的储备总是在不断减少，最终整个信托基金也将逐渐消失。而在加拿大，信托基金可以通过筹集新资金来扩大能源 开采的规模，理论上来说完全可以承担将来的高额红利。这就是如今加拿大信托基金如此炙手可热的奥秘。它们甚至已经不再局限于 能源行业，还进入到快餐连锁业或宠物食品业等领域中。

这样的收益是否好得令人难以置信呢？的确，某些特权信托基金相当可靠，但需要注意的是，基金红利很容易受能源价格下降和 利率上升的影响。而且收益不稳定还不是惟一的问题。某些不负责任的基金支付的现金甚至比其开采石油和天然气的所得还要多，也 就是说它们必须通过借钱或者抛售股票才能维持高红利。一旦石油价格下跌幅度过大或者利率上升太快，这两种现金源都将枯竭。

*****[完]

★信泽金为华澳国际信托有限公司提供信托培训专项服务

2010年11月13日，北京信泽金理财顾问有限公司应邀为华澳国际信托有限公司在上海提供了两场3个专题的信托培训服务。 华澳信托的主管领导以及京沪两地的近40位员工参加了此次培训，整个培训活动主要围绕信托实务的热点问题进行了讲解和交流。