

我国高速公路项目融资模式创新研究

陈昭方(教授) 王永海(博士生导师)

(武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)

【摘要】 本文根据高速公路项目的准公共品性质和我国高速公路发展的特点,分析了影响高速公路项目融资能力的因素,并提出了我国高速公路融资模式创新的基本思路。

【关键词】 准公共品 高速公路 融资模式

一、影响高速公路项目融资能力的因素

高速公路项目具有投资规模大、回收周期长、融资结构复杂及现金回收流量稳定等特点,这类项目的融资能力主要取决于预期投资收益、投资规模、融资结构、税收环境等因素。本文在考虑我国现行财税制度和市场价格等环境因素的情况下,从项目融资的角度,围绕项目费用和效益、项目获利能力、清偿能力和创汇能力等财务因素,根据国家或行业的基准指标和借款条件归纳了影响高速公路融资能力的主要因素,具体包括:

1. 交通量。交通量是衡量高速公路获利能力的主要因素,交通量包括正常交通量、转移交通量和诱增交通量。正常交通量是指高速公路不受改扩建影响的交通量。转移交通量是指高速公路建成后从其他相关公路或其他交通方式上转移过来的交通量。诱增交通量是指高速公路建成使运输成本降低而产生的新交通量。由于高速公路的收入主要来源于车辆通行收费,交通量预测的准确性直接关系到高速公路的融资规模和融资方式。交通量越大,对投资者的吸引力越大,则优化融资方式、扩大融资规模的可能性越大。

2. 投资总额。投资总额指高速公路从建设开始到建设完成所发生的全部支出,包括建安工程支出、设备投资支出、待摊投资支出及其他支出。对项目进行融资能力分析时,不仅要测算出项目的总支出,而且要测算出分年度的资金投入金额。对建设期较长的项目,还应做项目资金的静态分析和动态分析。由于高速公路的投资回收期较长,投资总额的大小直接关系到投资者的经济实力和经济承受力,对项目融资的成败有重要影响。

3. 营运效益。营运效益主要与高速公路的营运收入和营运支出有关。营运收入主要指车辆通行费收入,是车流量和车辆收费标准的乘积。营运支出主要指管理费用支出、养护费用支出、大修理支出和财务费用支出。项目营运效益的好坏,直接关系到投资者资金回收时间的长短和资金投资收益的好坏,因此它是项目投资者关注的重点。但由于高速公路受市场变化影响较小,营运收入和营运支出相对稳定,营运效益预测一般都较准确。

4. 融资结构。融资结构的选择原则有三个:一是满足项目建设和经营的资金需求量;二是达到项目投资者的预期利润目标;三是融资风险分散化、融资成本最小化。高速公路项目应以此为基础,寻找各种来源渠道,设计不同的融资方式,通过分析比较,设计最优的融资结构。根据实际情况,针对不同的项目采取不同的融资方式,有利于扩大项目融资范围。例如,因为我国经济发展不平衡,西部地区高速公路的车流量和车辆收费标准都低于东部地区,因而在设计融资结构时,西部地区的资本金比例需高于东部地区。

二、高速公路融资模式创新

本文在借鉴国外高速公路融资模式的基础上,围绕高速公路准公共品的性质,提出了我国高速公路融资模式创新的三个基本思路:

1. 保险资金投资计划思路。保险资金的投资应符合安全性、流动性、收益性这三个原则,在遵循安全性原则的前提下谋取更多的收益,同时应保持一定的流动性以应付日常开支和保险赔付。而多元化投资组合策略是保险业增加收益、规避风险的重要手段之一。但从目前保险资金可购买的投资产品来看,除银行存款和债券外,其他品种的期限都较短,保险资金特别是寿险资金很难找到与其负债性质相匹配的投资产品,因此,业内对于允许保险资金间接投资基础设施项目的呼声由来已久。

从2005年年中至2006年3月,经过多次业内征求意见,保监会于2006年3月20日以2006年第1号令的形式正式颁布了《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》(简称《办法》)。《办法》规定,保险资金投资基础设施项目,需通过委托人将其保险资金委托给受托人,由受托人按委托人意愿以自己的名义设立投资计划进行投资。这一方面规避了法律对保险公司进行实业投资的禁止性规定,另一方面也利用财产信托实现了保险资金与受托人“破产隔离”的目的,为保险资金间接投资基础设施项目提供了政策依据。

从公路交通项目特别是高速公路项目来看,其特点是单个项目的资金需求量大,建设周期长,收费期长,运营风险较小,收益相对稳定,这与寿险资金的负债性质较匹配,也符合

保险资金投资对安全性的要求。因此,《办法》中明确提到保险资金可投资的基础设施项目就包括交通项目。但是《办法》对于风险控制的规定过于严格,在具体操作中还存在较多阻碍,如《办法》规定:①所投资项目必须是国家级重点项目。目前保监会尚未定义何为“国家级重点”项目,但据笔者估计,至少是国家主干网上的项目才能达到要求,这条规定将很多地方高速公路、支线高速公路项目排除在外。②可用资金总量不大。按照《办法》关于保险资金投资规模和比例的规定,以保险行业总资产计算,可投资于基础设施的总规模约为700亿元,公路交通领域能够分得的份额就更少,这对于动辄十几亿元甚至几十亿元的公路交通项目来说只是杯水车薪。③担保条件要求苛刻。《办法》规定,以债权方式投资基础设施项目的必须取得担保:若为保证担保人,应当是国内信用评级机构最近一年评级在AA级或者AA级以上的金融机构,也可是上年末净资产达到200亿元人民币以上的非金融机构;若提供抵押担保,抵押担保的债权不能超过抵押物价值的50%。

《办法》中过于严格的条件人为地降低了项目方引进保险资金的积极性,而就目前来看,作为基础设施项目建设资金主要来源的银行也存在着巨大的放贷压力,其对于符合《办法》规定条件的项目必然是虎视眈眈,在激烈的竞争下,保险资金不具备足够的优势。因此,笔者认为,尽管《办法》的出台为保险资金打开了间接投资公路交通项目的大门,但保险资金真正投资公路交通项目还需假以时日。

2. 信托资金思路。信托资金投资公路交通项目指单个或多个投资者通过购买信托公司发行的信托投资产品将其资金以贷款或股权投资的方式投入到公路交通项目中去。利用信托方式投资公路交通项目的优势有:

(1)投资形式灵活。信托公司是我国目前唯一能够同时投资资本市场和实业项目的金融机构,因此能够以股权投资的形式参与公路交通项目,满足了投资者对不同风险等级投资产品的需要。

(2)风险隔离机制。信托资产独立于信托公司资产而存在,能够实现信托资产与信托公司的破产隔离。

利用信托方式投资公路交通项目的主要障碍有:①单个投资计划金额过高,发行规模受限。《信托投资公司资金信托管理暂行办法》第六条规定:信托投资公司在管理、运用、处分信托资金时,接受委托人的资金信托合同不得超过200份(含200份),每份合同金额不得低于人民币5万元(含5万元)。考虑到公路交通单个项目投资额巨大,以投资10亿元为例,每份信托计划的金额即达到500万元,这样就人为地制造了投资门槛,使得信托计划的发行规模受到限制。②缺乏有效的流通机制。目前国内信托投资规模正在不断扩大,但是依然缺少稳定的二级流通市场和有效的交易促成机制,投资者购买的信托投资产品变现能力较差。二级市场发展速度的滞后也在一定程度上影响了一级市场的进一步扩张。③融资成本高。信托贷款的利率须按照中国人民银行规定的基准利率执行,且通常情况下比同期银行贷款利率更高,在融资成本上没有优势。

通过以上对信托资金投资公路交通项目的优劣势分析,

我们不难发现,如果《信托投资公司资金信托管理暂行办法》对集合资金信托计划的限制以及我国信托产品二级市场发展滞后的情况得不到有效改善,那么信托资金投资公路交通项目并无优势可言。

3. 企业债券思路。在我国,发行企业债券的融资成本较低,期限最长可达15年,但是由于企业债券的发行须经国家发改委批准,每年额度有限,且对发行企业的要求很高,通常只有一些大型央企才能够获准发行,因此,企业债券的发行规模受到了限制。不过,近两年来国家对企业债券的发行有逐步放宽的趋势,2005年全年企业债券发行额度为654亿元,创造了过去五年的新高。同时,央行于2005年12月发布了“30号令”,放开了商业银行投资企业债券的限制,二级市场的活跃从另一个方面刺激了一级市场的发行规模不断扩大。目前我国企业债券的发行主体也逐渐由原来的央企开始向地方性企业过渡,2006年已发行的前四家企业债券主体均为地方企业。从公路交通行业来看,企业债券的发行情况也逐渐活跃。如:2003年江苏交通控股有限公司发行了总额18亿元(年利率4.61%)的10年期企业债券并成功上市交易。2006年3月21日,河南中原高速公路股份有限公司成功发行了金额为15亿元、期限为10年、年利率为4%的企业债券。

总结上述三种融资方式,保险资金间接投资基础设施项目虽然已经有了政策依据,但从保险资金的总量以及未来可用于投资基础设施特别是公路交通项目的资金量来看不可能成为未来公路项目融资的主要渠道。然而其融资成本低、期限长的特点使其具有一定的吸引力。信托资金的融资方式由于受到较多法律及政策的约束,不但融资成本高、产品流通性差,且潜在投资者少,对于公路交通这种投资规模较大的项目很难大面积推广,未来的发展潜力不大。企业债券作为一种债权融资方式最大的特点是操作方式简单,融资成本较低,容易大面积推广,可作为我国未来新建公路项目资金来源的一条主要渠道。因此,国家有必要进一步改善企业债券发行机制,建立市场化的企业债券评级制度,为企业债券脱下“计划债券”的外衣,真正将其推向市场。

通过对上述几种融资思路的相关政策以及市场情况分析,我们认为,企业债券对融资标的资产的选择方式灵活,融资成本低,且能够实现融资方的表外融资、风险隔离,加之其证券化产品易于在二级市场交易,潜在投资群体庞大,对盘活我国目前大量的沉淀公路资产具有重要意义,应该是我国高速公路项目融资模式创新的主要方向。

主要参考文献

1. 陈有安,王学军,尉维斌,肖焕雄.项目融资与风险管理.北京:中国计划出版社,2000
2. 王致中等.中国铁路改革与发展研究.北京:当代中国出版社,2001
3. 李振宇,李信宏,邵立强.资信评级原理.北京:中国方正出版社,2003;1
4. 何小峰.资产证券化:中国的模式.北京:北京大学出版社,2002