

基建项目国际融资的探索

马 兴

一、基建项目特点概述

基础建设项目的特点是：(1)永久性。基建项目，如铁路、地铁、大桥、隧道、高速公路、机场、港口、电站等基础设施往往投资巨大，建设周期长，但一旦建成后具有永久的使用价值，资产折旧率低；(2)外延性。基础设施建成后所带来的收益具有广泛的社会性，为社会公众所享受。除基础设施的直接使用者外，非直接使用者也能受惠，如交通设施建成后，不仅会给使用这一设施的企业和居民带来直接效用，也会因为交通便利后促进经济繁荣而给其它地方的居民，甚至附近的城市带来间接的好处，因此，基础设施所带来的收益具有很广的辐射性。

由于基建项目涉及的资金额巨大，组织管理困难，因此风险也较大。其涉及的主要风险为：(1)完工风险(又称工程风险)。包括超出投资额度、进度拖延、质量不符、组织协调困难等；(2)经营风险。项目建成后，由于经营管理不善或经济环境等原因，不能产生预期的财务收益；(3)外汇风险。如果项目投资涉及外汇资金，建设者或经营者就要承受外汇风险。

二、政府与国际投资者在基建项目国际融资上的合作

基础设施建成后的收益可分为直接性收益和外延性收益。直接性收益是指基础设施的直接使用者所享受的好处，可以通过收取基础设施的使用费加以回收；而给非直接使用者带来的外延性收益是很难用直接的手段加以回收的，这也就是一般国内、外资本投资于基建项目的主要障碍。

由于基建项目的社会意义及其收益的外延性十分显著，传统上，这些项目一般都由政府部门投资主建，资金的真正来源是纳税人的税金。项目建成以后，政府是以一种十分间接的方式对其收益进行回收，从而弥补巨额的投资支出。间接的回收方式为：投资→基建→使用→促进经济→税收增加→偿还投资。因此，与之相适应的传统基建筹资方式有：财政拨款、政府信贷、发行政府担保的长期债券等。它们都有一个共同的特点，即利息负担低、还款期长、与基建收益回收的周期相匹配。

在基建项目的资金周转过程中，政府的偿还能力是以税赋收入为保证的。然而，居民所能承受的税赋水平是有一定限度的，因此也就限制了政府的筹资能力。但是，当经济发展对基础设施建设提出更高的要求时，通过此种传统渠道所能筹得的资金就会显得捉襟见肘，这在一些经济高速增长的发展中国家尤其如此。而公共项目建设中引入国际资本则是弥补资金缺口的一条有效途径。同时，引入国际资金也能将先进国家的经验和效率带到基础设施的建设与管理

中来。

国际投资者的一个基本出发点是：在保障安全性的前提下尽可能多地回收投资所带来的经济收益；在保证补偿其投资支出与风险的基础上获得尽可能多的利润。显然，这与基础投资收益的外延性相矛盾。由此可见，各国政府与国际资本投资于基建的目的是不同的，其利益基础有一定冲突性：政府追求的是社会性收益，是以项目完工后能发挥最大的使用功效为目标；而国际投资者追求的是投资利润最大化。例如，道路与桥梁，政府认为使用者越多则社会效益越高；而国际投资者则希望道路、桥梁的使用费收入达到最高，存在着一种提高收费的倾向，而收费提高则会使部分公众无力使用这些基础设施，或减少使用次数，显然这与政府的初衷相悖。

尽管国际投资者与政府在基建项目上的利益并不完全一致，但依然存在着吸引外资进入公共性项目投资的可能性。基建项目的社会性决定了政府参与的不可或缺性，即便是在进行国际融资时也同样如此。问题的关键在于寻找双方的优势，并各自作出让步，以达成合作。

	优 势	弱 势	利 益 目 标
政府部门	(1) 信用度高 (2) 行政能力强	(1) 资金管理 (2) 资金来源	社会效益
国际资本	(1) 资金雄厚 (2) 管理水平高	承担风险的能力	利润极大化

由此得出，国际资本进入基建项目的可能性前提为：(1)政府部门或其它高信用等级风险的担保；(2)可以接受的投资回报率。

显然，政府部门有条件提供高等级的信用担保，而通过对项目收益的进一步细化，界定收益的直接性和外延性，将带来直接性收益的项目分割出来以吸引国际资本进入，同时积极网罗外延收益，使其变成财务性收入，以大大增加对国际投资者的吸引力。以高速公路为例，封闭的公路本身可以通过收费来产生直接收益，而公路两端及途中开口处，都是受益最为明显的地区，如果允许基建项目的国际投资者在这些地区投资于地产、商业等，则有利于网罗部分由高速公路所带来的外延性收益。

基建项目的主要国际投资者一般是世界性或区域性的开发银行，专门投资于基建项目的基金等机构投资者，或是与基建项目收益有着直接关系或间接关系的地产商、建筑承包商、以及建材供应商。还较有可能对基建项目感兴趣的是基础设施的直接使用者，或直接受惠者，等等。他们有一个共同的特点，就是都能从这个项目中找到自身的利益，而且这种利益越明了清晰，那么，他们出资的可能性就越大，投资的协调与管理难度也就越小。

在利用债权形式进行融资的情况下，投资者的回报率是固定的。即使是以股权形式进行融资，政府一般每年也以股息的形式付给投资者回报。回报率是事先商定好的。事实上，政府限制了国外投资者的股权地位，以保证项目的社会效益，而国际投资者等于购买了一种变相的资产抵押债券。与真正的债券相比，有机会享受基建项目资产增值的利益。在以 BOT 及 BOO 等将筹资、建造与经营结合在一起的融资方式中，政府也事先确定一个最高的收费标准，以限制国外资本对基建项目社会效益的损害。

三、基建项目国际融资的一般做法

1. 清楚了解项目主管单位(一般为政府机关、国家企业)的目标和利益。例如,政府建一个新机场的主要目标是“低成本,高效益”,还是宏伟的场面,豪华的外观,必须首先了解清楚,并作为筹备项目的主导思想。

2. 分析可能的国际合作者的目的及其优势与弱点。基建项目的可能国际合作者有:外国政府、国际组织、共同基金、投资银行、跨国企业集团等。在现今日趋全球化的市场里,“可能的合作者”遍布全世界,其目的一般是金融性的。例如,国际银行希望得到审慎的融资和安全的贷款方案;外国承建商希望收回成本,赚取利润;国际股权投资者希望预测的回报率较高且风险较低;而外国政府与国际组织可能是为了政治目的或发展目的而来。了解一个可能的合作者的长处和弱点,及其融资目的是至关重要的。例如,能够按严格要求如期完工,而成本相对较高的承建商,可能要比可信度低却便宜一些的承建商好。

3. 达成高效益且简明的协议。明白了每一方需要什么,能够付出什么,就要把这些一一融合起来,设法达成协议。达成协议必须以高效益和简明为准则。选定少数资信最好和最积极的合作者,让各方一展所长,干其最擅长也最想干的;利用市场机制,使那些服务与产品都相同的合作者定出最低价格。

四、可供选择的融资方式分析

	资 本 市 场 融 资	建造—经营—转让(BOT)结构
论 释	债券: 政府可从公募或私募市场向第三投资者借入资金;债方有责任在预定的时间内偿还本息。 股票: 政府可售卖全部或部分工程所有权权益予国际投资者。如此融资,政府则在工程的整个营运期内向国际投资者支付股息;再者,投资者可分享该工程的剩余资产值。	第三承包商(国际特许商)同意为政府“建造”全部或部分工程,继而可在一预定年限内“经营”该工程,期满后,特许商把财产转让”予政府。特许商的收入将足以支付工程的建设成本以及达到投资金额的预定回报率。 采用 BOT 方式,发展工程的个别项目可能更具效率。
时 间 性	债券: 国际公开债券的评级及发行过程需时约为 3~6 个月。 与国际投资者直接磋商(私募)比经评级程序的公开发行需时更久,整个过程可能至少需要 6 个月。 股票: 国外公开发行(由国际投资银行承销)需时约 6 个月。	订立 BOT 结构大概需时 12~24 个月,发展商才可正式动工。

	资 本 市 场 融 资	建造—经营—转让(BOT)结构
发 行 量	债券： 发行国际债券的总额可大致相等 于工程总成本的 65~80%。 股票： 国际股票的发行量视工程的总体 预期价值评估及增长潜质而定。无论 如何，政府不应在工程完全投产并拥 有令人满意的经营记录前，售卖超过 40% 的股份。	国际特许商会提供工程个别项目 的资金，特许商对其建设成本融资的 规模大体同政府可以得到的相同。
成 本	债券： 政府将承担最低的总成本。 股票： 股票成本较债券为高，原因是投 资者承担的风险较大，所要求的回报 亦较高。	总成本将比国际资本市场筹得的 债券为高，然而，实际成本将视工程 风险如何在政府与国际特许商之间分 配而定。特许商承受风险越大，其要 求的回报亦越高。
风 险 承 担	债券： 国际投资者希望政府承担大部分 工程风险，他们愿意承担建成风险(尽 管亦希望政府担保完工)、外汇转换及 经营风险。 股票： 国际股权投资者承受较大的风险， 但投资价格因而提高，且回报率亦高。	国际特许商会尽量将最大的风险 拨归政府承担，同时又维持高回报率。
所 有 权	债券： 政府保留完全所有权；如发生违 约事件，债券投资者有权接管工程的 经营与所有权。 股票： 投资者所有权视其控股比例而 定，只要政府为大股东，便可维持工 程所有权。	国际特许商在特许协议生效期间 维持工程的完全所有权，或其在工程 一部分的完全所有权。
发 展 权	债券： 政府保留完全的发展权。 股票： 政府保留完全的发展权。	国际特许商拥有发展工程的控制 权，但一些差异可在签订特许协议时 磋商，如政府欲在签订特许协议后作 出发展改变，须先取得特许商同意。

	资本市场融资	建造—经营—转让(BOT)结构
政府许可	债券： 发行国际债券需获国家外汇管理局批准。 股票： 上述条件之外还需获中国证监会许可。	虽然未必需要特定许可，国际特许商也许会要求得到外汇保证。
总结	债券： 债券融资的主要优点是较低的成本及更高的控制程度，但项目大部分风险归政府承担。其较易实行，并可在短期内完成。 股票： 股票融资把较多的风险转由国际投资者承担，但政府所花的开支较高，需时较长。	BOT 的主要优点是部分风险转由特许商承担，这类风险通常是建筑及经营成本超预算。此外，政府可有效地获得专门知识及技术。但 BOT 时间长，因此，此类结构通常为整个项目个别部分所采用。 除时间性外，BOT 最大短处是政府欲在项目设计上作任何改变，都需与特许商磋商。一旦特许商签订特许协议，便可获得项目的较高控制权。

五、融资方案建议

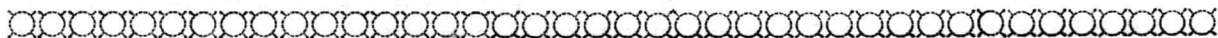
1. 针对基建项目的特点及其国际融资要求，参照国外基建项目融资的常用方式，建议采用以直接融资为主的多方式组合融资方案。基建项目宜采用组建一股份有限公司，以公司为主体进行多种方式的组合融资，以弱化单一融资方式的种种不利条件。股份有限公司是由项目主管单位等法人机构为发起人组建的股份制企业，以其为主体利用国际募股、发债、贷款等多种方式进行组合融资，所筹资金分期投资于基建项目的建设。而项目主管单位将项目的经营权出让给股份有限公司，同时，股份有限公司还进行与项目有关的多种经营。这样安排的主要好处在于：(1)对股份有限公司进行财务包装，使股本结构更为合理，更有利于吸引投资者；(2)分离了所有权与经营权，有利于提高经营效率；(3)界定了企业行为和政府行为，在不影响项目的社会效益的前提下，可加快投资的回收；(4)股份有限公司只拥有项目的经营权，不承担项目建设期间的各种风险，如施工风险、通胀风险等，有利于保障投资者的权益，增强投资者的信心。

2. 在上述建议的基础上进一步扩大，把已建成的基础设施包容在股份改制的范围内，如已投入使用的桥梁、道路、机场等，进行资产重组后，连同在建或即将开工的项目一起组建成一个基建项目的控股公司，募集新股或出售其部分股权。这样做的好处是减少了投资者所承担的在建或拟建工程的各种风险；已建成工程的经济收益十分明确，增加了对国际投资者的吸引力。但不利之处在于股份制重组因涉及多个工程而难度加大。

(下转第44页)

参考标准影响较大。因此,企业高层营销管理决策者在制定营销组合的总体策略之后,应该以书面形式,向包装设计者指明具体的设计方向。在此基础上充分发挥其专业的想象力和创造力,在规定的时间内,拿出若干设计稿,再经过讨论、改进,由目标顾客(包括进口商)认定,乃至试销等环节,才有可能推出真正优秀的包装设计。企业决策者应向包装设计者沟通的具体内容至少应包括以下十个方面的调研与决策结果:

1. 目标顾客情况(包括年龄、职业、性格、文化程度、使用地点、时间、主要追求的利益等细分市场的主要标准);
2. 顾客对产品的熟悉情况;
3. 外销渠道的条件情况,销售形式、陈列方式、地点、位置与陈列要求;
4. 竞争品情况(包括国别、档次、包装的特点与品牌,以及我货在价格、质量、特色等与竞争品的差别情况);
5. 基本设计标准(画面设计对以下若干方面应十分强调、一般强调还是不必强调:品牌、公司标志、产品名称、质量、等级、产品画面、目标顾客画面或表示产品来源画面及是否留出条形码位置、是否强调符合ISO等质量标准等);
6. 是否为系列包装设计;
7. 使用哪种外文?使用宣传性文字、介绍性文字、提示性文字、诱导性文字,还是祝愿性文字?用哪些字体形式来更好地适应目标顾客的要求及突出产品的特色?
8. 产品资料(包括产品与众不同的特色、价格档次、名称、数量、体积、原材料、保质期及等级、质量、包装结构与材料、尺寸及最大、最小公差、附件、产品性能及运输、分销的保护要求、印刷及其它装饰的要求等);
9. 销售该产品与哪些促销手段配合(包括拟采用的广告媒介、广告语及包装本身的营业推广手段等);
10. 附件(包括企业目前使用的包装、标签的样品,各个竞争品的包装与标签的样品及所拟定的有关包装说明的文字材料等)。



(上接第23页)

3. 政府或其下属的控股公司为了避免对基建项目进行股份制重组这一复杂问题,以产权转让的形式进行融资。具体安排为:(1)产权凭证由政府进行信用担保,也可出售部分资产向银行抵押,换取银行担保;(2)产权凭证价格按一定时点的资产净值加上合理溢价计算;(3)政府或控股公司与投资者订立一个凭证回购协议,若干年后按资产现值予以回购,使国外投资者在获得固定收益以外,还能获得资产增值的好处;(4)回购期满,可以对项目或整个控股公司进行股份制改制,将产权凭证折算成股份,投资者转换成股东。

上述安排中,国际投资者实际上购买了一种政府担保或资产抵押的债券,同时享有固定收益及潜在的资产增值,还拥有转换成股票的选择权。