

西部大开发中的融资模式选择*

程雪莲, 严 亚

(西南政法大学 法学院, 中国 重庆 400031)

摘 要:西部大开发是一项利国利民的世纪工程,而融资模式解决的则是这一工程中的动力问题。在资本市场融资与项目融资、直接融资与间接融资、BOT与TOT及ABS等融资方式中进行恰当选择,无疑对西部企业发展、基础建设有着重要意义。

关键词:西部大开发;融资模式;直接融资;间接融资;项目融资

中图分类号:F831.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1008-5092(2005)03-0023-04

我国西部十省市地域辽阔,土地面积占全国57%、草地面积占全国55%、森林面积占全国36%,钛、铜、汞、铅、锌等30多种矿产储量居全国第一,但2002年全国出口跃居全球第五位,其中沿海出口占91.62%,整个中西部地区仅占8%多一点;GDP仅占全国比重为19.2%,人实际利用外资仅占全国比重为3.8%;东部城乡差距趋于缩小,而西部扩大到了3.47倍^[1]。因而,开发西部有重要意义。而如何在开发时保持持续的资本投入,促使西部科学技术、管理水平的提升无疑具有更重要的意义。

一、现行融资模式

(一)资本市场融资模式

1. 直接融资

直接融资,是指不经过金融中介机构作媒介而由资金需求者和供给者双方直接协商所进行的资金融通方式。其主要特点在于融资的直接性、资金来源的分散性、融资者的自主性,以及较高的风险性。

2. 间接融资

间接融资是指在国际融资过程中,最终融资人和最终筹资人不发生联系,而是以金融中介机构作为媒介,来实现二者之间的资金融通。在这种资金融通过程中,金融机构分别以融资人的筹资人和筹资人的融资人这样的双重身份分别出现

在这个资金流动过程的两个阶段。其特点在于融资的间接性、相对集中性、全部的可逆性、金融机构的主动性较高,而融资风险和融资成本相对较低等。

(二)项目融资模式

所谓项目融资是指为某一特定的工程项目发放贷款,并以该项目的收益作为还款的资金来源。项目融资最初以仅仅是长期的、保值的购买协议开始与逐渐形成的信用价值相结合的中长期商业银行及债券融资为特征(如长达二十年)。随着市场价格体系的波动性越来越大以及过去十年中所谓的发电站“商人”的出现,对发电站的投标及建造进行融资已经包含了新的金融产品和交易结构,产生了许多层次的“资金取得方式”,包括多重投资组合融资,半公众性提债券和普通股、资产证券和高级担保证券及其它借贷融资^[2]。这种融资方式是国际中长期贷款的一种形式,主要用于那些需要巨额资金、投资风险大而传统融资方式又难以满足的工程项目。项目融资以被融资项目本身的经济效率作为决定是否提供贷款的首要考虑因素,贷款银行自始至终着眼于控制和积极影响项目运行的全过程,并且能够根据项目的特点设计出多种多样的融资结构,满足项目公司(借款人)的不同需求,使一些在传统融资条件下可能无法取得贷款资金的项目通过项目融资的手段得以开发^{[3](P.277)}。

* 收稿日期:2005-01-05

作者简介:程雪莲(1977-),女,汉族,新疆石河子人,西南政法大学硕士生,研究方向:公司法、证券法研究。
万方数据

在现行的项目融资模式中,主要有以下几种运作方式:

1. 设施使用为基础的项目融资方式

设施使用为基础的项目融资方式,指在某种工业设施或基础性设施的提供和使用之间达成的一种具有“无论提供与否均需付款”或“无论使用与否均需付款”性质的协议,并以该协议为基础的项目融资安排。主要应用于一些带有服务性质的项目,例如石油、天然气管道项目、发电设施、某种专门产品的运输系统以及港口、铁路设施等。

2. 以产品支付为基础的项目融资方式

产品支付是项目融资的早期形式之一。起源于 20 世纪 50 年代美国的石油天然气项目开发的融资安排。它是指购买方购买未分割的矿产或项目公司生产的产品,在项目生产期,项目公司必须定期的将一定的生产收益支付给购买方。

3. BOT 方式

BOT(Build—Operate—Transfer)方式,意为建设—经营—转让,是指某私人投资者或国际财团以政府给予的特许权为基础,融资建设某些基础设施项目,并在规定的时期内经营该设施,回收投资并获得利润,期满后设施移交给政府部门或其它公营机构。BOT 融资方式的实质是将国家的基础设施建设和经营管理民营化,对我国基础设施建设有明显的促进作用。

4. TOT 方式

TOT 方式(Transfer—Operate—Transfer)方式,是指需要融入资金的公营机构,把已经投产运行的基础设施项目(公路、桥梁、电站等)的特许权移交给私营机构经营,私营机构凭借项目在未来若干年内的现金流量,一次性的付给公营机构一笔资金,用于建设新的项目,项目经营期满,私营机构再把设施移交回原公营机构。TOT 融资模式是指施工机构在项目建成后可迅速回收投资,有利于扩大基础设施融资规模,提高基础设施的开发效率。

5. TBT 方式

TBT 方式,就是将 TOT 与 BOT 项目融资模式结合起来但以 BOT 为主的一种融资方式, TBT 有两种方式:一是有偿转让,即公营机构通过 TOT 方式有偿转让已建设设施的经营权,一次性融得资金后再将这笔资金入股 BOT 项目公司,参与新建 BOT 项目的建设与管理,直至最后收回经营权。二是无偿转让,即公营机构将已建

设施的经营权以 TOT 方式无偿转让给投资者,但条件是 BOT 项目公司按一个递增的比例分享拟建项目建成后的经营收益。

6. PPP 方式

PPP(Public—Private—Partnerships)方式,即公共部门与私人企业合作,共同开发、共同经营基础设施、共担项目运行风险。这是在公共部门和私人企业之间合作和交流基础上的多方“共赢”的融资模式。

7. ABS 方式

ABS(Asset Backed Security)方式,是指将缺乏流动性,但具有某种可预测现金收入属性的资产或资产组合,通过发行以其为担保的资产支撑证券在资本市场上融资的一种手段。

二、西部大开发中的融资模式选择

(一)关于资本市场融资模式的选择

对于选择何种融资模式在资本市场筹集西部大开发中所需资金,存在不同观点:有的学者主张:西部地区存在着国有企业负债率过高、产业结构不合理、金融风险隐患严重等弊端。在这种特定的条件下,直接融资方式在筹集企业资本、优化资源配置、改善企业管理以及调整经济结构等方面对西部大开发具有更特殊的意义^[4]。也有学者认为:仅从融资效率角度比较,直接融资方式并不优于间接融资方式,更何况间接融资方式还具有其它融资方式无法替代的货币创造功能,因而应当以间接融资为主,直接融资为辅^[5]。

笔者认为,上述学者的观点都具有一定的科学性,但如果细究之下,则不难发现上述观点都没有区分西部大开发中资本的属性及其对融资模式选择的特殊需求。

仅就第一批西部开发上报项目来说,四川省 100 项,总投资达 6251 亿元;云南省 254 项,总投资 461,113 亿元;贵州省基础设施规划项目 14 项,总投资 775,184 亿元;技术改造项目 26 项,总投资 80,188 亿元;西藏自治区准备上报项目总数为 1338 项,总投资 1718 亿元^[6]。而截止 2004 年 10 月,全国银行各种资金来源共计 226,568.85 亿元,各种贷款累计达 184,766.42 亿元,有价证券投资略有回升但仅为 40,573.29 亿元^[7]。西部开发中资金缺口的严峻性不难看出。截止 2004 年 11 月,西部 10 省区共有上市公司 234 家,占全国上市公司比重的 17%,与北京和上海两市相

当,且质量普遍差强人意^[8]。而据国家统计局最近对 2434 家民营企业融资情况的调查显示,有近 4% 的民营企业的流动资金部分来自高利贷。大量资金宁愿选择欠活力的大中型国有企业,以降低贷款的风险^[9]。资金的绝对量的短缺和相对量的过剩,已经成为制约西部企业发展的瓶颈。

基于此种现实,笔者认为西部大开发中资本市场恰当的融资模式应为:

第一、对于大中型国有企业而言,通过资产证券化,利用股票等有偿证券进行直接融资为主要融资模式。

直接融资具有成本低、筹资大、见效快的特点,上市公司具有从证券市场融资、再投资、再融资的功能。公司改制上市后,其银行信用等级会提高,企业金融形象会提升,不仅具有可直接融资的功能,而且间接融资的功能也增强了,易于实现生产经营和信贷资本的结合。同时,直接融资对西部地区广大大中型国有企业改革发展起着积极的作用,有利于建立现代企业制度。

第二、对于西部广大中小企业而言,畅通的间接融资渠道无疑是其发展壮大的重要保证。

有不少学者认为对于广大西部中小企业而言,创业办市场不仅可以拓宽其融资渠道,还将推动中小企业将技术开发、技术创新活动和社会资本运作更有效的结合起来^{[10](P. 298)}。但是,上市公司的金融特性蕴藏着较大的企业风险、地区风险和宏观经济风险。同时,据调查,中小企业的贷款频率是大中型企业的 5 倍左右;贷款的中小企业的户均贷款数量大约为在中型企业的 5% 左右^{[11](P. 45)}。面对这样的现实,在我国公司上市实行严格核审制的今天,直接融资对于西部广大以农产品加工、新兴科技等资金需求量不大、资金融通速度较快的中小企业而言,显然不适用。而间接融资不仅可以满足这些企业量小次多的资金需求,还可以促进银行存贷款流通,提高银行资金回笼效率。

(二)西部基础建设中资本市场融资模式与项目融资模式选择

开发西部加快西部地区的基础设施建设是重中之重。为此,国家已陆续投入了大量的财政资金扶持西部的基础设施建设,例如 2000 年国家安排了 1000 亿元以上的财政拨款与银行贷款投到西部大开发中,重点扶持西部地区的电站、公路、机场、电讯、环保、水利等基础设施建设。但是,相

对于西部 10 省区大规模的基础设施建设工程而言,国家的财政支持只能说是杯水车薪。基础设施建设需要的资金必须通过多种融资渠道,吸引不同所有制的投资者,广泛吸纳社会闲散资金。

因此有的学者建议对西部地区基础设施建设项目实行建业股票制度。即针对大型投资项目投资大、工期长、建成后效益高,但建设期间缺乏资本性资金等特点,按照预算一次性确定项目所需资本性资金和股份数量,按建设工期进程逐年发行股票筹资,同时将已发行在外的股票挂牌交易。通过发行建业股票,能够保证西部大开发中基础设施建设项目资金及时到位,同时使工程从一开始其组织体制就按照现代企业制度规范进行安排和运作^[12]。也有学者主张应采用项目融资方式解决基础设施建设领域中的资金短缺问题。认为项目融资方式可以给政府带来许多方面的好处,如扩大资金来源、减轻财政和管理方面的负担、改善居民生产和生活条件、加快新技术的应用、引进先进管理经验等。对于项目发起方来说,基础设施的建设、能源的开发均为一个国家经济发展的基础,有着比较稳定的市场前景,同时也会得到政府的支持,能够获得较好的经济回报^{[13](P. 276)}。

笔者认为,项目融资可以实现融资的无追索或有限追索,对于项目发起方来说,除了向项目公司注入一定股本之外,并不以自身的资产来保证贷款的清偿,可以激发资本的投资的热情;可以实现资产负债表外融资同时允许较高的负债比例;发起方可以投入较少的股本,聚集大量闲散资金;可以实现风险隔离和分散风险的目的;同时还可以享受一定的税收优惠,如在 BOT 模式下,在 Operate 阶段,东道国通常会给予项目一定的免税期甚至优厚的减税政策。而直接融资模式,其主要以一个公司本身的资信能力为主要依据进行融资,此时公司债权人在决定是否对该公司投资时的主要依据是该公司作为一个整体的资产、负债及现金流量的情况,对于该公司所要投资的某个具体项目的认识和控制则放在较为次要的位置,因为资金的投入已从公司的经营历史和现状中以及从公司的信誉中获得了应有的安全感。这种融资方式难以最终满足那些耗资庞大、风险相对较高的大型工程项目的需要^{[13](P. 256)}。同时,西部地区由于地理环境复杂,很难准确的估算出其所建设周期和资金需求,因而“按照预算一次性确定项目所需资本性资金和股份数量,按建设工期

进程逐年发行股票筹资”的说法,只是一个美丽的学者假说,而难以真正运作。

(三)项目融资模式中的融资方式选择

自“十五”计划提出要采用多种形式吸引外资推进西部地区基础设施建设以来,多种新兴融资模式纷纷出现,如 BOT、TOT、ABS、TBT、TOOT 等等。各种融资模式应当说各有利弊:

以设施使用为基础的项目融资方式、以产品支付为基础的项目融资方式只是对传统抵押贷款方式的一种变形,是将一种不现实存在的期待权进行抵押,这与传统抵押方式略有区别。其基础关系仍是一种单纯的债权债务关系,融资能力有限,且不涉及任何生产及技术内容。

BOT 模式应当说是在我国最为常用的一种项目融资模式,从 80 年代广东沙角 B 电厂的建设到我国三峡库区若干污水处理厂的落成,所采用的主要都是 BOT 模式。政府利用 BOT 模式可以吸引大量的社会闲散资金和国外资金,减轻财政负担;同时可在基础设施项目管理中引进先进的方法和手段,提高项目建设质量并加快建设进度,从而以更低的服务价格使社会公众受益。但也有学者认为其也暴露出一定弊端:BOT 方式将基础设施项目在一定期限内全权交由私营机构去建设、经营,在特许权规定的期限内,政府无法获得收益,也无法考虑基础设施的公益性,导致消费者剩余减少^[14]。同时,对民营资本的限制也导致了其融资渠道的单一。

TOT 方式对于投资者来说,既消除了前期费用负担,避免了项目开发建设阶段复杂的审批程序,如征地拆迁、城市规划等,又减少了运营期风险,因而对民间资本具有较大的吸引力。

PPP 方式避免了 BOT 模式缺乏互相沟通协

调造成的项目前期工作周期过长,也解决了项目全部风险由私人企业承担而造成融资困难问题,公共部门、私人企业合作各方可以形成互利的长期目标,实现共赢,能创造更多的社会效益,更好地为社会和公众提供服务。

ABS 方式的核心是对金融资产中的风险与收益要素的分离与重组,使其定价和重新配置更为有效,从而参与各方均获得收益。中国自 1994 年亚洲英雄公司首次发行 1.1 亿美元的资产担保证券起,已多次发行了 ABS^[15]。1998 年 4 月 13 日我国第一个已获得国际融资为目的的 ABS 证券化融资方案首先在重庆市进行^[16]。

总的说来,上述这些融资方式虽然特点各不相同,但其核心目标都是为了在降低风险的基础上最大限度的融资,只是方式选择有异而已。因而,单纯强调孰优孰劣没有实质性意义,而一种方式内部如何加以完善则是在开发西部中真正需要思考的问题。因而,笔者认为 BOT 方式在我国运用的时间最长、范围最广、实例最多、经验也最丰富,决不能因为其运用中出现的个别问题而否定,而应通过立法加以完善,在西部大开发中项目融资时加以推广,以提高项目的建设成功率。如允许私人资本的进入,便基本上可以达到 PPP 方式的运行效果。TOT 模式不包括建设期间的风险,因而风险大大降低,加之 TOT 模式涉及环节少,相应的一些附属费用也会减少,融资成本的有效降低有利于产品价格的降低,因此,可以依据项目特点有选择的适用。ABS 融资模式可以降低投资者的投资风险、有效实现了项目经营权与所有权的分离,也降低了融资成本。但受到我国证券发行制度、信用等级评估制度、会计制度的制约,在西部大开发中应当慎用。

参考文献:

- [1] <http://www.ycdpc.gov.cn/liao/2004hg12.htm>, 2004, 12, 25.
- [2] Thomas R. Fileti, Carl R. Steen synthetic lease financing acquisition and construction of power generation facilities in a changing U. S. Energy environment, Fordham International Law Journal, April, 2001, 1085—1086.
- [3] 史燕平,章昌裕.国际融资学教程[M].北京:中国对外经济贸易出版社,2001.
- [4] 雷敏,张卫东.西部地区融资与间接融资的比较分析[J].西南金融,2002,(10):52—54.
- [5] 陈姗.直接融资与间接融资的效率比较[J].济南金融,1999,(12):30—31.
- [6] 李铀,谢涛.拓展西部大开发中的直接融资[J].西南金融,2000,(7):3—11.
- [7] 金融机构本外币信贷收支情况(2004年). <http://www.pbc.gov.cn/>, 2004—12—25.
- [8] 上市公司按地区、行业分类统计表. <http://www.csre.gov.cn/>, 2004—12—25.

(下转第 69 页)

- [3] 中国文学 古代诗歌卷[M]. 北京:外语教学与研究出版社,1998.
- [4] 林同端. 译诗的一些体会 [A]. 中国翻译编辑部编. 诗词翻译的艺术[C]. 北京:中国对外翻译出版公司,1986.
- [5] 孙大雨. 古诗文英译集[Z]. 上海:上海外语教育出版社,1997.
- [6] 黄新渠. 汉译英基本技巧[M]. 成都:四川人民出版社,2002.

Empty Words and Their Translation from the Perspective of Grammatical Function

HAN Zhao-xia

(School of Foreign Languages & Cultures, Nanjing Normal University, Jiangsu Nanjing 210097, China)

Abstract: In the process of translation, much attention may be paid on autonomous words, while less or none on empty ones. Actually, empty words sometimes function well in intensifying the effects. This paper aims to explore translating methods for empty words by citing them both in vernacular language and in ancient Chinese prose.

Keywords: autonomous words; empty words; grammatical function

(上接第 29 页)

- [9] 方焯. 一些民企融资还靠高利贷. <http://www.cnsme.com/>. 2004-12-24.
- [10] 高勇. 西部大开发与资本市场[M]. 北京:中国金融出版社,2001.
- [11] 戴国强. 融资方式与融资政策比较[M]. 北京:中国财政经济出版社,2002.
- [12] 李铀,谢涛. 拓展西部大开发中的直接融资[J]. 西南金融,2000,(7):3-11.
- [13] 史燕平,章昌裕. 国际融资学教程[M]. 北京:中国对外经济贸易出版社,2001.
- [14] 刘晓君,张宏. 基础设施项目融资的有效方式-TBT[J]. 建筑经济,2004,(4):61-63.
- [15] 聂华林,刘元蕊. 资产证券化:西部大开发基础设施建设融资的有效途径[J]. 兰州大学学报(社会科学版),2001,(3):126-131.
- [16] 姚敏,秦旋. 我国基础设施建设与项目融资模式[J]. 基建优化,2004,(2):12-15.

Financing Options in the Western Development

CHENG Xue-lian, YAN Ya

(School of Law, Southwest University of Politics and Law, Chongqing 400031, China)

Abstract: The Western Development is the greatest project in this century and the Financing Scheme provides the impetus. It is very important to choose proper financing scheme between financing in the capital market and project financing, direct financing and indirect financing, BOT and TOT and other schemes, which is significant to the development of enterprises in the western areas and infrastructure construction.

Keywords: the western development; financing scheme; direct financing; indirect financing; project financing