

# 我国基础设施建设与项目融资模式

姚 敏<sup>1</sup>, 秦 旋<sup>2</sup>

(1. 厦门大学金融系, 厦门 361005; 2. 华侨大学土木工程系, 泉州 362011)

**摘要:**从项目融资的角度, 首先介绍了 BOT、ABS、TOT 这三种主要用于基础设施项目建设的融资模式的基本思路, 总结了它们在我国基础设施建设方面的一些具体运用, 最后分析了目前所存在的一些问题。对解决当前我国基础设施建设的发展严重滞后于国民经济的发展, 资金短缺与投资需求的矛盾提供了有益的思路。

**关键词:**项目融资; BOT 模式; ABS 模式; TOT 模式

中图分类号: F830.59

文献标识码: A

文章编号: 1000-7717(2004)02-0012-03

## Infrastructure Construction in China and Scheme of Project Financing

YAO Min, QIN Xuan

(1. Xiamen University, Xiamen 361005, 2. Huaqiao University, Quanzhou 362011)

**Abstract:** In this paper, at first introduction BOT, ABS, TOT three kinds scheme based on project financing, these are chiefly used in the infrastructure construction, Then some example are on display at the china, Furthermore discuss the problem that they are carried on in our country. How to solve our country infrastructure is later than national economy's development and the problem about the investment demand and short of capital, This paper will provide some implications.

**Key words:** Project Financing; Build - Operate - Transfer Scheme; Asset - Backed Securitization Scheme; Transfer - Operate - Transfer Scheme

项目融资 (Project Financing) 作为一种新型的国际融资方式, 受到了国际经济及金融界的关注与青睐, 它已成为一种国际惯例而方兴未艾。Peter K. Nevitt 曾在《Project Financing》一书中为项目融资做出如下定义<sup>[1]</sup>: “为一个特定的经济实体所安排的融资, 其贷款人在最初安排贷款是, 满足于使用该经济实体的现金流量和收益作为偿还贷款的资金来源, 并且满足于使用该经济实体的资产作为贷款的安全保障。”中国国家发展计划委员会 1997 年 4 月 16 号颁布的《境外进行项目融资管理暂行办法》中, 将项目融资定义为: “以境内建设项目的名义在境外筹措外汇资金, 并仅以项目自身预期收入和资产对外承担债务偿还责任的融资方式。它应具有以下性质: 债权人以建设项目以外的资产、权益和收入进行抵押、质押或偿债; 境外机构不提供任何形式的融资担保。”

由此可知, 实际上项目融资是以项目的资产、预期收益或权益作抵押取得的一种无追索或有限追索的融资或贷款, 所以项目融资又称为“无追索权融资”或“有限追索权融资”, 其可行性一般包括两个因素, 一是项目的社会效益性, 二是项目的资金流量确定性。项目的社会效益性决定了项目的经济效益指数, 它为银行实现收益和还贷资金的顺利到位奠

定了基础。项目融资的实际运作模式较多, 本文主要介绍 BOT、ABS 和 TOT 模式及其在我国目前特定的政治、经济及法律环境下的具体运用。

### 1 BOT 项目融资模式及其在我国的运用

#### 1.1 BOT 项目融资模式的概念

BOT (Build - Operate - Transfer) 项目融资模式自从土耳其总理奥扎尔于 1984 年正式提出以后, 在国际范围内引起极大的兴趣与反响。其主要思路是指: 由项目所在国政府或所属机构为项目的建设和经营提供一种特许权协议 (Concession Agreement) 作为项目融资的基础, 由本国公司或者外国公司作为项目的投资者和经营者安排融资, 承担风险, 开发建设项目并在有限的时间内经营项目获取商业利润, 最后根据协议将该项目转让给相应的政府机构。其核心是对国家的市政基础设施项目的建设和经营实现私有化、民间化。

#### 1.2 BOT 项目融资模式在中国的具体运用

我国首先使用 BOT 融资概念兴建的基础设施项目是深圳沙角 B 电厂, 其融资安排标志着我国企业在国际市场举债开始走向成熟。但事实上, 我国真正第一次引进 BOT 融资

收稿日期: 2003 - 09 - 20

作者简介: 姚 敏 (1982 - ), 女, 江苏高邮人, 硕士研究生, 研究方向: 国际金融。

模式,即由政府部门签署特许权协议的项目为广西来宾电厂,而深圳沙角B电厂在形式上仅是合资双方根据协议以及几个商业合约为基础组织起来的。由于我国整体经济的好转、法律法规的逐步完善以及外商及本国政府部门对BOT融资模式的具体运用积累了丰富的实践经验,目前我国采用BOT融资模式进行投资建设项目数以千计,如唐山赛德燃煤发电厂,广东沙壁电厂,北京京通公路,上海延安东路隧道复线工程,中山中番公路等项目。

### 1.3 我国采用BOT项目融资模式的意义

我国的基础产业建设相对于经济发达国家较为落后,尽管近几年,国家将其作为经济发展的重点增加投入,但矛盾仍旧无法缓解。而BOT项目融资方式则可由国内外私营机构提供股本资金,进行融资建设,政府只需提供一些附属性担保及优惠政策。这样,在不增加政府财政支出的负担的同时,又促进了基础设施的建设。鉴于我国目前的现状,尤其是在开发大西北的热潮中,使得采用BOT方式具有重大意义:

- (1) 减轻政府财政负担,促进我国基础设施的发展;
- (2) 促进外资流入我国的基础设施,同时引进先进的设计、施工生产技术及丰富的项目管理经验;
- (3) 实现资产负债表之外的融资,不影响国际金融机构对政府借贷资金的限额,使得政府可以有更多的建设资金用于我国急需建设的基础项目;
- (4) 实现了间接利用外资,改变了我国以前只是直接利用外资的单一状况,优化了我国利用外资的结构;
- (5) 政府部门对BOT的实施实行全权参与,加强了对重大项目的宏观管理。

### 1.4 我国利用BOT项目融资模式应注意的问题

尽管利用BOT参与我国基础设施建设的优势是有目共睹的,但就目前而言,我国仍存在诸多阻碍BOT方式在我国进一步发展的因素。因此在我国采用BOT融资模式应注意以下几点问题:

- (1) 国家相关管理机构对BOT项目进行宏观管理与规划,制定详实具体的政策法规,防止出现短期内基础设施产业的过度民营化;
- (2) 政府部门可以统一制定计划,定期分类公布所需采用BOT方式进行新建和改建的项目,这样可以减少投资者获取投资信息的时间与精力,缩短项目的前期时间;
- (3) 采用招、投标方式以便更好地引进竞争机制;
- (4) 逐步开放我国的资本市场,实现人民币的自由兑换,以保证外国投资者合理收入(本金、利息、红利)能兑换成外汇输出;
- (5) 对民间资金和外资一视同仁,创造有一个公平竞争的环境。

## 2 ABS项目融资模式与我国基础设施建设

### 2.1 ABS项目融资模式的概念

ABS(Asset - Backed - Securitization)即资产支持的证券化融资,是以目标项目未来预期收益为保证,通过在国际资本市场上发行高档债券来筹集资金的一种项目融资方式,其目的在于把原先信用等级较低的项目,利用提高信用等级的

方式,使其有资格进入国际高档债券市场,并利用该市场信用等级高、债券安全和流动性高、证券利率低的特点,大幅度降低发行债券、筹集资金的成本。目前ABS资产证券化已在国际资本市场占有一席之地,在各国都得到了越来越广泛的运用。1998年4月13日我国第一个以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。这是中国第一个以城市化为基础的ABS证券化融资方案。

### 2.2 ABS项目融资模式的优势

ABS项目融资模式,通过“真实销售”、“破产隔离”、“信用增加”等一系列技术处理后获取在国际高档债券市场进行低成本融资的权利。相对于BOT而言,ABS自身所具备的得天独厚的优势,主要表现如下:

(1) 降低投资者的投资风险。ABS通过在国际高档债券市场发行证券,其高信用等级使其具有较好的二级市场,投资者数量较多。相对于BOT而言,每个投资者所承担的风险较低。

(2) 有效实现了项目经营权与所有权的分离,具有更广泛的适用范围。在债券发行期,SPV(Special Purpose Vehicle)拥有项目的所有权,经营决策权仍归原始权益人所有,因此凡具有可预见的稳定的未来现金收入的基础设施资产,经过一定的结构重组后均可以采用ABS。相对于BOT而言,适用范围更广。

(3) 降低了融资成本。ABS证券通过信用增级,使得原先一些流动性较差的资产组合后可以进入国际高档证券市场上发行那些易于销售、转让以及贴现能力强的高档债券,降低融资成本。同时ABS方式的运行只涉及到原始投资人、SPV、投资者、证券承销商等几个主体,其运行完全按照市场规则进行,无需政府的许可、授权及外汇担保,减少很多中间环节,从而也可以降低融资成本。

### 2.3 我国利用ABS项目融资模式应注意的问题

倘若ABS项目融资模式能够在我国得到充分的利用,必将为我国基础设施项目筹措到更多的建设资金,进一步缓解我国基础设施的“瓶颈制约”。但考虑到我国特定的投资环境,在实际运用中应注意到以下几点问题:

(1) ABS对于中国而言属于一个全新的课题。如何促进ABS在我国广泛优质的实施,可以考虑在不同的领域建立以省市地区性、行业、项目和企业的ABS试点,取得实践经验后再全面推广。

(2) ABS的灵魂环节在于ABS证券通过信用评级获得信用增级,ABS的评估等级的高低将直接影响投资者购买该类债券的积极性。因此,为了维护投资者的利益、提高ABS的安全性和流通性,选择高信用评定机构,进行信用评级。建议应选择国际认同的评定机构。

(3) 在我国目前的财会制度下,难以满足ABS项目融资模式不同与其他方式的计帐方法。因此应加速新财会制度的改革。

(4) 尽管目前我国政府颁布实施了一系列的相关经济、金融立法,但我国的法律体系还存在诸多的不完善的地方,对于ABS这种属于高档投资级的国际融资,各方之间的权益和责任都是通过法律合同详细规定的,因此应加快相关立法步伐,对实施过程中所需的法律及时予以完善。

3 TOT 项目融资模式 —— 一种新思路

3.1 TOT 项目融资模式的概念、结构

TOT 是 Transfer - Operate - Transfer 的缩写,是指通过出售现有投产项目在一年期内的现金流量从而获得资金来建设新项目的一种融资方式。一般做法是东道国把已经投产运行的项目在一年期限内移交(T)给投资者经营(O),以项目在该期限的现金流量为标的,一次性地从外商那里获得一笔资金,然后可以用于开发建设新的项目;而投资者在约定的期限内拥有项目的经营权,通过该项资产取得的现金流量收回全部投资和合理的回报后,再把原来项目移交(T)回东道国。它最突出的特点是以现有资产项目为基础,无需偿还资金,因而风险较低。TOT 是一种既不同于以资信为基础的传统的融资方式,也不同于 BOT 方式的新融资方式。TOT 融资结构如图 1 所示。

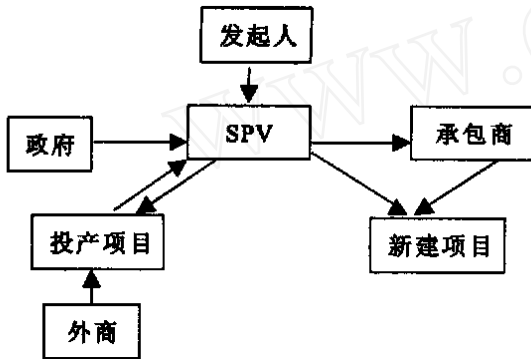


图 1 TOT 融资结构图

3.2 TOT 项目融资模式在我国的具体运用

采用 TOT 项目融资模式可以成功地规避项目的风险密集期——项目建设期,加之 TOT 项目融资模式只转让投产项目的经营权,不转让所有权,因而许多问题容易解决。我国在 TOT 模式方面已初见成效,世界 500 强排名第 67 位的法国威望迪通用水务公司从 1997 年以来采用 TOT 模式相继购买了武汉、天津、上海和大连一些水厂的经营权,中信泰富也购买了上海黄浦江上的南浦大桥、杨浦大桥的一定股份以及过江隧道的专营权。可以看出,TOT 对于发展中国家是一种切实可行的融资方式。

3.3 TOT 项目融资模式所具有的优势

TOT 项目融资模式之所以能得到各界人士的极度关注,是因为其具备诸多 BOT 项目融资模式所不具备的优势,主要表现如下:

- (1) TOT 模式不包括建设期间的项目风险,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。
- (2) TOT 模式只涉及已建项目的经营权,在我国现行的法律、法规的范围内容易操作解决,不至于在引资方面有太大的阻力。
- (3) 通过对已投产项目的 T - O 操作,类似贸易买卖,容易获得资金来投资新项目,缩短新建项目筹措资金的时间,有利于新建项目的尽早建设和运营。

(4) 在 BOT 方式下,融资对象一般是比较大的商业银行和财团、相当规模建筑公司等,而在 TOT 模式下许多金融机构、基金组织和私人资金都有机会参与投资和经营。

3.4 我国采用 TOT 项目融资模式应注意的问题

TOT 模式在我国的基础设施建设中具有很大的潜力,但 TOT 模式对我国而言毕竟是一个接触不多的新生事物。在我国利用 TOT 项目融资模式应注意以下一些问题:

- (1) 指定专门机构进行管理。在具体操作中,应该采取透明度较高的招标方式,以便于选择最合适的合作方。
- (2) 外商采用 TOT 模式所承担的风险较少,因此我国政府应注意不必在投资回报率、外汇管理等方面做出过多担保。同时,应尽量与国内企业一视同仁,以保证公平竞争。
- (3) TOT 在我国还属于一种新的融资模式,需要加快培训 TOT 方面的专门人才。
- (4) 我国有关文件规定:投资额超过 3000 万美元的外资项目要报国际计委审批,超过 1 亿美元的项目必须报国务院审批。在 TOT 中,投资者通常要求购买项目的绝大多数份额,甚至整个项目的所有权和经营权,因而审批程序往往比较复杂。于是,出现了投资者为了规避审批的限度,而降低投资额的现象,势必影响 TOT 实施的预期效果。
- (5) 在 TOT 中,不论投资者是采用独资还是合作经营的方式都涉及到产权的转让方式,都要求对该基础设施进行正确的估价。对现有资产进行正确估价,可委托技术力量强、信誉好、资质级别高的资产评估机构进行客观的估价,并以我国相应级别的国有资产管理局和外国投资者共同认可的资产价值作为转让的标的。

4 结束语

BOT 和 TOT 模式在我国基础设施建设领域已经积累了不少成功的经验,ABS 在我国刚刚起步,相信随着我国资本市场和城市化进程的进一步完善与深化,BOT、ABS、TOT 这三种项目融资模式将会在我国得到了越来越广泛的运用。本文主要依据“引进来”战略,介绍了这三种新的融资模式在我国特定的投资环境下的具体运用以及应当注意的问题。对如何解决长期以来我国基础设施建设的发展滞后于国民经济的发展,资金短缺与投资需求的矛盾,提供有益的思路。

[参考文献]

- [1] 张极井. 项目融资[M]. 北京:中信出版社,1998,187~197.
- [2] Beijing Engineering Consultant Corporation (BECC). Guideline on the application of BOT project[M]. Earthquake publication, Beijing,1995,20~22.
- [3] 周小全. ABS 融资:一个刚开始的话题[J]. 中国外汇管理,2002,(3):47~48.
- [4] 张曼,屠梅曾. ABS 融资在基础实施建设中的应用构想[J]. 项目管理,2000,(5):46~47.
- [5] 于家福,靳桂玲,等. 从 BOT 到 TOT:基础设施建设引进外资的可行之路[J]. 理论学刊,1999,(2):57~59.
- [6] 王汇峰,罗丹,马书忠. TOT:新的项目融资模式[J]. 中国软科学,1999,(3):109~110.