

港珠澳大桥融资模式选择分析

■ 许叶林¹, 陈炳泉², 成 虎¹

(1.东南大学项目管理研究所, 江苏 南京 210096; 2.香港理工大学, 香港)

[摘 要] 目前,人们过于关注 PPP 模式的优点,而忽视它的缺点以及优点的发挥需要的基础环境条件。本文以港珠澳大桥为背景,分别从私人投资者、政府以及 PPP 运行环境三个方面,对大桥融资模式的选择作出论述。

[关键词] PPP; 融资模式; 效益

Abstract: Now, the merits of PPP are paid close attention to, but its shortcomings and the foundation environmental conditions which the merit display needs are neglected. This article takes the Gang-Zhu-Au Bridge as the background, and makes the elaboration to the bridge financing mode's choice from the view of private investor, government as well as the PPP running environment separately.

Key words: PPP; financing mode; benefit

[中图分类号] F407.9

[文献标识码] B

[文章编号] 1002-851X(2009)06-0026-05

1 引言

经过多年的反复协商研讨,港珠澳大桥最引人关注而且最富争议的融资方案最终达成共识。香港特区行政长官曾荫权向传媒表示,原计划由私人财团投资兴建的港珠澳大桥(BOT 模式),现改为建设费用完全由三地政府共同承担,并且当地政府各自承担境内口岸及连接线的建设。大桥主体工程的建设费用约为 422 亿元,政府出资 157.3 亿元,占总投资的 42%,其余贷款。预计大桥不迟于 2010 年动工。那么,此前被普遍看好的 PPP 融资模式为什么会突然被放弃,改为由政府全额投资了呢?本文将分别从私人投资者、政府以及 PPP 投资环境三个角度对港珠澳大桥融资模式的选择进行分析。

2 私人投资者的项目选择分析

对于 PPP 模式而言,私人投资者的回报是首要问题。与其他融资模式相比,PPP 模式存在着更多的不确定性风险,丰厚的回报预计是私人投资者进行投资的前提。从私人投资角度出发,大桥融资模式的选择主要考量项目的自偿能力。

20 年前,大量港商在珠三角投资办厂,产品经香港出口全球,香港物流兴旺,港口货柜吞吐量跃居世界首位,催生了兴建港珠澳大桥以加强香港特区与珠三角的经济合作,巩固香港物流业在区内龙头地位的构思。时至今日,广东已经发展成为成熟的国际物流港口,大桥只是多提供了一个陆路货运的选择,建成后只能以客运为主,货运

[作者简介] 许叶林(1983-),男,江苏盐城人,东南大学博士生,香港理工大学研究助理。

为辅。未来十年国际物流将迈入平稳期,车流量的不足会对私人投资者的回报率产生巨大威胁。客、货流量大不如前,大桥的建设已错失了最佳时机,而且现今建设成本剧增,大桥预算建设成本已从422亿元上涨到700亿元。通货膨胀严重,材料价格飙升,原本400多亿元的建造成本就已经让许多私人投资者战战兢兢,而今700亿元的巨大投资成本更是令各大财团望而却步。因此,分析人士普遍认为,私人财团不看好大桥的经济效益是导致PPP计划流产的根本原因。

但是,笔者认为,鉴于港珠澳大桥特殊的战略意义,政府可以运用行政裁量权,提高私人投资者参与公共建设的诱因,提供关联产品的生产与经营权,如连接线沿线的商业、房地产业、广告产业、降低税收等,调节利益分配机制,从而使私人资本的投入有利可图。大桥及连接线的建设会对沿线的地价有很强的拉动作用,政府可以让一部分大桥的外部效益内化给私人投资者。公共项目的准公共产品特性决定了其低收益的天性,然而通过相应的补偿机制,许多收益较低的PPP项目都可以获得成功。因此,站在私人投资者的立场上,“过桥费”经济效益的不乐观并不是放弃PPP模式的关键原因。对融资模式的选择最关键的决定因素还在于政府。

3 政府对港珠澳大桥融资模式的选择分析

公共产品和服务融资模式的选择取决于不同模式间总体优势的比较。重大基础设施项目在立项前需要对项目的财务效果、国民经济效果和社会效果进行可行性评价。它的评价对象是项目本身,同样我们也可以以融资模式为评价对象,从政府的角度出发,来探讨两种模式(政府投资和PPP)的总体效益差异,从而为港珠澳大桥融资模式的选择提供一定的理论基础。

3.1 项目建设阶段的三大控制

一般认为,PPP通过公开竞标的形式选择私人投资部门,打破政府原有的垄断,促进服务主体之间的竞争。私人部门从自身利益出发,凭借其先进的管理经验和创新技术,改善项目投资超支、工期拖延、质量低下的问题。英国国家审计署分别于1999年、2002年对PFI项目进行统计,PPP模式比传统模式能够有效减少费用超支和

工程延期。

但是,上述的时间和成本节约是在私人投资者中标以后的设计施工过程中体现出来的,实际项目过程还必须要包含招投标过程。而实际应用中,PPP项目的招投标与谈判时间旷日持久,大大增加了交易成本(Ezilike et al., 1997; AusCID 2005)。英国PPP项目的调查也发现,98%的PPP项目在签订合同前所耗费的时间都超过非PPP项目,超出范围在11%~116%之间,谈判时间所耗费的成本超过正常咨询和投标所必须的25%~200%(Marcus & Graemebowles, 2004)。而中国大型的PPP基础设施项目进展顺利的招标与谈判往往都需要一两年左右的时间。PPP项目的高度复杂性导致了高昂的参与成本(Ezilike et al., 1997; Saunders, 1998; Birnie, 1999),因此,从招投标到设计施工的全过程来看,PPP模式未必比政府投资模式更具进度上的优势。

此外,尽管国家明令禁止PPP项目的固定投资收益率,但是公私双方在具体项目操作时,会有一定的默契保证相对于项目投资一定比例的收益(中国的许多PPP案例都带有浓厚的潜在固定回报色彩)。因此,在某些情况下,私人投资者未必会积极节约成本,甚至会想方设法扩大建设成本,以期获得更高的利润(努力获得政府补偿)。PPP模式中,私人投资者的成本节约是符合理论逻辑的,但却不符合中国工程实践的现状。

再者,私人部门对港珠澳大桥的设计建造质量、营运规划都是以特许经营期为目的的,并非项目全寿命期的成本最优化(法定特许经营期最长为30年,港珠澳大桥计划特许经营期为50年,而大桥设计使用年限可能为100年)。尽管政府可以透过合同对工程质量提出规范和要求,但由于信息的不对称、有限理性、监督成本高昂、仲裁与强制机制的不完备,私人投资者很难遵守合同中关于产品规格、服务质量的种种约定,如大桥的安全性、耐久年限、隐蔽工程质量等等。最终,工程的实际状况与政府的要求很难保证一致。

综上所述,如果港珠澳大桥采用PPP融资模式,未必会获得此阶段进度、成本和质量方面的高效率。

3.2 项目运营阶段的服务质量与收益

理论上讲,与传统模式相比,PPP的重点在于政府对服务的接受,而非政府对基础设施本身的采购,PPP模式

更关注产出的效果,因此,私人部门富有进行革新的机会和动力。私人投资者承担商业风险,要求它更关注用户、改善产品或服务的质量、提高服务品质甚或开发新的服务项目,以吸引更多的顾客,所以 PPP 项目融资可以使服务质量获得提升(Huber, 2001)。并且,PPP 通过公开竞标形式选择私人投资部门,打破政府原有的垄断,促进服务主体之间的竞争,可以获得令人满意的低价服务。

但是,私人部门参与公共项目的投资是以获取高额回报为前提的,它没有“失之东隅,收之桑榆”的空间,无法利用整体经济的外部效益或是国家整体的税收来进行那些直接财务收益无法还本付息的投资。为提高项目本身的自偿性,私人部门一定会在特许经营期内想方设法加速成本回收和利润获取,比如提高收费标准、降低服务质量。所以 PPP 模式更可能会增加使用者使用基础设施的费用(Brzozowska, 2006),降低服务质量(Brzozowska, 2006)。这与政府开发项目的初衷相背离,与促进社会经济发展、加强地区融合、实现社会福利公平的原则相矛盾。

而且,私人部门承担大桥建设与运营的前提是能够获得高于机会成本的收益(如果大桥收益低于机会成本,私人资金就会流入其他项目)。因此,将产权让渡给私人部门,政府会在特许经营期内失去可观的经济效益。以杭州复兴大桥为例,钱江四公司以 7.65 亿元换得杭州复兴大桥 20 年的经营权,按合同签订时的利率和税率水平估算,该公司 20 年内可获得补偿费 15.9 亿元,净利润高达 3.4 亿元(不含广告及其他经营收益)。在此,私人部门的利润收益也许远比政府全额投资的低效率损耗多得多。此外,PPP 导致服务或产品价格升高不仅仅是因为私人投资者要获取利润、进行股份分红、改善自身的资产负债表,更是因为基础设施产品或服务是准公共产品,它常常不能反映实际的生产、运营和维护成本。政府通常会补贴消费者,使得大多数人都能购买得起服务。

再者,优质服务和低价收费的前提是私人投资主体之间的充分竞争。长久以来,传统外包方式兴建公共建筑一直受到道德风险的挑战。中国大陆设计了整套严密的招标程序、繁复的审计法规,然而却没有收到相应的防弊效果。因此,在克服这类风险上,寄希望于 PPP

模式只是一厢情愿。理论上可以实现的高质服务、低价收费的融资模式,在实际的项目中也许是不切实际的。甚至许多 PPP 的批评者认为 PPP 是贪婪的私人投资者攫取利益的工具。

3.3 资金价值最大化

英国政府考察公共项目是否适合采用 PFI 模式的主要标准有两条,即资金价值最大化和公共利益。资金价值最大化通过合理的风险分配来实现。将每一个风险分配给最有能力控制的一方,理论上来说,它会降低风险管理费用,因为由最有能力管理风险的一方管理风险是最低价的。很多学者认为,将大部分风险转移给私人部门,会使得风险分担更有效率(Li et al., 2005; AusCID, 2005)。在 PPP 模式下,私营机构大约承担 2/3(约 70%)的风险(Li et al., 2004),而在传统模式下,私营机构只承担 20% 的风险(Ahmed et al., 1999)。私人资本参与公共建设的基本精神之一在于公私部门合力分担风险。实行 PPP,风险分担的意义大于成本分担的意义(林丰正, 1998)。

然而,我国的 PPP 项目实践表明,这种合作机制的建立还很不完善,许多项目的公私双方短期化倾向严重,缺乏长期合作精神。在 PPP 模式的合作框架下,存在着私营和公共领域的“利益的交汇”。只有各利益群体的利益都能得到保证,PPP 项目才能在长时间内保持持续的、稳定的、健康的经营,反之,PPP 项目就面临着夭折的危险。长春汇津水厂、泉州刺桐大桥都是典型的负面例子。PPP 项目的风险分担在实践中的应用还很不理想,政府倾向于将更多的风险转嫁给私人部门,特别是私人部门不能有效管理的风险,例如汇兑风险和利率风险(Tiong & Alum, 1997)。PPP 项目的风险分担过于主观,项目并没有达到预想的效果(Froud & Shaoul, 2001)。而英国审计署的一份研究报告也指出,目前并没有明确的数据表明,政府支付给私人部门的风险贴补和风险转移量之间是否相当(Pollock et al., 2004)。

3.4 国民经济和社会效益

港珠澳大桥在促进香港特区、澳门特区和珠江三角洲西岸地区经济的进一步发展上,有非常重要的战略价值。大桥可以大幅减省香港特区与珠江西岸间陆路客运和货运的成本及时间,加速珠三角地区及其邻近省份的

经济融合,提高其相对于东盟国家和我国长江三角洲等其他经济区域的竞争力,有利于加强香港特区金融中心、服务行业中心、航运中心的地位。项目效益不仅表现为投资者的微观的直接效益,更多地表现为间接的、宏观的国民经济效益。大桥的间接效益和无形效益不存在相应的市场和价格,无法赋予货币价值,也不能在私人投资者的财务报表上反映出来。

大桥的兴建带来的国民经济效益包括:

(1)直接效益:运输总费用的节约以及项目带来的其它净效益;

(2)间接效益:项目对地区其它经济领域产生的效益,如促进产业升级、地区产业结构变化和地区经济的繁荣,促进旅游业和第三产业的发展,促进地区间的商品流通和外贸事业的发展等所产生的净效益;

(3)无形效益:对政治、国防、文化、环境、就业、人民生活水平的提高以及对国家和地方财政所产生的影响等难以量化的效益。

然而,PPP模式有其难以克服的“基因缺陷”,私人主体有利润最大化的偏好,港珠澳大桥的外部效益致使其成本与收益分离负担,市场的激励作用大打折扣,并且大桥由私人完全垄断同样会带来低效率。它不但会增加使用者使用基础设施的费用(Brzoowska, 2006),而且会使政府丧失对公共产品的控制权(杨柳勇、金戈, 2002)。因此,大桥的建设与运营不可能完全符合竞争市场的假设,且效率并非政府追求的唯一目标,有时需适当放弃经济效率以保障社会资源能得到适当配置,促使其分配达到公平。由三地政府合资兴建大桥(贷款量少),降低收费压力,可以更佳地发挥项目本身的经济效益,实现社会福利的再分配,提供廉价的公共服务,强化其他行业的发展,达到促进社会公平的目标。而且,在当前情况下,有助于降低大桥进度延误的风险(PPP的招标漫长),以早日体现大桥的经济效益。

综上所述,从政府的角度来看,政府全额出资的模式很可能比PPP融资模式更能达到政府的期望目标,实现效率与公平。

4 PPP的环境基础对融资模式选择的影响

PPP的实质是政府通过给予私营公司长期的特许经

营权和收益权来换取基础设施的快速建设和有效运营。它颇具理论上的优越性,理念蔓延极为快速,但在实业界的开花结果却远比预期的来得缓慢。其在实际应用上的价值和限制,仍有许多引人争议之处。在我国失败的PPP案例颇多,因为PPP本身并不能汲取民间的高效率,民间参与公共建设的过程当中,效率的提升不是必然的结果,它的有效运营需要许多的必备(基础)条件,客观地说,我国并不完全具备这些条件。例如:

(1)缺乏统一适用的规范性立法文件,项目过程中的许多问题无据可依,如项目监督、争端解决等都缺乏明确的规则;

(2)监督机构受地方政府主要首脑的干扰很大,缺乏独立性、权威性、透明性、可问责性;

(3)大陆地区政府行政效率仍然面临严峻的挑战,行政体系的配合程度不高;

(4)风险管理体系不健全;

(5)不熟悉PPP的具体内容及规范操作的要领;

(6)PPP项目建设的资金筹措、合同谈判、项目实施、经营管理、收益计算与分配、资产检测、合同纠纷的专业人才十分缺乏;

(7)PPP不能克服人为因素所造成的公共工程弊病,如围标、经费浮滥、施工质量低下等;

(8)我国PPP项目尽管已经开展很多,但是却并没有丰富的实务案例和经验累积;

(9)地方政府的信誉都不高,时有违背承诺的现象,如轰动一时的长春汇津水务事件。

这些基础条件的缺失会极大地降低港珠澳大桥PPP模式的运营效率和经济效率。而且对PPP依赖性越强的地区,其行政能力往往越弱,PPP的运营结果越难以令人满意,甚至会产生许多金钱与权力挂钩的疑虑。

5 结语

近年来,我国基础产业和基础设施项目建设投入增长迅速,据统计资料显示,“十一五”期间已经做出预算的各地投资已达十五万亿。一大批关乎国计民生的重点建设项目相继开工。为摆脱国家财政的限制,获得高速发展,

同时借助于民间的生产经验和管理制度,提升国家资源的使用效率,蕴含着巨大经济潜能的PPP融资模式,被视为拉动中国经济发展的长效机制。但是,PPP模式也并非完美无缺,对于特定的项目、特定的社会环境,在肯定其优越性的同时,也需要对其负面效益进行仔细的考量。我们既不能因为发展的需要、政绩的需要而饮鸩止渴,更不能因为PPP的基础条件不成熟而因噎废食。应当因地制宜,根据实际环境状况,选择合理的发展模式,并不断加深PPP理论与实践的研究,加强PPP应用的环境建设,使得PPP这一投融资方式真正有效地对我国基础设施建设及其它方面产生巨大的促进作用。▲

[参考文献]

- [1]NAO. Modernizing construction [R].Reported by the Comptroller and Auditor General, National Audit Office, London, 2001.
- [2]NAO. Managing the relationship to secure a successful partnership in PFI projects [R]. Reported by the Comptroller and Auditor General, National Audit Office, London, 2001.
- [3]NAO. PFI: construction performance [R]. Reported by the Comptroller and Auditor General, National Audit Office, London, 2003.
- [4]Ezilike E I, Perry J G, Hawash K. The barriers to entry into the PFI market [J]. Engineering, Construction and Architectural Management, 1997(3):179-193.
- [5]AusCID. Australia at a crossroads—public/private partnerships or perish? Finance and legal issues [EB/OL]. The Australian Council for Infrastructure Development, Available from <http://www.auscid.org.au/>.
- [6]Marcus A and Graemebowles. Public-private partnership and contract negotiations: an empirical study [J]. Construction Management and Economics,2004(3):26-87.
- [7]Saunders A. Aspects of funding for BOO projects[J]. Engineering, Construction and Architectural Management,1998(1):22-30.
- [8]Birmie J. Public Finance Initiative (PFI)—UK construction industry response[J]. Journal of Construction Procurement, 1999(1):5-14.
- [9]Huber B. PPP for the development of social service[EB/OL]. Handbook of the Campus on Public-Private Partnership for Sustainable Development, Available from <http://www.unitar.org/>.
- [10]Li B, Akintoye A, Edwards P J, Hardcastle C. Perceptions of positive and negative factors influencing the attractiveness of PPP/PFI procurement for construction projects in the UK[J]. Engineering, Construction and Architectural Management,2005(2):125-148.
- [11]AusCID. Submission to the parliamentary inquiry into Public-Private Partnerships[EB/OL]. The Australian Council for Infrastructure Development, Available from <http://www.auscid.org.au/>.
- [12]Li B, Akintoye A, Edwards P J, Hardcastle C. Risk allocation preferences in PPP/PFI in construction projects in the UK[C]. The International Construction Research Conference of the Royal Institution of Chartered Surveyors, COBRA 2004.
- [13]Ahmed S M, Ahmad R, De Saram D. Risk management trends in the Hong Kong construction industry: A comparison of contractors and owners perceptions[J]. Engineering, Construction and Architectural Management, 1999(3):225-234.
- [14]Tiong R L K, Alum J. Financial commitments for BOT projects[J]. International Journal of Project Management,1997(2):73-78.
- [15]Froud J, Shaoul J. Appraising and evaluating PFI for NHS hospitals[J]. Financial Accountability and Management,2001(3):247-270.
- [16]Pollock A, Price D, Player S. Public risk for private gain?The public audit implications of risk transfer and private finance [R]. UK: Public Health Policy Unit, School of Public Policy, UCL,2004.
- [17]杨柳勇,金戈.利用外商直接投资的经济主权风险监测与控制[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2002(4):138-145.

(编辑 吴颖)