

城市轨道交通投融资模式新探

城市建设投资有限公司 李亚非 武汉理工大学 张红

一、引言

目前,我国大多数城市的公共交通完全是地面交通,完全没有轨道交通或者所占比例很低,而地面交通一直有路少车多、交通堵塞等问题。要解决城市交通拥挤的瓶颈问题,发展和建设城市轨道交通是一剂良药。从世界范围看,拥有完善便捷的城市轨道交通体系是现代化大城市的重要标志,具有运量大、污染少、速度快、空间利用率高、运行秩序好、安全性高等独特优势。截至2013年1月,中国约有27个城市提出城市轨道交通建设规划,其中已经取得获得国务院批复的城市有22个。根据预测,2015年前后,将会有79条轨道交通线路完成建造,它们分布在北京、上海、广州等22个大中城市,其建设总长度达2259.84公里,累计总投资高达8820.03亿元。和其它工程建设不同,城市轨道交通的建造有资金需求量巨

大、资本集中、短期盈利偏低、投资回收期长等特点,因此资金筹措一般比较困难。就目前国内中长期投资体制而言,城市轨道交通及相关基础设施的建设通常主要以政府投资和银行贷款为主线,投资主体是比较单一的,这样的投融资模式融资渠道少,资金筹集难度较大,资金总量有限,无法满足城市轨道交通建设的需要,减缓了我国城市轨道交通建设和发展步伐。在这种时代和社会背景下,如何拓宽轨道交通建设的融资渠道,建立合理有效的投融资模式,确保轨道交通建设投入和产出的总体平衡,从而保障城市轨道交通建设的可持续和长久性发展,是一项迫在眉睫的研究。

二、城市轨道交通准市场化投融资核心模式

虽然地铁建设与运营带来了巨大的社会经济效应,如增加了地铁沿线及上盖空间的价值、缓解了交通压力、改善了城市环境

说明在并购前,凯马的财务状况非常危险,破产的可能性很大,但从并购年份2008年起,至2011年的Z值均大于1.2,说明虽然凯马的财务状况仍未达到稳定,还需要进一步调查,但是并购已经为其带来了积极的财务影响,有助于其走出财务困境。

最后,还有一个问题需要强调。事实上,凯马的融资约束可能是由两方面原因造成的:第一,凯马本身经营业绩比较差,影响其融资情况;第二,凯马私有经济的性质,导致其无法获取足够的资金。那么,凯马在被并购前所面临的财务困境是否主要是由于所有权性质的原因导致的——在同等情况下,公司是否仅仅由于是私有的,就很难获得融资,而被并购后,由于所有权性质的改变导致了融资约束被缓解——就值得商榷。

笔者认为可以从两个角度解释这个问题:首先,正如前文所述,凯马陷入财务困境的直接原因不在于凯马本身经营业绩差,而在于受到原控股股东流动性危机及其持续性的负面影响,银行加大了对其收贷的力度;其次,恒天属于纺织业,主营业务包括研发、制造并销售纺织机械,生产并销售纺织品服装等,而凯马属于交通运输设备制造业,主营业务包括生产并销售内燃机、运输车、拖拉机等,这说明二者在业务上完全没有联系,并购后无法形成经营协同。也就是说一个合理的因果关系不应该是由于凯马经营业绩的好转引起其财务状况的好转,而应该是由凯马财务状况的好转引起其经营业绩的好转。所以,本案例可以排除并购前由于业绩差而导致融资约束,并购后由于业绩好转而缓解融资约束的情况。

三、结论

本文以中国恒天集团有限公司并购华源凯马股份有限公司为例,对国有经济入股对破解私有经济融资约束问题进行研究。经过研究可以总结出以下三点:

(1)国有经济入股私有经济能够有效解决私有经济的融资约束问题。并购后凯马的融资构成情况有所变动,不仅由原来的主要

依靠内源融资转变为内源、外源融资并存,而且外部债务融资在总融资中所占比例很高,此外,凯马获得的担保借款、信用贷款也大幅增加。同时,并购后凯马获取多笔由恒天集团进行担保的银行贷款,且金额较大。受我国政治经济制度的影响,银行等金融机构更倾向于向国有经济提供贷款,且国有经济的声誉和信用更受信任。在与恒天联合前,凯马的信用及声誉并不能保证其获取如此多的外源融资。此外,并购后,凯马在负债不断增加的情况下,财务费用却逐渐减少,并且财务费用占所取得收益的比例也有所下降。这些均说明此次并购能使凯马的融资约束问题得到极大的缓解。

(2)并购后凯马自身运营情况的转变证明国有经济入股私有经济具有多方面的积极意义。并购后凯马盈利能力稳健,成长能力、短期偿债能力和长期偿债能力增强,风险水平下降,营运能力增强。杜邦分析也显示此次并购提高了凯马本身的经营水平,尤其是销售净利率由负转变为正,凯马由亏损变为盈利,这非常有利于从内部缓解其面临的财务困境;同时,Z分模型研究进一步证实了并购前凯马的财务状况十分不稳定,破产的可能性很大,而并购后凯马的财务趋于稳定。

(3)所有权安排的确可以解决融资约束问题,并且在具体实施过程中可以达到预期效果。上述第一点结论直接得出通过所有权安排,凯马的融资约束问题得到缓解;第二点结论间接证实并购后凯马的运营状况逐渐好转,通过改善自身经营状况,逐步走出财务困境。

参考文献:

[1]罗敦论:《民营控制、政治关系与企业融资约束》,《金融研究》2008年第11期。

(编辑 杜昌)

等,但是长期以来地铁投资却并未能以有效方式得到补偿。随着国内外学者不断深入探索城市轨道交通行业长期可持续发展问题,社会各界逐渐认可了由轨道交通建设运营带来的正外部性效益,这为顺利开展城市轨道交通投融资体制改革奠定了良好的基础。伴随着城市轨道交通的不断建设,如何最大化的挖掘其潜在价值也是倍受人们的关注。通常,在进行城市轨道交通建设的同时,也不断进行其附近土地以及上盖物业的建设,从而最大化的有效利用资源,最终在构架起城市轨道交通网的同时,也建立起“城市轨道交通+物业”的庞大系统。本文将按照“以城市发展引领各项事业发展”的新理念,突出“建地铁就是建城市”的主导作用,强化体制机制创新和模式创新,促进轨道交通的可持续发展。

(一)城市轨道交通准市场化投融资模式的总体思路 为了建立起有效且高效的轨道交通投融资模式,要从整体上协调把握地铁附近及上盖范围的开发及利用,始终将城市轨道与物业作为一个有机系统进行设计与构架,从而发挥最大化的社会经济利益。本文拟借鉴香港“地铁+物业”模式,结合已有地铁建设上盖物业开发实践的成功案例,坚持地下地上一体化开发与建设,实现地铁建设运营社会效益最大化,充分利用地铁沿线及上盖再造土地空间,采取资源资产化、资产资本化运作,引入社会资本参与地铁建设和物业开发,以此增强融资能力、建立安全可靠的资金链、保障投融资良性循环和企业可持续发展。

(1)政府以土地资源形式注入项目资本金。政府以土地资源注入城市轨道交通项目资本金有两种操作模式:一是企业以自有资金滚动支付轨道交通项目上盖空间地价,获得相应土地,政府将地价款返还给企业,作为轨道交通项目资本金投入。二是根据国土资源部施行的可先行进行土地资源、资产、资本化改革试点的精神,研究地铁上盖空间资源用地直接作价入股注入项目资本金的方式。待相关政策出台后,将会更快捷地解决项目资本金注入的问题。

(2)合作开发地铁物业。要想有效且高效的开发地铁物业,无论是仅仅依靠与其紧密相关的轨道交通企业,还是有着丰富经验的地产企业,都是远远不够的,应使这两个企业相互合作从而产生最好的效果。合作开发地铁物业的大致模式是:首先由轨道交通企业在研究城市交通现状的前提下,把合适的地铁附近土地提供给地产企业,此时,地产企业利用其专业化的能力进行有关土地及物业开发的所有相关业务,最终达到变土地资本为现金资本的目的。通过双方的相互合作,不仅更容易筹集到所需的建设资金,而且对于政府负担的降低起到了很大作用。

(3)轨道上盖物业开发模式与项目融资的结合。轨道上盖物业开发实质是通过把除地铁本身建设之外的所有外在相关业务都与地铁本身建设联系起来并形成一个相互作用的有机体系,所有相关企业根据自身的特点并结合相互作用的方式,在获取一定的收益之后,根据先前的有效规定,拿出一定比率的收益投入到地铁本身的建设当中。考虑到上盖开发收益在时间上滞后于地铁建设投资需求,因此新模式建设采用BT方式,约定回购年限,回购年限内项目资本金由BT方代投,以解决“土地变现金”的时间差问题。到期时,上盖项目开发条件逐步成熟,资本金由轨道交通企业通过合作开发引入社会资金解决。

(4)其他资金来源。轨道交通企业以政府投入的土地的预期开发收益为支持进行市场化融资,通过中期票据、融资租赁、银团贷款等结构化组合解决配套资金问题。同时,轨道交通企业可以通过上盖项目的合作形式回收一定比例的地价资金和开发利润,累积回购到期时用于解决BT项目回购,以及归还其他债务的还本付息。

(二)城市轨道交通准市场化投融资核心模式架构 投融资的核心模式应是在政府指引的基础上,通过城市轨道交通本身的建设及对上盖物业的有效开发及经营,从而建立起一个有效且高效的“城市轨道交通+物业”的有机系统,最终以这一先进的模式体系为其带来最大化的效益。

城市轨道交通准市场化投融资模式的基础是城市轨道交通投资建设和运营的正外部性转化为城市轨道交通企业的内生效益,也就是按照构建城市轨道交通投融资模式的总体思路,将城市轨道上盖物业开发的收益和沿线土地出让土地的增值内部化为城市轨道交通企业的收益。这部分收益无论是返还给轨道交通企业,还是留置在政府财政,其实都是归政府所有,因轨道交通企业是国有独资企业(未股权融资前)。因此,正外部性内部化的过程,只是资源在政府内部的再配置过程。

将“双内化、自循环”作为其大致思路的一个归纳总结。具体而言,“双内化”是指把归属于城市轨道交通建设以为的风险及物业资源同时内部化,即做到风险内部化以及收益内部化。“自循环”是指以上述讨论为准,把原有的城市轨道交通转变为“城市轨道交通+物业”的有机系统,把以直接交换资源为主的模式转化为以依靠资源收益带动投融资资本为主的模式,同时还要把“政企不分”转变成“政企分离”,最终构架起一个依靠自身进行产品升级、投融资功能升级以及持续获利的良性循环,详见图1:

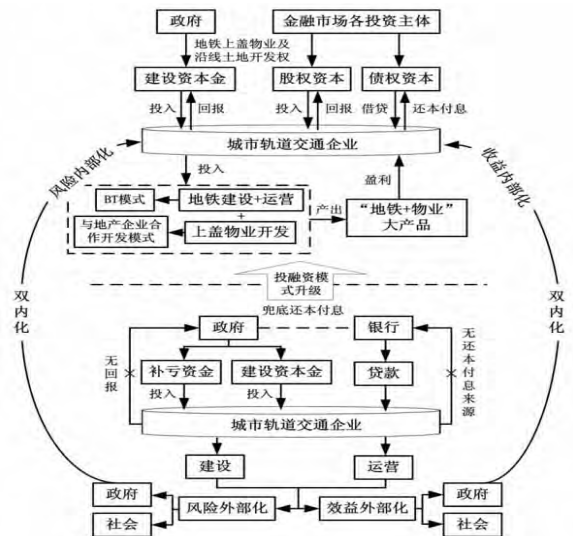


图1 城市轨道交通投融资模式升级路径总体思路

三、基于准市场化投融资模式的轨道交通企业盈利模式优化 一个企业的投融资情况与其本身的盈利能力及水平息息相关,为了优化轨道交通企业的盈利模式,可从盈利能力及水平的提升这一角度从而达到规模的扩大以及成本的减少。具体如下:

(一)提升收益预期范围 通常,轨道交通的发展是有着较强

公益性质的,可是在此过程中所产生的能源消耗如水电等费用是以商业性质为标准计算的,显然二者存在相悖性。同时,轨道交通的支出也会与通货膨胀息息相关。故可通过直供电价以及抗通胀票价这样的措施来达到提升收益预期范围的目标。

(二)优化取得上盖资源的方法“城市轨道交通+物业”这一有机系统能否有效建立的关键还在于上盖资源是否能够有效的被内部化。具体来讲,上盖资源不应区别于城市轨道交通本身而存在,这是因为两者可看作是对某一土地采取相异的使用方式,所以在对上盖资源进行有效配置及使用的时候,不能将其作为单独的资源而进行交易,而要在现有的市场条件下,结合城市轨道交通这一大的前提,进行相关成本的确认及收入的预期,最终优化取得上盖资源的方法。

(三)提高资产溢价能力 通常,对于城市轨道交通而言,由于隧道并不只是供地铁专用,可能还会存在供电或是防御等用途,故可以通过隧道资产的剥离而使原本的净资产回报率上升为一个比较好的比率。总之,优化轨道交通企业的盈利模式,最为核心的是要从根本上进行模式的升级,要能够有效利用存在于轨道交通企业的优厚资产,通过一些具体可操作的金融手段及途径,依靠庞大且较少的成本达到资产的优化配置及利用,详见图2。

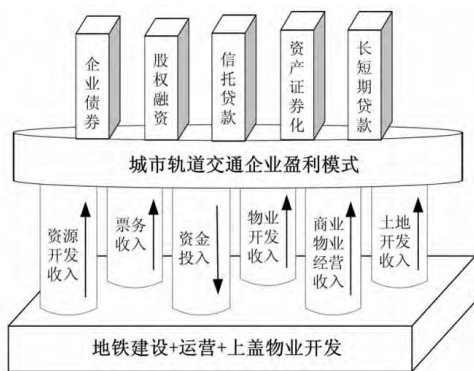


图2 城市轨道交通可持续盈利模式

四、基于准市场化投融资模式的地铁建设运营 BT 模式

作为一项系统工程,BT 投融资模式需要各错综复杂的参与方的有效合作才能顺利运作并开展。本文引入运作结构一词,该词很好的描述了系统的抽象组成部分以及各组成部分之间的相互关系。而对于 BT 投融资模式而言,其运作结构则是针对某一特定项目,相互关联的各主体结构的组合幢。随着具体项目的特征、类型以及发起人的情况等诸多影响因素的变化,BT 投融资模式的运作结构也有所不同。一般而言,BT 投融资模式的基本运作结构如图3所示。(1)政府。作为公共利益的代表方,政府在 BT 项目的运作过程中占据主导地位,依法监管 BT 项目的运行。根据我国法律规定,政府不能够以项目建设主体的身份参与到项目运作中去,只能作为出资方设立企业法人,委托企业法人负责项目的运作管理。(2)BT 项目发起人。BT 项目发起人是 BT 项目的所有权人,又称业主,由政府出资设立的企业法人承担,代表政府加强监督 BT 项目建设过程,具体而言,它是指出面与投资人签订 BT 模式投融资建设合同,并在合同中约定进行项目回购的机构。(3)BT 项目承办人。BT 项目承办人是项目的实际投资人,它是指 BT 项目发起人

签订 BT 模式投融资建设合同,并在合同中明确承担筹集建设资金责任的投资机构。一般而言,BT 项目承办人会通过投资成立 BT 项目公司来实施自己的投资建设职能。(4)BT 项目公司。为了解决融资、建设、管理 BT 项目,BT 项目承办人在项目所在地设立具有独立法人地位的公司,即 BT 项目公司。BT 项目公司代表承办人承担和履行对 BT 项目的建设管理职责。(5)贷款人。贷款人是指为 BT 项目提供借款资金的金融机构和其他投资机构等,它既可以是一家银行,也可以是数家商业银行联合体。(6)勘察设计与施工单位。勘察设计与施工单位是 BT 项目建设的具体实施者,负责设计并承担保质按期地完成项目的建设责任,直接关系到项目质量。(7)监理单位。监理单位是除城市轨道交通企业及项目承办人之外的第三方,主要进行有关项目确认、实施进度、质量保证等各项工作的统一监督及协调。(8)供应商。供应商为该项目提供整个实施过程中所必要的所有相关材料、工具及设备,对于项目的有效实施有着至关重要的影响。(9)咨询/顾问机构。咨询/顾问机构通常会就相关参与人所提出的无论是经济还是法律等的异议及问题做出一定的分析及提示,是项目得以顺利进行的保障之一。(10)保险/担保机构。保险/担保机构负责承担企业相关的风险及损失,当由于环境或外在相关者的变化而给项目带来一定的风险时,针对无人进行承担负责的风险,保险/担保机构会提供相应的支持。

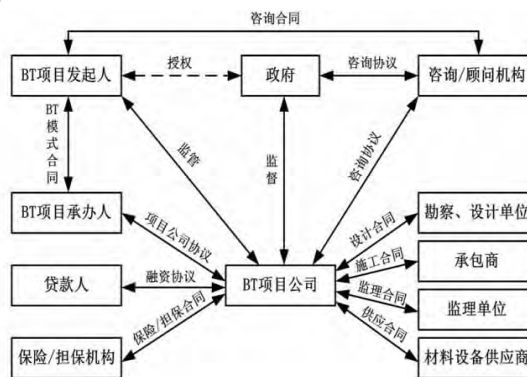


图3 BT项目基本结构图

参考文献：

- [1]王涛:《当前经济形势对城市轨道交通投融资影响分析》,《现代城市轨道交通》2012年第1期。
- [2]余刚:《浅谈城市轨道交通投融资管理的问题探讨》,《中国城市经济》2011年第24期。
- [3]赵小宛、张家春:《深圳城市轨道交通投融资模式的发展变化及探讨》,《城市轨道交通研究》2011年第2期。
- [5]郭镇宁:《城市轨道交通融资模式研究》,《铁道运输与经济》2010年第2期。
- [6]郑晓莉、陈峰、辛涛:《轨道交通PPP模式风险控制中政府作用的探讨》,《中国软科学》2009年第21期。
- [7]张云宁、王玲、王书文:《浅议南京地铁二号线BT投融资模式》,《建筑经济》2008年第8期。

(编辑 杜昌)