

项目融资债股权化问题初探

武汉大学经济与管理学院 孙续元 孙然

[摘要]在商业银行的资产业务中,风险最大的金融产品是投资项目的贷款。这种风险来自于银行项目评估力量方面所存在的人力资本缺口,以及项目评估传统理论和方法上的缺陷。商业银行要想有效防范项目融资债的不良化,就必须依靠金融创新来寻求新的途径。借鉴资产证券化和可转换债券的原理和方法,项目融资债转股的构想是通过在商业银行与项目主体之间构建一种新型的债权债务关系,使各方在项目融资债的股权化下获得多赢。这一构想理论上具有很大的发展空间,而且能够产生相当积极的效用。

[关键词]项目融资债 股权化问题 资产证券化 可转换债券

项目贷款业务是商业银行的一项主营业务。银行通过专业部门,对项目发起人提出的贷款申请进行评估论证,在确定了项目贷款目标后,对符合银行信贷条件和要求的项目实施贷款,并由此而构成与项目贷款人之间的债权债务关系。这种关系一直要持续到项目贷款的本利金额全部收回后,才会终止。在银行所进行的这项资产业务中,项目贷款因直接融资而形成,因此可以称之为项目融资债。项目融资债的关系一般需要维持数年甚至更长一段时间,才能连本带利全部收回。在项目融资债收回的期间内,此种融资债可能会因为各种原因而转变成不良资产。项目融资债的不良资产化,是商业银行最为担心的一种业务风险。然而,由于项

合优度高达0.995323,说明使用预算内固定资产投资额、债务还本付息额、财政赤字为自变量解释中国国债规模是比较适宜的。这三项影响因素中,债务还本付息额具有惯性,它受以前累积债务余额和相应的还款期限利率等因素影响,债务还本付息额有不断增长的趋势,不是容易控制的因素,随着该项数值的不断增大,根据上述多元线性回归模型可以断定,在其他因素不变的情况下,中国国债规模将按照一定的惯性不断膨胀;相对容易控制的是预算内固定资产投资,我们可以通过控制预算内固定资产投资数额来控制中国国债规模,使中国国债在一定的合理范围内,防范财政风险发生;影响财政赤字的因素较多,一般较难控制。

如果中国国债规模以2005年数值为基数,2005年国债发行总量估计约为7000亿元,预测“十一五”期间的国债发行情况,假定在此期间中国国债规模沿着1984—1994年、1994—2004年两个阶段的变化趋势进行,即在17.5%增速的基础上再减少40%,即以10.5%的增速进行, $y_t = 7000 \cdot 1.105^t$, $t=1$ 代表2006年, ..., $t=5$ 代表2010年,那么2006—2010年的国债规模分别为7735、8547、9445、10436、11532亿元。再根据影响中国国债规模三个主要因素预算内固定资产投资额、债务还本付息额和财政赤字,根据该三项因素的变化趋势对中国国债规模进行短期预测,采用上述建立的回归预测模型: $y = 0.674104x_1 + 0.973568x_2 + 0.419728x_3$,由于债务还本付息额具有刚性,它取决于国债余额和相应债务期限和利率情况,可以认为是常数,而财政赤字的影响因素较多具有较大的不确定性,并没有严格的发展趋势,我们可以取前5年的简单算术平均值作为它的预测值,接下去我们可以并且能够约束的数值就是预算内固定资产投资额。我们可以根据上述2006—2010年中国国债规模预测数值,结合债务还本付息额和财政赤字数值来对预算内固定资产投资额进行判断。对于债务还本付息额 x_2 数值确定,我们可以结合国债余额和相应债务期限和利率情况进行粗略估计,根据有关统计资料计算中国国债余额2004年底约为22000亿元,假定国债利率平均值为4.5%,则需支付990亿元利息,如果平均每年偿还国债余额的15%,则需偿还本金3300亿元,加上2005年发行国债规模7000亿元,则2005年底国债余额约为25700亿元,按照这样的逻辑进行粗略估计可以得到2006—2010年债务还本付息额约为5012、5768、6570、7426和8347亿元;财政赤字 x_3 的未来数值取2000—2004年赤字额的算术平均值的绝对值作为它的预测值,取 $(2491 + 2516 + 3149 + 2934 + 2090) / 5 = 2636$ 。根据上述回归预测模型,我们可以得到2006—2010年预算内固定资产投资额的粗略估计为2636、2754、2933、3024、3345亿元。

论文从趋势和影响因素两个方面探讨中国国债规模问题,中国国债规模趋势是1984—1994年期间年均增速约为29%,1994—2004年期间年均增速约为17.5%,增速减少40%,但随着发行债务的惯性作用,国债余额呈现快速膨胀的态势,因此我们必须适当控制国债规模,降低国债发行增速,在2006—2010年期间我们需要进一步降低增速,与我国中央财政集中度不高,国债依存度过高现实相适应,防范财政风险。影响因素分析表明中国国债规模的主要影响因素是预算内固定资产投资额、财政赤字和债务还本付息额,其中预算内固定资产投资是我们控制的主要对象,市场能发挥作用的地方全部让位于市场,只有那些事关国计民生并且市场失灵的大型基础项目,我们才会在预算内安排,通过控制预算内固定资产投资来控制国债规模的膨胀问题,根据趋势预测模型和因素分析回归预测模型得出:中国下一个5年规划期间中国预算内固定资产投资额如上表述,当然这些数值并非精确,但是对于中国国债规模问题却提供一个可以参照的基本思路。

[参考文献]

- [1]孙玉栋,李建清“中国国债规模的现状及趋势分析”《当代财经》2003.4
- [2]陈宝萍“适度控制国债规模规避国债风险”《财税与会计》2003.5
- [3]路振家等“关于中国国债规模适度性问题的探讨”《特区经济》2005.8
- [4]杨俊龙“对中国国债问题的理性思考”《经济问题探索》2001.5

国家社科基金资助(04BJT018),安徽省教育厅项目资助(2004sk013)。

目投资是一种实物化性质的投资,贷款一旦进入项目中,便只能完全依托项目的正常运行从而为银行带来回报。它无法像证券投资那样,能通过证券市场的交易转移风险,或通过优化证券组合来分散风险。因此,从商业银行的利益方面来看,项目贷款既是一块可以获得可观效益的蛋糕,又是一块无法有效化解其风险的烫手山芋。人们在如何有效降低项目贷款风险这一问题上,几乎还处于束手无策的状态;对项目贷款风险的处置方式,也只能处于完全被动的位置:要么放弃贷款业务来保全银行资本,但同时失去了通过贷款获得收益的机会;要么甘冒贷款资产不良化的风险,不顾一切追求存贷利差。面对项目贷款的两难境地,银行只能通过有限的项目评估和审贷手段,做出有利于自己的一些决策。这些决策一旦做出,就不得不被项目牵着鼻子走了。本文认为,产生这种被动关系的根本原因,乃在于银行实际上缺乏对项目进行有效监管的能力。而项目风险的存在,则往往是在项目论证的过程中就已埋伏下来。因此,对于项目融资债的运营和管理,既要搞清楚银行方面项目贷款风险的发生机理,更要在如何化解项目融资债风险的问题上做些文章,要从项目贷款决策的事前分析、事中控制等各个环节中找到规避风险的途径。本文拟从项目贷款决策的特点分析开始,研究项目融资债风险的管理问题。

一、项目投资决策潜在的风险变量分析

商业银行在项目贷款的决策过程中,会因决策行为自身存在的矛盾而导致贷款风险的生成。其风险度量来自于两个方面,一是产生于决策的能力缺陷上。银行对项目决策,主要是通过阅读项目可行性论证的报告、考核贷款人的资信,即通过项目评估来识别贷款对象的性质的。项目可行性论证包括四个方面:技术论证、经济论证、管理论证及社会经济论证。在这四项论证中,能为银行所把握的,只有经济论证。对于经济论证,银行也主要是通过资本预算的方式,从项目现金流的层面取得决策依据的。对于技术论证,从银行的人力资本状况来看,是不可能完全具备的;因为银行面对成百上千的项目贷款申请,不可能具备应对所有行业的技术论证的资力。但这种人力资本方面的缺陷,却是项目融资债不良化的根本成因之一。因为任何一个投资项目,最根本的生存条件正是其技术支持能力。经济论证只能以技术支持为前提才能存在。缺乏对项目技术支持力量的识别,就只能陷入被动。从实际工作的层面上来说,商业银行因其自身人力资本结构特点,只能回避对项目技术问题进行深入探讨,而把大量的实际工作置于对项目贷款主体的资信评估之上,甚至以资信评估代替技术论证。在现实生活中,这一问题的具体表现就是商业银行普遍热衷于具有政府背景的贷款、大型特大型企业单位的项目贷款或是与国民经济发展主题密切相关的贷款。但事实上,如果一个项目在其技术方面确实存在缺陷,那么不论其资信程度有多高,项目融资债也始终难脱不良化的风险。其次,项目融资债所隐含的潜在风险还来自于资本预算的方法。现行资本预算方法中经济层面上的论证,成形于上个世纪三十年代,其主要法则也产生于财务理论之中。而财务理论和方法的形成,是通过现实的经营活动进行归纳总结而得来的。由此可见,人们是把项目经济活动模拟成一个完整的财务活动过程,再用与之相适应的财务原理和方法来加以表达的。但是,待建项目本身却是未来的经济活动,用只能有效服务于现实经济活动的理论和工具来对其进行预测,很容易造成一种全虚的景象。这样做的后果,甚至可能是资本预算做的越完美,风险隐患反而越大。这就是人们通常所说的安全错觉。

在上文的论述中,我们从实际出发分析了项目融资债风险形成的深层次原因。可以看到,这些因决策自身的缺陷所可能导致的风险,是银行难以通过自身努力进行规避的,也就是说,这种类型的风险是银行无法控制的。因此,面对这种固有的风险,银行必须从现实出发,寻求其他的转化方式,或者通过其他的途径来获得合理的解决。

二、项目融资债股权化的可行性讨论

项目融资债股权化问题的研究,首先要从理论上探究其存在的可能性。其中第一个需要考虑的问题就是它的目的性。为什么要把项目融资债的问题向股权方面转移呢?本文认为,应从金融市场的功能方面回答这一问题。把项目融资的债权转化成项目融资的股权,就是要改变项目投资资产的实物化矛盾。项目投资与证券投资之间有很大的不同。其中最大的不同点,就在于两种投资有着不一样的取得回报的途径。项目投资取得回报的过程,是先要将投入的资产转变成实物资产的形态,再利用这些实物资产进行生产或经营活动,从而获得产品或劳务并投入销售领域或服务领域,在取得销售收入和劳务收入后,才能回收成本和获取利润。相比之下,证券投资取得回报的途径则简单得多:或者通过债权资产形式回收本金,或者作为股权持有者享受分红,或者出售股票换回现金。在这些过程中,资产的形态基本不会发生本质上的变化。由此可见,二者一个是实物市场的商品交换和生产经营的问题,一个是金融资产的交换和买卖的问题;前者在实现资产的流动性方面要比后者困难得多。因此,二者之间的风险属性也完全不同:股权融资的风险可以通过许多方法获得有效的控制和规避,如投资组合化、在二级市场进行交易等;而债权投资的风险则难以在不受损失的前提下得到化解。因此,尝试在债权融资和股权融资之间搭建一座桥梁,使得项目融资债也能像股权买卖那样具有充分的流动性,从而降低项目融资债的流动性风险,增强银行信贷资产的活力,正是研究项目融资债股权化问题的目的之一。进行这项研究的另一目的,在于尝试解决银行对贷款项目的监控问题。由于对项目的技术层面缺乏了解,又无法直接介入项目进行监管,银行将信贷资金投入项目建设和营运后,就基本上处于无法监控已贷出资金的状态,这也是银行缺乏信贷业务能力的一种表现。因此,在贷款资金的回收方面,银行就成为了被动的一方。针对这种情况,如果能在项目融资债的问题上结合股权交易进行探讨,对银行获得项目的监控权、增强项目监管实效来说,应该是很有帮助的。

项目融资债股权化研究的第二个方面的问题是它在技术上是否具有可行性。项目融资的债权和项目融资的股权,分属于两个互不相关的领域,尽管如此,人们也早已在各个方面进行了很多的探索和实践并取得了某些成就。与项目融资债股权化有直接关系的金融工具也早已为人们所创造出来了。资产证券化就是一种把各种类型的资产转化成证券资产的成功做法,它在许多国家已经成为化解资产流动性风险的首选工具。建立资产池,包装各类资产并将其投放到债券市场上去交易,从而以较小的现金流代价换取较大的资产流动性,这就是资产证券化所能产生的效用。而另一项可参考的金融工具即是人们所熟知的大额可转换债券:人们可以把债券形式的资产转卖成股权形式的资产,由债权人变成股东。如果把这两项工具叠加起来一起使用,从理论上讲,就已经完成了从项目融资债向股权方向的转移。当然,这一转移过程中更大的问题还在交易各方是否具有相应的法律资格。银行作为债权人,是不能直接成为项目的股权所有者的。所以要想让项目融资债从债权变成股权,必须有第三方的参与。这正是项目融资债股权化研究的核心所在。本文认为,对于这个问题,可以通过市场的交易功能得到解决。参与到项目融资债转股的第三方,如果由既有资产实力又具有技术资本的经济人来充当,他就可以用自己的资产替换出银行投放到项目上的部分贷款,成为项目的股权持有者。而银行则可以一方面保留一部分贷款于项目之中以保持稳定的债权债务关系,一方面将部分债权转让给第三方的技术力量,使这部分债权转化成第三方的股权。上述设想从理论上来说是完全没有矛盾的,而且我们还可以从交易原则和制度的建立、相关资产定价的理论和方法、法律条件的约束等各个方面继续展开进一步的研究,同时也可以与实际部门取得联系,在时机成熟时通过实证对这项创意进行检验和完善。

三、项目融资债转股的经济绩效分析

项目融资债股权化的直接成果,是使项目投资的经济活动进入资本市场的范畴,形成项目投资的金融交易产品;是使本来缺乏流动性的项目投资成为一种可以用产权交易的方式来重新组合项目投资者的交易工具。项目投资原本只是使项目发起人和项目债权人之间产生经济关系,如果使项目融资债转股的经济活动成为现实,这种传统的二元经济人的关系将转化成三元经济人的关系,三方经济人都可以从项目融资债转股的交易中得到好处。首先是作为项目贷款来源方的银行经济人,通过项目债权的股权化,使原本需要长期被定期盼的贷款本利在较短的时间内直接以现金流的方式返回。而且由于银行的债权被转化成对项目技术十分熟悉的第三方经济人,银行增强了对项目进行间接监管的能力——这对银行信贷资金将能起到有效的保护作用,从实质上化解银行在项目贷款上所承担的风险压力,使之能更积极地进行项目投资的筛选和把握,极大地降低其机会成本。其次,作为项目融资债务方的项目发起人和经营主体,也从债务融资的财务风险下解放出来,获得与资产证券化绩效相同的好处;同时,由于第三方技术力量的直接加入,债务方也可以从技术上获得新的支持和帮助。如果项目融资债转股过程中新的关系人是与银行有可靠的信用关系,并且对项目技术知根知底的技术入股人,项目融资债转股后的效果将会更好。最后要说明的一点是,在传统的项目投资关系中,项目发起人所具有的优势在很多情况下是机会优势和政策优势以及可为其所占有的资源优势,但在技术资源方面却较为缺乏。所以,传统项目一般很少涉及新技术的开发和应用,即便要使用创新的科学技术,也会对其十分谨慎小心。这也是大量的科技发明和技术创新难以在生产实践中获得应用的原因之一。如果能组成项目融资债转股的市场,无疑可以使众多只具备技术优势而缺乏机会和政策支持的人找到进行技术投资的地方。他们只需花费较少的资金,就可以通过股权的途径将自身的技术资源带入目标项目之中,使之得到应用。另外,作为第三方的经济人和银行与项目债务人之间建立起的这种新的信用关系,可以打破后者之间的二元结构关系,组成多元化的项目经济人团队,从而充实项目投资的运行力量。

项目融资债的股权化是一种崭新的概念,是一片前人未曾涉及过的领域;项目融资债转股是一件源于我国现实经济情况和条件的新产品,尽管在其理论构架中包含了资产证券化和可转换债券的技术原理,但由于它的运用对象是项目投资,所以我们在其经济环境、政策条件、法律关系和产品定价等众多方面将面临全新的挑战。任何一个新的金融产品的诞生和营运,都与生成它的经济、社会、法律、市场背景是分不开的。资产证券化和可转换债券都是产生于经济发达的西方国家,其成熟过程也是在那些环境中完成的,之后才为我国学者所学习和运用。把这些源于西方经济强国的金融工具直接拿到我国这种新的经济环境中来使用,尽管不无成效,但始终只是一种借鉴。仅以借鉴的方式来营造我们的市场,是不利于金融创新能力的培养的。本文认为,从金融创新的需要出发,在我国的市场中做一些原发性的创建工作,是一种有益的尝试。如何整合我国的各项经济社会资源,使之成为新产品生成的沃土?如何从新产品的创意到各类社会经济条件的配置,全程构建我国的金融创新的生成之道?对于此类问题,通过项目融资债转股的尝试是有可能能够获得宝贵的经验的,这也正是项目融资债股权化问题研究最有价值的地方。为此,我们将以完成一项源于我国本土条件的金融工具创新为出发点,对项目融资债转股的问题进行更加深入的研究,为我国的金融创新实践做出有益的思考、探索和贡献。

[参考文献]

- 1.《论项目建设前期工作科学化管理的思路》,孙续元,武汉大学学报,2001.1
- 2.《投资项目资金时间价值风险的定量评价原理及运算方法》,孙续元,科学学和科学技术管理,2000.1
- 3.《金融学》,曹龙骥主编,高等教育出版社,2003.7
- 4.《投资项目评估》,周惠珍编著,东北财经大学出版社,2005.11
- 5.《金融工程》,(美)约翰·马歇尔等著,清华大学出版社,1998.7