

高速公路资产证券化融资的应用探讨

彭文峰

(湖南商学院 财务处,湖南 长沙 410205)

[摘要] 在阐述高速公路资产证券化融资的内涵及其研究与动态实践的基础上,文章分析了当前我国高速公路公司资产证券化融资的动因及其实施的可行条件,进而在兼顾投资者收益和融资者成本的前提下设计了四种高速公路资产证券化模式,为高速公路资产证券化融资提供有益的借鉴。

[关键词] 高速公路; 资产证券化; 证券化模式

[中图分类号] F50 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2009)01-0050-05

一 高速公路资产证券化融资及在我国的应用情况

高速公路资产证券化的范围一般包括高速公路整体资产(包括高速公路及其通行费等收入)证券化、高速公路信贷资产证券化和高速公路收费资产证券化。高速公路资产证券化融资是一种以高速公路这种缺乏流动性的资产为支撑,以其预期未来稳定的现金流收入(未来通行费等收入)为保证,最大限度的对该现金流实现破产隔离,通过对现金流进行资产重组和特有的信用增级方式提高其信用等级,在国内外资本市场发行高档证券筹集资金的一种融资方式。

美国的资产证券化发展迅猛,其资产支持证券市值占债务市场的32%,我国的资产证券化起步晚,资产支持证券市值不足1000亿元。1996年珠海高速公路公司(注册于开曼群岛)以珠海市机动车缴纳的管理费和外埠机动车缴纳的过路费为支撑发行了2亿美元债券。1997年8月广深高速公路项目发展商通过注册于开曼群岛的三角洲公路有限公司在英属维尔京群岛设立广深高速公路(控股)有限公司,并由其在国际资本市场发行6亿美元债券为广深高速公路建设融资;2005年12月26日,广发证券推出首个专项资产管理计划“莞深高速公路收费收益权专项资产管理计划”,募集金额5.8亿元,并于12月29日在深交所大宗交易系统正式挂牌交易。然而,资产证券化实践至今在高速公路建设融资上还没有更多的典型案例,更没有大范围的推广开来。高速公路资产证券化融资研究在国内已经兴起,但需要进一步发展完善,为高速公路建设融资提供必备的理论指导。

二 我国高速公路资产证券化融资的动因分析

高速公路资产证券化融资是利用高速公路未来通行收入作为支撑和来源的证券化融资方式,是一种完全的“自我滚动性”的融资模式。正是在这种金融创新思路下,许多通

常意义下不能创造资金融通的存量资产,都被转化成了投资人的特定资产组合,不仅为投资人提供了丰富的投资品种,也为发起人提供了更多的资金来源渠道。

(一) 增加资产流动性

无论高速公路经营企业是否拥有其他融资渠道,高速公路资产证券化都是一种增加资产流动性的方式之一。一方面,通过资产组合的真实销售,发起人可以迅速回笼资金,获得资产流动性。另一方面,由于大额的、缺乏流动性的原始资产已被拆细为小额的、可在市场上流通的标准化证券,发起人持有的该资产组合所支持的证券的流动性也得到提高。这种融资方式使得相对缺乏流动性、个别的高速公路资产转变为流动性高、可以在资本市场上交易的金融商品的手段。与此同时高速公路经营企业能够补充流动资金,用来进行另外的投资。高速公路的主要特点就是流动性资金,用来进行另外的投资。高速公路的主要特点就是流动性较差,无论经营公司,还是拥有高速公路贷款的金融机构,都有增加资产流动性的要求。

(二) 降低融资门槛

传统融资方式一般都是以借款方的综合信用为担保,而资产证券化则是一种收支导向型融资方式。按照现有股票和债券发行条件,许多高速公路经营企业的资信条件和盈利能力是不够条件的。资产证券化对企业的资信条件和盈利条件比起股票融资和债券都要低,高速公路经营企业可以满足证券化融资的相应条件。使得无法正常地从银行系统和资本市场上获得资金的企业,只要实施足够的信用增级措施并构架恰当的交易结构,就可以用其优质的高速公路资产为支撑来发行证券。所以,通过证券化,一个非投资级公司有机会以投资级利率筹集资金,而且还有利于企业树立良好的信誉形象。这一点对我国的绝大多数高速公路经营企业具

[收稿日期] 2008-12-25

[作者简介] 彭文峰(1967-),女,湖南双峰人,湖南商学院财务处高级会计师。

有重要意义。通常企业拥有优质收费高速公路资产,却苦于信用级别太低而难以进入高等级资本市场筹资。

(三)降低融资成本和风险

作为一种表外融资方式,证券化融资有利于改善高速公路经营企业的各种财务比率,提高资本的运用效率。一般来说,利用证券化方式融资,其成本低于企业债券,高于国债。便于债务管理,因为这种模式在开始就已经确定了还债方式和还债来源,无须最后筹措还债资金,这无疑减轻了高速公路经营企业的债务管理负担。由于通过资产证券化发行的证券具有比其它长期信用工具更高的信用等级,因而可以降低融资成本,不同于其他债务性融资,无须披露公司的整体资信和经营状况。高速公路线路里程越多,车流量越大,可筹借的资金规模越大,可长期利用。

(四)提高资产收益率

利用资产证券化,高速公路管理公司出售资产虽然会放弃部分收益,但盘活非流动性资产带来了加快资金循环、改善资本结构的好处。资产周转率的提高,使高速公路管理公司能够在同等的资产基础和经营时间内创造出更多的收益,从而提高资产收益率。另一方面,高速公路管理公司常常可以继续以服务商身份保留对该资产的管理服务,通过赚取服务费获得收益。而且,当资产组合以低于其自身收益率的利率出售时,发起人可以获得利差收入。该利差收益除了反映服务收费外,还包括为收回款项做出努力的超额回报。

(五)引入民间资本

目前我国民间资本相当充裕,如果能充分挖掘民间资本的潜力,那么融资难的问题将迎刃而解,这也正是当前解决我国的融资困境的立足点。现有投资体制非常不利于投资,表现在居民投资渠道狭窄,这一点可以从居民资产结构的严重失衡中得到论证。可以这样说,我国居民除了将钱存入银行或投入股市、债市外,没有更方便的投资途径。而高速公路收费的稳定性和可预测性可以吸引民间资本的投入。高速公路资产证券化融资这种方式恰恰为民间资本的注入提供了一个良好的渠道。

三 我国高速公路资产证券化融资的可行性分析

(一)高速公路资产回报率较高

高速公路建设不仅投资需求大,而且回报率也较高。据世界银行统计,在世界银行1974-1992年援助的基础设施项目中,高速公路平均投资收益率达到29%。由此可以推断,我国在高速领域存在着大量的能产生稳定的未来现金流的资产,适合作为资产证券化融资的基础资产的存量资产数量很大。沪深两市11家高速公路上市公司平均主营业务利润率为51.25%,平均净资产收益率为7.11%,可见,投资于收费公路的回报率还是较高的,同样也可以吸引投资者投资于公路收费支撑证券。

(二)宏观环境与市场机制逐渐完善

从近年来我国资本市场,尤其是证券市场的发展来看,中国证券市场的总量逐步扩大,结构上进一步深化。从市场的监管体制来看,已初步形成了以中国人民银行、中国证监会和中国保监会为主的监督管理体系,并在金融、证券、保

险、金融创新和衍生金融工具的监督管理的能力和力度上都取得了长足的进步,积累了丰富的实践经验。完善了相当一部分经济法律法规,使得资本市场能按市场的规则在法制的框架下运转。如:《公司法》、《证券法》、《合同法》、《会计法》、《担保法》、《信托法》、《破产法》、《公路法》等及相应的配套法规的制订和修订,均有利于资本市场的健康发展,为高速公路资产证券化在中国的实践提供了法律基础。

(三)微观基础和市场动力已经具备

随着现代企业制度的深入推行,国有企业逐步向“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的格局转变,对现代企业制度有了较为深刻的理解,对风险与收益、市场融资的认识也逐步提高。在各省市高速公路投融资的实践中,市场化融资的雏形初步形成。在许多省份,“一个路一个公司”的项目法人制在高速公路建设中已经广泛开展。高速公路公司作为高速公路资产证券化融资的潜在发起人,其日益市场化的运作奠定了高速公路资产证券化融资的微观基础。

(四)资产证券化的资金面比较充裕

资本市场的投资者是证券的购买者,也是资金的供给者,一般包括机构投资者和个人投资者。经政府的着力培育,我国已有一大批机构投资者参与证券市场的投资。我国的民间资金分布分散,规模庞大、且不断呈上升趋势。亚洲开发银行的一份调查显示,中国民间资本总量超过11万亿元,虽然自2001年起,国内民营经济占全社会的投资比重已上升到44.6%,民间投资近年来年均增幅都基本稳定在20%左右,2002年增幅几乎是2001年的2倍,全年投资总额达到了12182亿元,但是与民间资本存量相比,现在的民间资本还基本上处于“蓄势待发”阶段。因此,激活、动员民间资本,让它流动到国家基础设施建设上来,正大光明地创造和追求阳光下的利润,理直气壮地分享属于自己的财富,是每一个地方政府的责任。此外,如果允许一些机构投资者,如社保基金等的进入,将为资产支撑证券的发行提供更有利的支持。

(五)中介机构日益发展完善

2005年我国各类证券公司有116家,基金公司33家,专业证券投资咨询机构86家。我国的证券公司从无到有,从不规范到完善,已经逐渐构筑了发行人与投资者之间的桥梁。资产证券化过程中需要的服务人、受托管理人等都可以由这些证券公司来担任。同时,我国已培养了一大批从事证券业务的专业人才,吸引了大批“海归人士”,带来了国外先进的证券市场运作的经验,这些都为资产证券化市场的发展提供了条件。

四 高速公路资产证券化融资的运作模式设计

(一)我国高速公路资产证券化融资运作模式设计原则

一般来讲,采用哪种方式取决于资产证券化的目的。当资产证券化的目的是为了提高资本充足率以及满足资本限制时,应考虑采取表外处理的方式;当资产证券化的目的是为了增加融资渠道,使融资方式多元化时,可以考虑采取表内处理的方式,这样做可以避免表外处理的复杂结构。实现高速公路资产证券化的目标主要是使缺乏流动性的高速公

路资产能够变现为流动资金用于解决困难。我们只要使具有一定交通量的高速公路及各种税费收入形成独立的具有优良等级的资产,在国内外市场上发行高等级的证券筹集资金。而是否采取经由特别载体 SPV 进行交易并不是高速公路资产证券化的本质特征,而是其交易结构模式之一。那么我们可以这样理解新的高速公路建设或者偿还短期贷款。当然传统的证券化融资也可以完成这个目标,不过只有政府和信誉卓越的大公司才能以低成本采用这种方式融资,而高速公路公司多是些中、小公司,进行传统的证券化融资存在一定障碍,只要我们设计的运作模式能够使投资者的投资风险降到一定的限度,使其愿意投资于这种方式建立的证券产品,并且使发起方的融资成本降低到可以接受的范围,就可以称之为较好的高速公路资产证券化的运作模式。

(二)我国高速公路资产证券化融资运作模式设计

高速公路资产证券化是一种结构性融资,根据其所要实现的目标的不同,交易结构的设计也有所不同。但不论采取哪种模式,都会涉及到高速公路资产的未来现金流分析、资产重组、风险隔离以及信用增级等一系列复杂的技术问题,而在具体实施这些过程中,又会牵涉到法律、会计、监管和税收等多方面的问题。因此,尽管资产证券化在国外具有多种可供选择的运作模式,但我国高速公路融资中具体采取哪种模式,还是要根据我国现实的法律制度环境做出选择与设计。据此,笔者提供以下 4 种可供选择的模式。

模式一:在担保公司债模式下,高速公路公司将高速公路未来可预见的稳定的通行费等税费收入设为担保,并将其作为首要的支付来源,向机构投资者以及私人投资者销售额

定公司债券。我国《破产法》规定,“已作为担保物的财产不属于破产财产;担保物的价款超过其所担保的债务数额的,超过部分才属于破产财产”,“破产宣告前成立的有财产担保的债权,债权人享有就该担保物优先受偿的权利”。因此,在发行人破产时,投资者只要能就被证券化的高速公路未来现金流享有担保物权,就可免受发行人破产的影响。根据我国《担保法》,权利可以设立质押,据此投资人所持有的证券就代表了对未来现金流享有的一种权利,而被证券化的高速公路未来现金流作为担保物首先用来偿还投资者的本金,从而能够实现破产隔离。但在这种模式下,用于担保的资产仍然停留在融资方也即发起人的资产负债表上,与发起人的其余资产混在一起。因此,必须设计一种风险隔离机制,以达到与 SPV 所能实现的破产隔离体制类似的效果。为了实现这一目标,除了应对这种担保按照物权变动的公示原则进行质押登记外,还应该对被证券化的高速公路资产的未来现金流收入指定专门的托管机构进行托管。那么在模式一中,我们选择使用信托机构对担保物进行托管,根据我国《信托法》,对财产的合法财产权利也可作为信托财产设立信托。担保权作为一种财产权利显然可以作为信托财产设立信托。因而类担保公司债信托模式在我国现行的法律环境下是可行的。这种债券通常具有巨额的准备金账户,并且常常由外汇担保和有限额外担保提供支持,提高了证券化资产的信用等级。类担保公司债模式的具体操作详见图 1。此模式是一典型的表内模式,可以避免表外模式下的诸多法律难题,而且由于不用设立专门的证券化载体 SPV,交易环节少,因而能够大大节省交易成本。

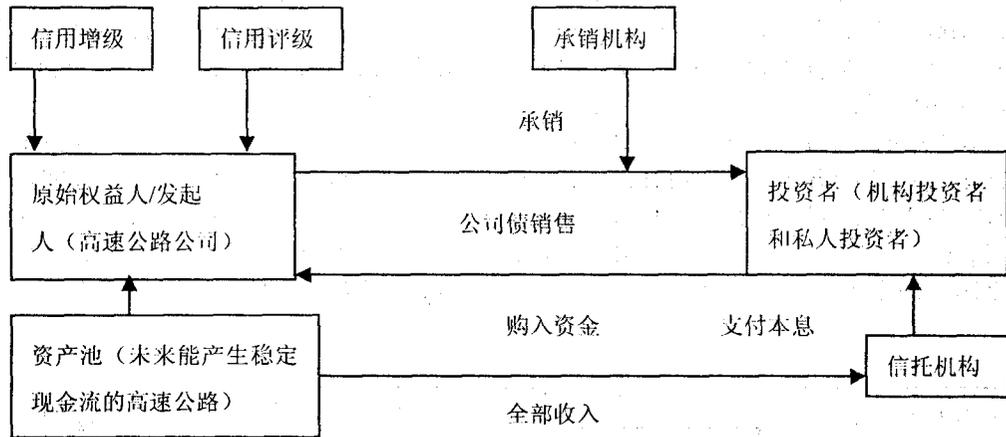


图 1 类担保公司债模式

模式二:政府型 SPV 模式

在此模式下,建议由交通部和财政部共同出资成立全国性的政府型特设机构(SPV),以下将其称作高速公路抵押证券公司。这种模式有《公司法》中有关国有独资公司的规定为依据,而且依照《公司法》,国有独资公司也有发行公司债券的资格,因而此种模式很有现实性和可操作性,基本上不存在法律障碍。将要实施资产证券化融资的高速公路收费权出售给高速公路抵押协会,获得销售收入,高速公路抵押

证券公司将购买的高速公路收费权进行资产重组,形成资产池,对该资产池进行信用增级和信用评级;向投资者发行证券获得发行收入,资产池由某高速公路管理机构代为经营管理(服务人),服务人将收入中用于偿还证券本息的部分移交某金融机构管理,剩余部分移交高速公路抵押证券公司,接受委托的金融机构对投资人支付本息。政府设立 SPV 模式的具体操作详见图 2。

此模式特点是 SPV 是由政府设立的全国性机构,在所

有信用中,政府的信用等级最高,政府主办可以消除投资者疑虑,起步时就得到投资者最大程度的接受。政府主办可以凭借政府权威,对抵押资产和审批程序进行标准化。由于发起人将用于高速公路资产证券化的资产真实出售给高速公路抵押证券公司,该资产实现了完全的破产隔离,是一种结构最完全的表外高速公路资产证券化模式,即最规范的高速公路资产证券化融资模式。能够得到证券市场的广泛认可。

有利于推动资产证券化市场的发展。从长远角度考虑,这是一个较理想的方案。

因此,由交通部和财政部共同出资设立 SPV 是一个比较现实可行的选择,其后可以通过发行公司债券以募集资金。其经营业务为专门购买高速公路资产并发行资产支撑证券。另外,政府型的 SPV 也可以在几个大城市由交通厅联合发起设立。

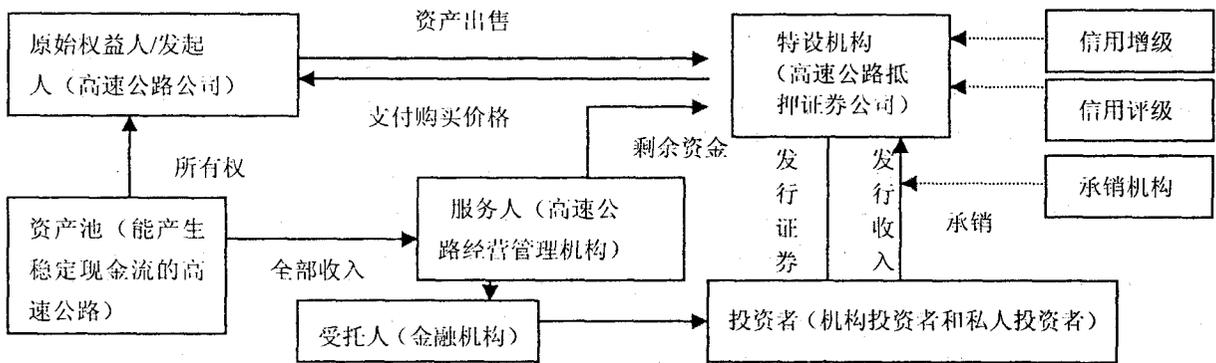


图2 理论设立 SPV 模式

模式三:特殊目的信托 SPT 模式

信托公司具备很强的财产隔离功能,其财产隔离功能受到《信托法》、《信托投资公司管理办法》和《资金信托管理暂行办法》的强有力的支持。《信托法》第 15 条规定:“信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别。”也就是说,信托设立以后,信托财产即从委托人的自有财产中分离出来,具有一定的独立性。《信托法》第 16 条规定:“信托财产与属于受托人所有的财产(以下简称固有财产)相区别,不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分。”第 28 条规定:“受托人必须将信托财产与其固有财产分别管理,分别记账。”《信托投资公司管理办法》第 5 条也规定:“信托财产不属于信托投资公司的固有财产,也不属于信托投资公司对受益人的负债。信托投资公司终止时,信托财产不属于其清算财产。”信托设立以后,信托财产处于一种特殊的独立地位,受托人也就取得了管理、运用和处分信托财产的权力,但

是信托财产并非就是受托人的固有财产。就受托人自身来说,必须依法将信托资产与其固有资产分开,分别进行管理,分别记账,不得将信托财产转为其固有财产,也不得将信托财产视为其固有财产的一部分对外承担责任。由于信托财产与受托人的固有财产相独立,信托财产并非受托人债务的共同担保,亦即无论是受托人固有财产的债权人,还是受托人所管理的其他信托财产的债权人,该信托财产均不得主张强制执行。信托财产的该项特征保证了信托财产区别于发起人其他财产和 SPV 的固有财产,具有不可侵犯性,很好的实现了破产隔离。

以信托形式建立的 SPV 被称为特殊目的信托(SPT, Special Purpose Trust),作为受托人的 SPV 是法律规定的营业受托人,通常是经核准有资格经营信托业务的银行、信托公司等。是一种具有长期规划性质、富有弹性空间且能充分保障受益人的机构。具体操作见图 3。

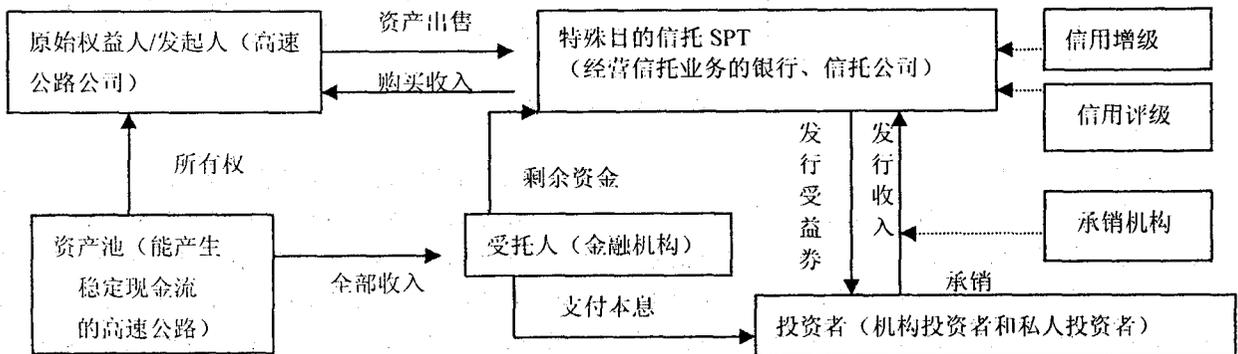


图3 特殊目的信托 SPT 模式

《信托投资公司管理办法》第9条规定,信托投资公司不得发行债券;另外《资金信托管理暂行办法》规定,信托公司办理资金信托业务不得通过报刊、电视、广播和其他公共媒体进行营销宣传;其次在客户对象上存在限制,必须是具有一定投资实力的机构或个人,因为单笔资金不得少于5万元,同时每个集合信托计划的投资人不得超过200人。在这种模式中,如果SPT是银行就可以避免这些障碍;如果SPT是信托投资公司,为了避开以上法规障碍衍生出两种模式:SPT衍生模式一:SPT签发企业销售型,即SPT签发受益券并将其出售给资产池原始权益人(高速公路公司),在通过高速公路公司向投资者销售受益券。SPT衍生模式二:SPT委托银行型,即SPT委托具有发行债券资格的银行设计和发行债券。

模式四:离岸模式

由于在我国设立SPV在法律上存在障碍,并且很难避免双重税负的问题,因此在国内设立SPV在现行的法律制度下很难实施,因此,为了更好的实现高速公路资产证券化的目标,避免现行的法律障碍,离岸模式成为一种很好的选择。所谓离岸模式,就是将以上几种模式中的信用评级、信用增级以及特设机构的建立和证券的发行移至国外进行,以实现真实出售和破产隔离,并可以避免双重税负。这种模式早在1996年,珠海市人民政府就在开曼群岛注册了珠海市高速公路有限公司,成功地在境外发行了资产支撑证券。1997年,广深高速公路也实现了离岸的高速公路资产证券化融资。当然,用何种模式进行离岸操作,要根据具体的情况进行选择,这里笔者不进行具体的分析。

在我国现行的法律环境下,模式四可以避免我国有关法律和税收制度方面的不确定性,是实施高速公路资产证券化较为成熟的模式。但考虑到目前我国尚未实行资本项目的自由兑换,离岸模式将面临汇率变化对外汇现金流的稳定性的影响的问题。另外考虑离岸模式的主要程序都在海外进行,投资者也是海外的,因此对我国的证券化发展很难起到

大的促进和实践作用。因此,我们应该克服困难,争取在我国实行其他三种模式的高速公路资产证券化融资。模式一交易结构简单,不需要设立SPV,降低了融资成本,在我国现行环境下基本上不存在什么障碍,在现行法律制度下,是较为满意的模式,但并不是真正规范的资产证券化模式。模式三隔离效果好,在我国现行体制框架和市场环境下存在一定的难度,不过可以通过两种衍生模式得到解决,是我国高速公路资产证券化下一步的试行模式。另外模式二是一种较为规范的高速公路资产证券化融资的模式,并具有很高的信用等级。从长远考虑,该模式是我国未来高速公路资产证券化发展的可行的标准、完善和高效的一种模式,尚需要交通部和财政部共同商讨研究。

[参考文献]

- [1] 陈建军. 高速公路建设融资实施资产证券化创新研究[J]. 中国西部科技, 2004(4): 91-92.
- [2] 王国开. 资产证券化论[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 1999.
- [3] 姜军, 陆正峰. 浅谈高速公路项目融资与公司融资[J]. 交通财会, 2003(8): 42-45.
- [4] 汤超. 高速公路项目融资渠道分析[J]. 华东公路, 2000(4): 69-72.
- [5] 唐建新, 杨军. 基础设施与经济发展——理论与政策[M]. 武汉: 武汉大学出版社, 2003.
- [6] 陆正峰. 高速公路基础设施融资的项目化与公司化[J]. 西安公路交通大学学报, 1999(1): 59-63.
- [7] Elizabeth Mays. Credit risk Modeling: design and application G. P. C.
- [8] 1td. Chicago 1998.
- [9] Zaik, E., J. Walter, J. G. Kelling. RAROC AT bank of America: From theory to practice[J]. Journal of Applied Corporate Finance, Summer, 1996.

Discussion on the Application of Assets Securitization on Highway Financing

PENG Wen - feng

(Hunan Commercial College, Changsha 410205, China)

Abstract: Based on describing the connotation, research and practice situation of highway financing of assets securitization, this article analyses the motivation and feasibility of the securitization, then, with consideration to the benefit of investors and the cost of financiers, design a Special Purpose Trust mode to provide some useful reference for the highway financing by assets securitization.

Key words: highway; assets securitization; Special Purpose Trust mode