

我国小水电项目的资产证券化模式探讨

李 明

(江西财经大学经济学院,江西 南昌 330013)

摘要 介绍资产证券化(ABS)的概念,分析 ABS 融资模式的特点,探讨在小水电项目中应用 ABS 融资模式的优越性和可行性,并通过对小水电项目资产证券化的供求分析,提出小水电项目 ABS 的基本运作程序和基本模式。

关键词 :ABS 项目融资;小水电项目

中图分类号 :F407.9 **文献标识码** :A **文章编号** :1006-7647(2009)02-0066-05

Study on the asset-backed securitization modes in a small hydropower project in China //LI Ming(School of Economics , Jiangxi University of Finance and Economics , Nanchang 330013 China)

Abstract : The concept of asset-backed securitization (ABS) is introduced. The characteristics of the ABS financing mode are analyzed. The superiority and feasibility of the ABS mode applied in a small hydropower project is studied. Through the supply and demand analysis of the asset-backed securitization modes in small hydropower projects , the basic operational procedure and the basic pattern of the ABS mode in a small hydropower project are put forward.

Key words : asset-backed-securitization (ABS); projects financing ; small hydropower project

1 资产证券化(ABS)概述

1.1 ABS 的概念

ABS 融资是 Asset-Backed-Securitization 的英文缩写,指的是以项目所拥有的资产为基础,以该项目资产可以带来的预期收益为保证,通过在国际资本市场上发行债券等金融产品筹集资金的一种项目融资方式。概括地说,ABS 融资就是“以项目所属的资产为支持的证券化融资方式”。ABS 融资模式的目的在于通过其特有的提高信用等级的方式,使原本信用等级较低的项目照样可以进入高档证券市场,并利用该市场信用等级高、债券安全性和流动性高、利率低的特点,大幅度降低发行债券和筹集资金的成本。

1.2 ABS 的特点

a. 融资成本低。ABS 融资方式是通过在国际证券市场上发行债券筹集资金的融资方式,这是其不同于其他项目融资方式的最大优势。与 BOT 等融资方式相比,ABS 融资方式涉及的环节较少,在很大程度上减少了佣金、手续费等中间费用,其债券利率一般较低,从而可以降低融资成本,特别适合大规模地筹集资金。

b. 融资风险低。ABS 融资方式隔断项目原始

权益人自身的风险和项目未来现金收入的风险,使其清偿债券本息的资金仅与项目资产的未来现金有关,加之在高档级证券市场发行的债券是由众多的投资者购买,从而分散了投资风险。

c. 独特的金融创新优势。ABS 通过组建特别目的公司(special purpose vehicle,SPV)发行高档投资级债券募集资金,这种负债不反映在原始权益人自身的资产负债表上,从而避免了原始权益人资产质量的限制。同时,利用成熟的项目融资改组技巧将项目资产的未来现金流量包装成高质量的证券投资对象,充分显示了金融创新的优势。

d. 充分利用了国际资本市场。作为证券化项目方式融资的 ABS,由于采用了 SPV 增加信用等级的措施,从而能够进入国际高档证券市场,发行易于销售、转让以及贴现能力强的高档债券,并且还能在二级市场进行转让,变现能力强,投资风险小,具有较大的吸引力,易于债券的发行和推销。

2 小水电项目 ABS 融资的可行性分析

2.1 小水电项目的特点

a. 小水电是国际公认的可再生绿色能源。与其他可再生能源(太阳能、风能、生物质能等)相比,

其技术比较成熟、造价低,非常适合于分散的农村供电及电气化建设,其开发利用有利于能源结构的调整优化,有利于人口、资源、环境的协调发展和经济社会可持续发展。

b. 小水电是大电网的有益补充。小水电资源主要分布在边远地区、少数民族聚居地区,具有分散开发、就地成网、就地供电的特点,发电和供电成本相对较低,可以弥补大电网难以伸延或伸延不经济的空白,具有不可替代的优势。

c. 小水电建设周期短、见效快。当今的小水电技术是已经得到充分验证的成熟技术,电站的建造不复杂,所需工艺比较简单,可广泛适用于各地的不同条件,并可大量利用当地的劳动力和材料。小水电站运行方式多种多样,既可简单人工操作,也可以全自动计算机化控制。运行寿命长,坚固耐用,价格稳定。

d. 成本相对较低。小水电规模适中,投资省,有利于调动多方面的积极性,适应国家、地方、集体、企业、个人开发。小水电资源可以就近供电、就近利用,不需要高电压大容量远距离输电,发电成本和供电成本相对较低。

2.2 小水电项目 ABS 融资的可行性论证

a. 缺乏规范畅通的资金渠道使小水电项目 ABS 融资成为可能。小水电是国际公认的可再生绿色能源,与其他可再生能源(太阳能、风能、生物质能等)相比,其技术比较成熟、造价低,非常适合于分散的农村供电及电气化建设,其开发利用有利于能源结构的调整优化,有利于人口、资源、环境的协调发展和经济社会可持续发展。但长期以来我国小水电建设项目没有规范地纳入各级财政预算和计划,国家对小水电开发缺乏资金投入及其他必要的资金支持。目前小水电开发资金大部分来源于商业银行贷款,取消农村水电建设专项贷款后,小水电开发主要依靠当地商业银行贷款。但许多小水电地处贫困山区,资金十分有限,由上级银行拨付转贷会加大放贷成本和风险,造成贷款渠道不畅。没有规范和畅通的资金渠道,直接影响和制约了小水电的发展。ABS 融资无疑为小水电发展带来了新的融资渠道,缓解了小水电发展资金渠道不畅的矛盾。

b. 小水电项目良好的盈利能力和稳定的收益预期符合 ABS 融资的基本要求。小水电规模适中,具有分散开发、就地成网、就地供电的特点,可大量利用当地的劳动力和材料,不需要高电压大容量远距离输电,发电成本和供电成本相对较低。投资省、工期短、见效快,具有良好的盈利能力及未来相对稳定的经营现金流,对证券市场上的各方资本而言有

相当大的吸引力。上市水电企业可以利用证券市场筹集到的资金收购母公司或集团以外的优质小水电资产,未来这些优质水电资产将成为相关上市公司重要的盈利来源。小水电项目收入安全、持续、稳定,符合资产支持证券化融资的基本要求。可以考虑由资信卓著、实力雄厚的电力财务公司发起设立作为发起人与投资者中介的特殊目的载体,依托电力财务公司自身的良好资信设立信用级别较高的电力资产证券化产品,或向电力资产证券化产品提供担保,提高电力资产证券化产品的信用级别。

c. 小水电发展的巨大资金需求为 ABS 融资提供了广阔的应用空间。我国小水电建设面临巨大的资金需求,根据水利部对 21 世纪头 20 年我国小水电发展做出的战略规划,到 2020 年我国将建成 300 个装机容量 10 万 kW 以上的小水电大县,100 个装机容量 20 万 kW 以上的大型小水电基地,40 个装机容量 100 万 kW 以上的特大型小水电基地,10 个装机容量 500 万 kW 以上的小水电强省。按现在的标准(每千瓦投资 7000~8000 元)估算,总投资大约需要 9800 亿~11200 亿元。小水电发展的巨大资金需求和大量小水电投资项目为 ABS 融资提供了广阔的应用空间和物质基础。

d. 我国具有 ABS 融资的良好环境。我国高速度的经济增长,使我国经济具有了比较强的投资价值,国外一些较大的金融中介机构更是纷纷看好我国的 ABS 项目融资市场。随着《票据法》、《信托法》、《保险法》、《证券法》等法律的出台,已经初步具备了 ABS 融资的法律环境,标志着开展 ABS 融资模式是必然的发展方向。

2.3 小水电项目 ABS 融资的优越性

a. 提供了一种低成本的融资渠道。小水电项目作为一种清洁的可再生能源,日益受到关注和重视,越来越多的小水电项目开发建设需要大量的资金,而小水电项目资金占用时间长、投资回收期长。目前国内流行的 BOT 操作复杂、环节多、难度大,融资成本也因中间环节多而增高。采用 ABS 模式只涉及原始权益人、特设信托机构 SPV、投资者、证券承销商等几个主体,容易操作,其债息率较低,从而最大限度地减少了佣金、差价等中间费用,使融资成本降至最低水平。小水电项目的借款者由此可以最大限度地筹集更多的资金,提高了借款者的融资能力。

b. 降低了融资风险,分散了投资风险。ABS 融资项目原始权益人自身的风险与水电项目收益的风险是隔离的,清偿追索权仅限于水电融资项目的资产和收益,投资者不能追索到项目原始权益人的其他资产,从而使原始权益人所负担的资产运作风险大幅度

降低;ABS 融资项目的投资者是资本市场上的债券购买者,其数量众多,债券可在二级市场流通,并经过 SPV 的“信用增级”使投资者免受水电资产质量风险的损失。此外,被重组的资产可以是单一的,也可以是大量小水电资产汇集而成的“资产池”(asset pool),从而可以在许多债务人中间分摊违约风险。另外,小水电项目资产证券化后,政府通过监管证券市场可以调控融资规模,进而调控投资规模。

c. 可利用国际资本市场融资。ABS 融资方式摆脱了信用评价等级的限制,在对 ABS 进行信用评级时,评级机构所考虑的主要是现金流的质量和交易结构的安全性,而与原始权益人自身的信用等级无关,加上 SPV 很高的资信等级,高信用等级的 SPV 受让原始权益人水电项目资产,使 ABS 融资风险仅涉及项目未来现金收入风险,从而大幅度提高信用评级,由信用级别高的专业金融担保公司担保 SPV 按期按量支付本息,使 ABS 融资项目的信用级别提高到金融担保公司的水平,从而使信用等级较低的机构可以进入高等级的资本市场。这样我国的小水电企业和项目可进入国际高档级证券投资市场,使其充分利用国际资本市场成为可能。

d. 促进了小水电企业管理水平的提高。ABS 融资是一种非公司负债型融资方式,在 ABS 交易中,原始权益人与 SPV 之间是真实的买卖交易,即使预期的现金流无法弥补投资者的本息,原始权益人也不受追索,因此 ABS 融资不构成外债。同时,通过资产证券化可以明晰小水电项目的产权,增强项目管理者 and 投资者的风险防范意识,投资者可以自主决策所投资项目,从而优化投资决策,提高投资效率。投资者虽然不拥有股权,也没有投票参与决策的权利,但由于其收益安全与资产服务人的资产管理情况密切相关,他们会更关注水电企业的经营情况,这样有助于促进企业管理水平的提高。

3 小水电项目 ABS 供求分析

3.1 标的资产来源分析

小水电工程能形成证券化资产的有效供给有 2 个要素:①资产具有可证券化的一些特点,如未来稳定现金流,具有高质量、标准化的合同条款等;②资产的所有者要有将其证券化的要求。对资产流动性有着迫切要求的金融机构和小水电企业将成为小水电证券化资产的供给方,而小水电 ABS 标的资产的来源主要是以下 2 个方面:

a. 商业银行的小水电工程贷款。国有商业银行的一些小水电工程贷款不但占用了部分银行资产,同时也严重影响了银行资产的流动性,降低了银

行的资本充足率。因此,出售贷款进行 ABS,提高资本充足率是银行的必然选择;而贷款期限相对较长的小水电工程贷款则是商业银行进行 ABS 的合理对象。

b. 小水电基础设施建设投资。目前,小水电的开发利用率普遍较低,但由于小水电对可持续发展及农村、小城镇电气化发展有重要作用,各国将逐渐加大小水电的开发力度。寻找新的融资方式是小水电开发的必然要求,而小水电 ABS 则是解决问题的新方法。小水电基础设施投资所形成的资产有稳定的现金流入,易于进入证券化市场,是小水电 ABS 的重要对象。在财政拨款和单纯的银行贷款不能解决小水电资金来源的情况下,可以通过 ABS 进行市场融资,将基础设施 ABS 后出售,从而形成小水电开发资金的另一来源。

3.2 市场需求载体分析

参与小水电 ABS 市场的投资者既是需求的载体,也是决定市场需求的最终力量,这种力量的大小取决于投资者的类型及其特点。在金融资产的拥有者中,机构投资者是证券化资产需求的主力军。保险机构、养老基金、住房公积金、专业投资基金等机构投资者有资金来源分散、资金量大且存续期长等特点,需要寻找收益稳定、期限长、组合灵活的投资工具,ABS 较好地满足了机构投资者的需求。在 ABS 发达的美国市场上,其需求主要是机构投资者。但在我国,机构投资者队伍落后,证券市场上个人投资者所占的比重相对较大。但未来 ABS 市场上潜在的机构投资者类型,不外乎包括养老基金与失业保险基金在内的社会保障基金管理机构、商业保险公司、证券投资基金以及海外机构投资者。

4 小水电 ABS 的运作

4.1 运作程序

小水电 ABS 参与主体主要由发起人、特设机构、担保机构、保险公司、证券服务机构、政府部门、证券经营机构组成:①原始权益人(发起人)有水利贷款的银行或小水电企业。②特设机构(SPV):由水利部门和国有金融机构共同出资组建的有限公司,或电力集团成立的独资公司,具体的组织形式视发行的债券种类而定,其职能是购买证券化资产,发行债券。③担保机构:包括可能成立的专门 ABS 担保公司和现已存在的商业担保公司或国外的担保公司,其主要是为发行的债券进行信用增级。④保险公司:为小水电的建设及其安全运行提供财产保险、人寿保险和信用保险等险种的保险公司。⑤证券专业服务机构:包括会计事务所、律师事务所、资产评估

估机构等,其主要为债券的发行提供中介服务。
⑥政府部门:包括政府认证、审批、信用支持及对小水电 ABS 进行专门管理的机构。
⑦证券经营机构:包括证券公司和信托投资公司,主要职能是证券承销、经纪服务、证券自营及财务顾问、资产管理等。

小水电 ABS 的运作程序见图 1。

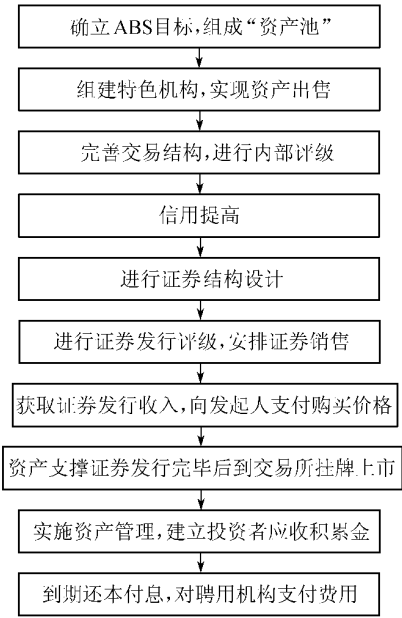


图 1 ABS 的运作程序

4.2 基本模式

4.2.1 过手债券

过手债券是小水电 ABS 的一种可行工具,特别适合于商业银行的小水电贷款;过手债券相应的 SPV 应是水利部门或国有商业金融机构成立的专门从事小水电 ABS 的金融信托机构,具有独立的法人资格。发起人(国有商业银行)把小水电的贷款组合真实出售给 SPV,银行贷款出售所得的资金作为银行的收入。SPV 经过对资产的“破产分离”、“信用增级”等包装运作,然后把资产组合的所有权证书出售给投资者,每个证书都代表整个贷款组合的不可分割利益。这时的 SPV 以信托的形式管理组合资产,投资者是信托人,SPV 是受托人,银行仅是服务机构,它对资产的服务只是收取一定的服务费。过手债券的信用增级形式应为其他担保公司或金融机构提供的担保单承诺或担保信用证。它的交易结构见图 2。

过手债券的特点 ①对发起人(商业银行)而言,过手债券的发行有利于解决资产流动性、利率风险以及违约风险;②对发行人(SPV)而言,此类债券不出现在发行人的资产负债表上,发行人只起管理作用,从借款人处收取的本息都将按一定比例“过手”给投资者;③债券的发行人只收取一定的服务费(约

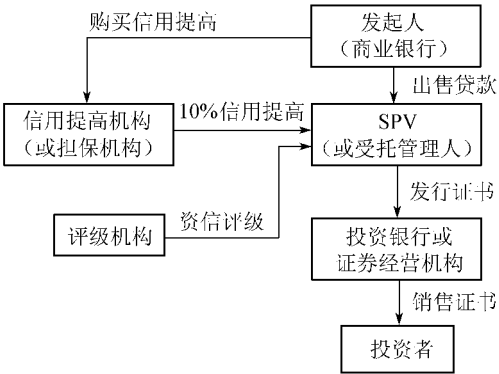


图 2 过手债券交易结构

为借款人应偿付现金流的 0.5% ~ 2.0%)。存在的主要问题:①较明显的结构性弱点,各种过手债券的实际到期日都有一定的不确定性,短期债投资者不感兴趣;②现金流预测比较困难;③市场利率下降时,面临较大的提前偿付风险。

4.2.2 资产担保债券

资产担保债券实际上是传统的有担保债务工具的一种延伸。不过在传统的证券发行方式下,偿债的主要来源资金是发起人未来的整体收益,而资产担保债券的偿债资金来源从本质上是特定资产组合所产生的现金流,或由第三方提供的信用支持来偿付特定的债务。在以资产担保债券形式进行融资时,发起人(原始权益人)一般为地方电力公司或进行小水电流域开发的水利电力集团公司,标的资产为现有的小水电资产。由于 SPV 一般设计成发起人控制的实体,在小水电 ABS 融资时,SPV 应由地方电力公司出资设立,或由进行小水电流域开发的水利电力集团公司出资设立。在进行信用增级时一般采用从属参与或超额担保。出售的资产组合为证券化的水电工程设施一定时期的水费、电费或航运费的收取权益。由于 SPV 是原始权益人的子公司,“真实出售”不明显,现行的西方会计实务一般把其视为担保融资业务,确认为一项负债,特定的小水电工程资产仍留在发起人的资产负债表中。其交易结构如图 3 所示。

资产担保债券的主要特点:①债券为发起人的

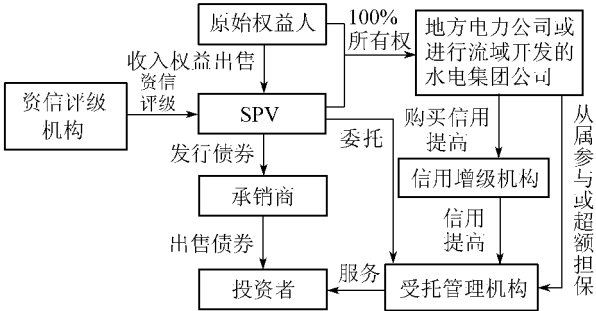


图 3 资产担保债券交易结构

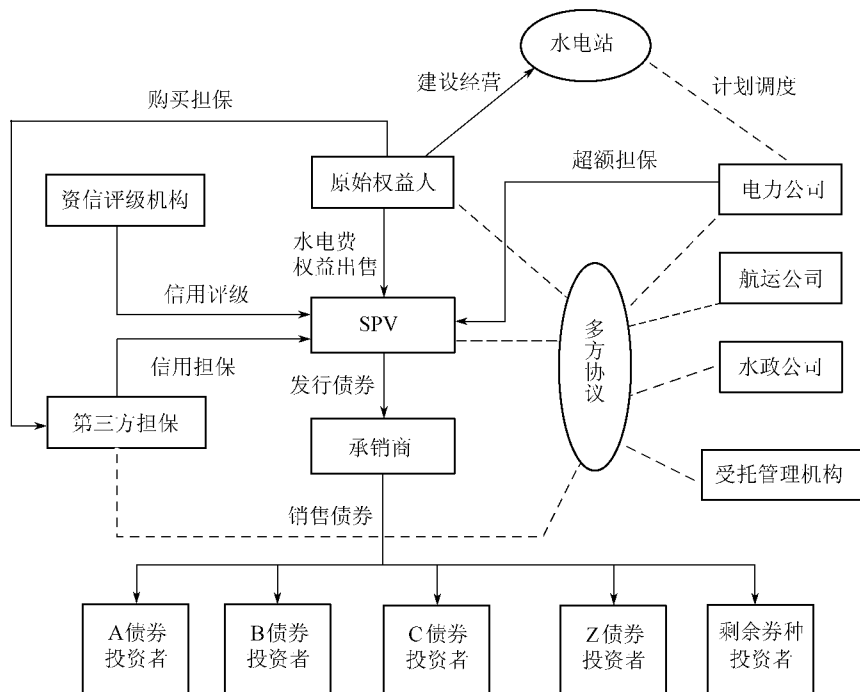


图4 转付债券交易结构框

负债 ;②资产的转移一般认为是担保融资 ;③操作简单 ,可行性强 ,可充分利用已有的资源 ;④是流域阶梯开发或集团公司融资开发新项目较为理想的融资模式。存在的问题 :①不能改变企业的财务杠杆比例 ;②收费权益出售的问题涉及法律条款较为复杂 ;③若 SPV 对原始权益人的资金支付被认为是贷款的话 ,SPV 必须有一定的贷款保证金 ,这就增加了融资的成本。

4.2.3 转付债券

转付债券是把过手债券和资产担保债券的优点集于一体的一种债券。在转付债券中 ,存在着若干等级具有不同规定、不同合同期限的债券 ,它们的偿还资金都来自同一个组合资产池。不同期限的债券满足了不同的投资者 ,如转付债券中的短期债券对寻求规避利息风险的投资者具有吸引力 ,而长期债券由于有赎回保护的条款 ,因而满足了投资者规避赎回及再投资的风险。转付债券的发起人和资产担保债券一样是水电类企业 ,不过 SPV 的设立一般独立于原始权益人 ,是由水利部门或国有金融机构出资组建的有限公司。标的资产为将来的水、电、航运收益权。担保一般是由原始权益人购买担保公司的担保或由地方电力公司进行担保。转付债券比较适合于拟建的小水电项目融资。

转付债券的交易结构见图 4。在转付债券的现金流图中 ,由于 A、B、C、Z 各债券的类型不同 ,其利息和到期日一般都不相同。目前 ,国际上流行的转付债券设计一般为 :A 债券期限约为 3a ,B 债券期限约为 7a ,C 债券期限约为 12a ,Z 债券为利息积累型 ,在前几种债券的本息未支付完之前只计其利息但不支付 ,在前几种债券的本息都归还后才进行其积累的

利息支付。其他债券 ,即上述几种债券类型以外的债券种类 ,其本利的支付视具体债券的设计而定。总之 ,转付债券可以创造出多种灵活的适合不同投资者需求的不同利率和不同期限的债券 ,是小水电 ABS 发展的重点模式。

5 结 语

进入 21 世纪 ,小水电作为清洁可再生能源正日益受到广泛的关注。我国拥有丰富的小水电资源 ,小水电的迅速发展需要大量的资金投入 ,而传统的招商引资和现有的融资渠道已经无法满足项目需求 ,开拓新的融资渠道日益成为我国小水电发展迫切需要解决的问题。ABS 融资方式无疑将给我国的小水电项目资本市场注入新的活力 ,成为我国小水电项目融资的一种现实选择。

参考文献 :

- [1] 马秀岩 ,卢洪升.项目融资 [M].大连 :东北财经大学出版社 2007 83-103.
- [2] 曹丽军 ,刘京和.中国小水电投融资分析 [J].中国农村水利水电 2007 58(11) :120-122.
- [3] 黄佳.基础设施 ABS 融资模式研究 [J].国际经济合作 ,2007(7) :59-60.
- [4] 魏建国 ,胡艳平.水电项目 ABS 融资模式研究 [J].国外建材科技 2006 26(5) :101-103.
- [5] 刘小辉 ,符小华 ,符少玲.ABS 融资 :我国国家信息基础设施融资新思路 [J].科技进步与对策 2007(2) :148-149.
- [6] 徐家贵 ,徐雪红.国内外典型水利投融资模式的启示 [J].水利经济 2006 24(1) :47-49.
- [7] 吴松娟 ,廖小刚.对发展我国水利建设投融资资金问题的探索 [J].水利经济 2005 23(3) :25-27.

(收稿日期 2008-06-16 编辑 :高建群)