

★ 新世纪党政干部荐读丛书

项目融资与 资本市场

张弥 著

党建读物出版社

新世纪党政干部荐读丛书

项目融资与 资本市场

◆
张弥 著

《项目融资》第一辑：项目融资、项目融资、项目融资、项目融资

《项目融资》第二辑：项目融资、项目融资、项目融资、项目融资

《项目融资》第三辑：项目融资、项目融资、项目融资、项目融资

《项目融资》第四辑：项目融资、项目融资、项目融资、项目融资

《项目融资》第五辑：项目融资、项目融资、项目融资、项目融资

《项目融资》第六辑：项目融资、项目融资、项目融资、项目融资

《项目融资》第七辑：项目融资、项目融资、项目融资、项目融资

《项目融资》第八辑：项目融资、项目融资、项目融资、项目融资

《项目融资》第九辑：项目融资、项目融资、项目融资、项目融资

党建读物出版社

图书在版编目(CIP)数据

项目融资与资本市场/张弥著. —北京:党建读物出版社,
2000. 1

(新世纪党政干部荐读丛书)

ISBN 7-80098-383-8

I. 项... II. 张... III. ①项目-融资-基本知识②资本
市场-基本知识 IV. F830.45

中国版本图书馆CIP数据核字(1999)第54018号

责任编辑:黎民 王文 责任校对:周一苇 封面设计:燕童

党建读物出版社出版发行

(北京万寿路西街甲7号 邮编:100036)

新华书店经销 北京科技印刷厂印刷

850×1168毫米 32开本 7.625印张 191千字

2000年1月第1版 2000年1月第1次印刷

印数:1—5000

ISBN7—80098—383—8/C·015 定价:13.50元

本社版图书如有印装错误可随时退换。

目 录

导言	(1)
一、融资:现代项目注入资金的桥梁	(10)
(一) 投资项目	(11)
(二) 项目融资	(20)
(三) 项目融资的实践意义	(29)
二、经济分析:项目融资科学决策的保证	(38)
(一) 市场前景是项目融资的前提	(41)
(二) 资金时间价值计算	(50)
(三) 项目总资金估算	(55)
(四) 财务成本和收益测算	(61)
(五) 项目风险—不确定性分析	(71)
三、融资过程:成本、体制、方式和担保	(81)
(一) 项目融资方式的成本比较	(81)
(二) 项目体制—业主投资制	(92)
(三) 基础设施项目最新融资方式	(96)
(四) 项目融资担保	(104)

四、合理组合:项目的资本结构	(116)
(一) 项目的股本资金和负债资金	(118)
(二) 资产盈利率、利息率和负债率	(126)
(三) 项目贷款风险	(132)
五、股本来源:股票、基金、产权和直接投资	(137)
(一) 从股票市场募集股本	(139)
(二) 投资基金的组合与选择	(144)
(三) 产权交易	(150)
(四) 个人和法人直接投资	(162)
六、项目负债资产来源:借贷资金市场	(169)
(一) 国内外债券市场	(170)
(二) 国内外商业贷款	(179)
(三) 国家政策性贷款	(186)
(四) 国外政府和国际组织贷款	(193)
七、风险管理:提高项目融资的成功率	(211)
(一) 利率风险管理	(213)
(二) 汇率风险管理	(218)
(三) 市场风险管理	(228)
(四) 政策和体制风险管理	(233)
附录:推荐阅读书目	(242)

导 言

投资是人类社会简单再生产和扩大再生产的一个重要环节。投资具体来说要投资在具体的项目上,比如矿山、生产线、港口、高速公路、船舶、技术开发等等。传统的农业和工业时代的投资,是将钱借来,或者自己积累钱,再进行投资,市场比较稳定,决策比较简单。而 20 世纪 80 年代以来,投资环境发生了较大的变化,资金市场日益繁杂化,资金筹集也多渠道多方式,因此,怎样筹集资金?怎样了解和利用资金市场?怎样降低资金的成本?怎样在最短的时间内获得资金?怎样降低项目融资的风险?怎样科学和民主决策……这就成为跨世纪的一门学问。作为企业领导、商人、经济管理部门领导和工作人员,只有了解和掌握项目融资和资本市场方面的知识,并在投资、经商和经济管理等方面的实践中不断提高,才能成为一个现代的跨世纪的投资者、决策者和管理者。

我国经济要在 20 世纪末实现小康发展水平和 21 世纪中叶赶上发达国家的发展水平,就必须建立在经济快速增长的基础上,而资本是经济增长的重要推动因素。从我国来看,仅仅靠国内资本的积累推动经济的增长是达不到预定的经济增长速度。预计国内资金缺口达 20%~30% 左右。因此,需要研究利用国内外资本市场来推动国民经济增长的问题。

我国 1978 年以前是国家财政直接投资于建设项目,因此,也就无所谓项目从社会上融资的问题。国家直接拨款投资项目建设,

融资的财力、责任和风险就相应地由国家承担。1978年改革开放以后,项目资金越来越多地来自于银行系统,而且又是计划列项的银行贷款,风险实际是转嫁给了银行。这种状况需要改革。以后越来越多的项目资金将来自于社会资金,而现代经济就是大量地通过社会资金来融资的。所以,项目融资和资本市场知识对于指导中国建设的实践也是非常有意义的。

在计划经济体制下,生产要素的配置主要通过指令性计划来实现,加上理论上的禁锢,资本市场没有存在的必要。例如改革开放以前,我国没有股票市场,也没有债券市场,号称“既无内债,也无外债”;连基金市场、离岸金融业务等资本市场的其他形式也都不存在。

在社会主义市场经济条件下,市场对资源配置起基础性作用。资本作为生产要素是一种非常重要的资源,当然要以市场为主来配置。因此,一个成熟的市场经济体系不仅要有高度发达的商品流通市场,而且还必须有比较完备的资本市场。目前,我国社会商品零售总额中95%都是通过放开价格实现的,但是,在生产要素的组合过程中,资本市场发育却严重滞后。众多企业不能通过资本市场直接筹资或进行资产重组,只能依靠单一银行信贷资金来补充资金来源。面对竞争激烈的市场压力和资金需求压力,越来越多的企业希望能够打开资本市场的通道。因此,加速资本市场的发展已成为完善我国社会主义市场经济体系的客观要求。

通过资本市场可以提高资源配置的效率,其原因一是资本市场能够比较直接配置经济资源,即它可以通过资本资产价格的波动而使资本资源直接在不同的企业和行业分配;二是它降低了资本资源的交易成本。资本交易成本一般包括寻找费用、信息费用和签定投资合同费用。寻找费用有直接费用和间接费用。直接费用是指为出售或购买金融资产而支付的广告费用;间接费用是指为进行资本交易而耗费的时间的潜在价值。信息费用是指对所要投

资的金融资产的价值评估所需支付的费用,即为估计金融资产所能带来未来收益大小进行一切信息收集和处理活动所支付的费用。签定投资合同费用一般是指金融工具的交易过程中所支付的费用,在交易所中这一费用是有明确规定的,但在银行信贷市场(特别是购买存款单时)是不用支付这一费用的。在发达的资本市场中,尤其是在交易所市场中,为数众多的金融工具的供给者和需求者在一起进行竞价交易,减少了寻找成本和信息成本,提高了资本资源的配置效率。因此,在一个有效率的资本市场中,资本资产的价格反映了所能收集到的所有信息。

在现代市场经济中,土地和劳动力这两大要素必须与资本有机结合才能产生合理效益。土地作为一种自然资源,如果不投入资本进行开发则其价值将不能得到体现;同样,如果劳动力不与资本有机结合,则其价值也很难得到体现。简单劳动只能维护劳动力的简单再生产,而与资本相结合的高附加值劳动则能产生巨大的经济效益。在现代市场经济中,无论是企业的成长,还是国民经济的发展,货币资本始终是“第一推动力”和持续推动力。资本市场作为反映社会化生产规律的一种生产要素市场,最典型地体现了社会资源配置的高效快捷原则。因此,资本市场的健全与否成为衡量一国市场经济与金融发展是否成熟的标尺之一。

资本市场的对象或主体不是单一的产品或服务,而是产业或企业的整个组织。资本经营可以利用企业的一切资源,其中包括厂房、设备、产品、货币、债权等有形资产,也包括商标、专利、技术、人才、商誉、管理、营销网络等无形资产,通过在资本市场上的运作,实现资源的优化配置和资产的快速增值。这样,经营的对象由单一产品扩大到了能创造经济效益的所有生产资料和生产要素;资产经营结构由平面结构扩大到了立体结构,从而推动经济的高速增长。

随着经营对象的扩大,资产经营的交易规模会出现放大,其交

易量与商品经营相比往往会呈几何级数增长,这是商品经营所无法比拟的。如 1993 年美国贝尔公司与美国电气公司之间价值达 330 亿美元的兼并,其交易额之巨相当于一个中等国家的国民生产总值。1997 年全美国的兼并交易额达 9570 亿美元,相当于 GDP (国内生产总值)的 12%。

生产经营的市场往往局限于一定的范围之内,而资本市场则通过产权交易,不仅可以运用各种投资工具,而且流动能力强,可以不受空间时间的限制与世界上任何地方的投资者进行交易,因此其市场可以扩大几倍乃至几十倍。

商品经营从建设、生产到销售,一般需要一个很长的周期,而资产经营不同于商品经营,它的投入和产出周期是把商品生产或行业建设周期浓缩在一个特定的时间内,然后在特定市场交易中(如在证券市场上)释放出来。因此,其交易的投入和其后的产出可能超越数倍的时限,使资金的周转速度提高十倍以上,形成极高的投入、产出和交易流量。而且购买一个现成的企业或资产,既可以大大缩短经营周期,又可以避免前期投入风险,并能在较短的时间里迅速扩大业务领域,如中信泰富从买壳上市以来,通过收购、配售新股等一连串的资产运作,使股票市值从 1990 年的 7 亿多港元,增长到 1997 年的近 1500 亿港元,短短七年股票市值长了 200 多倍,其业务范围也扩展到航空、电讯、基建、贸易等多个领域。

在资本市场上通过对资产存量和增量进行管理、监督、转让和交易,可在短期内使资产获得最大限度的增值;通过促进企业内部治理结构和经营机制的转变,可为企业的战略性改组 and 产业结构的转变疏通渠道,并使企业能够按市场经济的要求,适应市场变化,发展主导产业,实现规模经营,从而不仅使企业能够提高经济效益,更主要的是使之持续发展,在竞争中立于不败之地。

从国际上来看,世界各大洲存有大量需要转移的资本。首先,如日本、台湾等国家和地区,经济发展到一定程度,居民收入较高,

劳动力成本提高,资本收益下降,存款利率很低,这些国家和地区的资金需要寻找国外的资本需求市场;其次,许多发达国家的劳动力成本较高,以及他们对一些重工业的限制,所以,其劳动密集型企业和一些重工业资本也急于向发展中国家转移;另外,世界性的跨国公司这些年来发展越来越广泛,规模越来越大,层次和形式越来越复杂,资金在跨国公司之间流动十分频繁。

世界上有许多重要的国际金融机构和国际金融市场,如世界银行、国际货币基金组织、亚洲开发银行、欧洲货币组织等等。这些国际金融机构和国际金融市场是国际资本的重要供给场所。进行国际筹资,首先要了解和熟悉这些国际金融机构和国际货币市场,了解它们的贷款政策、贷款项目、资金来源,熟悉它们的贷款程序和贷款条件,尽可能多地从国际金融机构和国际金融市场获得经济发展需要的资金。

海外融资活动历史很久,发展到现代,已形成了一整套的规则和程序,如从国外银行和政府贷款的规则和程序,在国外发行债券和股票的规则和程序,吸引国外直接投资的规则和程序等等。我国过去的一系列规则和程序是在计划经济体制下形成的,已不适应国际市场经济原则和程序,需要重新了解和认识国际筹资的国际规则和程序,以便更顺利地筹集资金,为经济发展服务。

随着经济的全球化,融资出现了这样一些特点:

一是融资中心趋于分散化。20世纪80年代以前,国际融资中心明显地表现出集中性。进入80年代后,由于一些主要西方国家恢复了货币的自由兑换,先后取消了外汇管制,实行了多边支付,逐步消除了各成员国间资本转移以及各国私人资本转移的障碍,使发达国家的金融市场不再以某一个或某几个国家为典型代表和轴心,而是明显地分散化。纵然是一些不太发达的国家,也纷纷建立起了自己的金融市场和融资中心。

二是融资手段趋于多样化和综合化。80年代以前,金融市场

上融资手段十分单一,仅限于存款、债券、股票和商业票据等,且债券、股票的种类很少。80年代以后,金融市场上的融资手段出现了全球性创新:第一是股票和债券的种类逐渐增加,如有为吸收境外资金而发行的“欧洲货币债券”、“欧洲货币股票”等,有为吸收境内资金而发行的可转换成股票的公司债券、浮动利率债券、货币调换债券、利率调换债券、复合调换债券、无面值股票、双重货币债券、零息债券等;第二是与信托投资业务有关的金融工具大量涌现,如货币市场互助基金、家庭基金、债券信托基金、股票信托基金等;第三是复合式金融工具的出现;如存款和债券的复合,存款和保险的复合,债券和保险的复合,债券与股票的复合,信托投资与债券的复合,信托投资与债券和股票的复合等。金融市场上的交易方式也有很大发展,除了原有的现货交易、信用交易和期货交易外,还出现了股票期权交易、股票指数交易等新方式。

三是融资业务趋于多角化。80年代以前,金融市场素以专业化著称于世。短期信贷银行与长期投资银行具有明确的业务分工,商业银行不得进行长期投资,投资银行不得经营商业银行的一般性存贷款业务,储蓄银行和人寿保险公司不得经营商业银行的贷款业务,特别是对于证券交易所,长期沿用一种保守的封闭性交易制度和会员制度。英国在1986年对伦敦证券交易所进行了重大改革,取消了实行多年的自营商和经纪商职能不能互兼的单一资格制,同时取消了对证券交易最低佣金的限制和非交易所成员持有交易所成员股票的限制。由于这些重大改革措施的出台,使当代国际短期信贷银行与长期投资银行的界限正在逐渐消失;商业银行已渗透到了证券市场,参与了长期投资;投资银行也扩大了存款和贷款范围,开始染指商业银行的业务;而且所有的金融机构均可参加证券交易所的交易。

四是融资形式趋于证券化。80年代以前,金融市场上的融资形式主要是间接融资,即企业和政府的资金短缺大部分是依靠银

行贷款来解决的。80年代以后,由于国际债务危机和经济危机,使人们认识到银行贷款具有债权难以转让的缺点,加上一些西方国家放弃对证券市场的限制,使国际市场上的融资形式由间接融资为主转变为直接融资为主,即企业和政府越来越依靠发行股票、债券和其他有价证券筹集资金,而对银行贷款则利用得越来越少。

五是股票发行与交易趋于国际化。80年代以前,各国股票市场处于相对封闭状态,尤其是二级市场的流动性受到各国证券法规的限制,彼此分割。日本的投资者主要在东京证券市场上买卖股票,而伦敦的投资者只能以伦敦交易所为根据地。80年代以来,股票交易日益具有全球化的性质。在世界各主要金融中心的证券交易所中,外国上市公司日益增多。与股票发行市场的国际化同步,国际二级股票市场的跨国界流动也显著增强。1980—1991年,外国投资者在纽约证交所全部交易量中的比重从8%上升到14%。随着股票市场国际化的加深,专门从事证券业务的投资银行、证券公司的业务也在全世界扩展。

本书还探讨了融资的风险问题。现代社会的进步,经济持续、稳定的发展,都与风险和风险的防范有着密切的联系。风险无处不在,无时不有。作为社会微观经济主体的企业,在激烈的市场竞争中,面临多种风险。企业周围的环境,在任何时候都是错综复杂、变幻莫测的,企业投资和生产面临市场风险;随着经济信息化和市场竞争的日益激烈,企业单一产品的生存周期变短,将迫使企业不断开发新产品以满足市场需求,这时企业经营者每做出的一种投资和经营决策都面临相对的风险。企业为了能够适应日常所处的经济环境和经营环境,使企业的生产与经营正常发展,经常分析各种风险,制定经营政策,改善经营管理就显得十分必要。也就是说,风险管理和风险对策是企业经营上不可缺少的组成部分。目前,在西方发达国家风险管理已遍及各大、中、小型企业。一般大、中型企业中都设有风险管理机构并专门配备风险管理机构、风险管理顾问,

负责企业的风险识别、测定和处理。风险管理机构已成为这些企业的一个重要职能部门。

20 世纪 70 年代以来,随着世界经济的发展和经济信息化运动,世界经济向着国际化、一体化方向发展,企业的经营环境发生了巨大变化。由于国际、国内市场竞争的日益激烈,企业经营的范围不断扩大,经济活动和经济关系日趋复杂,企业不仅面临着自然灾害和意外事故造成巨大损失的风险,同时也面临着政治经济关系变化导致损失的风险。但是,不管企业外部风险来源是自然界还是社会,导致企业陷入困境、破产、倒闭的根本原因却是由企业内部管理不当、经营不善造成的。据统计,美国企业倒闭的原因,90%是由于经营不善造成的,而由于灾害损失倒闭的仅占 1.4%。在日本,企业倒闭的数字,每年出现不少惊人的记录,有时一天倒闭的企业竟达 50 多家。企业倒闭的原因,大致可以分为内部原因(微观因素)和外部原因(宏观因素),即以经营不力、销路不畅、资金不足等为内部原因,而以技术有待改造、需求结构的变化、供求关系失调等为外部原因。企业倒闭虽然从表面上看是由各种综合性原因造成的,但究其根本原因,是企业的经营管理不当。因为任何企业都要经常进行冒风险的经济活动,这种活动必将产生两种不同的结果:一种结果是企业盈余,兴旺发达;另一种结果是企业亏损,财务出现赤字,企业破产倒闭。因此,企业在兴旺发达的同时也冒着破产倒闭的风险,企业经营者对这种风险的防范及风险发生后所采取的措施是问题关键。

融资风险管理的目的对于企业而言,就是防止投资失败,防止企业破产和倒闭,促进企业事业发展。因此,要将风险管理纳入企业经营管理范畴,使它与生产管理、销售管理、财务管理、人事管理和信息管理等部门发生并列关系,使之能够将这些部门的管理综合起来,在全面管理方面发挥调节作用。

总之,本书介绍的项目融资和资本市场知识,是一门新的经济

知识,目的在于使投资者、企业家、政府经济管理部门工作者和领导,在决策时能利用本书介绍的知识,广泛听取专家们的意见,进行科学和民主决策,使我们国家项目的成本降低,投资期缩短,风险减少,取得最大效益。

一、融资:现代项目注入资金的桥梁

融资是指在社会经济交往中的货币资本的融通活动。现代项目融资活动的形成和发展,无论是在发展中国家还是在经济发达国家都有其客观必然性,是世界经济发展的必然结果。

在传统的贷款方式中,贷款人贷款的依据是建立在借款人良好的信誉和充实的还款能力基础之上。这种贷款方式只适用于经济平稳发展时期。在发生经济危机时,经济秩序陷入动荡混乱之中,大批企业破产、倒闭或者衰败,这时企业由于自身信誉降低,资产负债状况不好,很难再从银行获得贷款,于是通过项目本身的收益去获得贷款就成为一种融资途径。现代项目融资的雏形就是通过对因经济危机而衰败的企业开展不直接依赖企业本身的信用能力,而是依靠企业生产的产品以至项目的融资活动而产生和发展起来的。

项目融资最初主要是在石油项目中通过产品支付方式来进行的。第二次世界大战后,西方各国为了振兴经济,纷纷发展石油业。50年代到60年代,美国的石油开发业十分兴旺,当时虽然开采风险较大,但丰厚的利润诱使一些私人银行通过项目融资把赌注押在开采项目上,回收贷款的方式是产品支付,也就是从特定的石油厂区获得将来产出部分或全部石油的所有权。70年代以后,基础设施对资金的需求越来越迫切,数量越来越大,项目融资就成为大型项目筹集资金的发展方向。一般情况下,参与项目融资的银行不是一家,而是由多家金融机构组成银团来进行,这样便于分散风

险。进入 80 年代,发展中国家因其国内资金不足,又需要引进技术和设备,因此,基础设施建设项目已经开始使用项目融资。这样就形成了一种跨国的金融活动。随着应用地域范围的扩大,项目融资的风险也相应增加,对担保也提出相应的要求,同时也涉及到大量的国际金融问题,如汇率、国际信托等等。

从全球来看,项目融资正处在一个应用范围扩大的阶段,而且由于融资规模、地域范围的扩大,风险分析成为项目融资的重要方向。可以说,随着更多金融工具的出现,项目融资必然会越发走向大型化、国际化和技术化,而且其应用重点也必然是在发展中国家,成为发展中国家经济得以起飞的重要条件之一。

(一) 投资项目

投资项目是以一定的资源投入某项工程,以获取所期望的收益。投入的资源可以是资金,也可以是人力、技术或其他资源。投资项目分为生产性投资项目和非生产性投资项目。生产性投资项目一般是指工业项目的投资,即人们在社会生产活动中,为实现某种预定的生产经营目标而花费的全部活劳动和物化劳动的总和,如各种建筑物、机器、设备等;非生产性投资项目一般是指公用事业投资项目,即以谋求社会效益为目的,为巩固国防、保障社会安全、满足人民物质和文化生活需要而投建的项目,如消防、治安、供电、供水、供气、邮政、通讯、交通运输、博物馆、体育设施、学校、科研机构等工程项目。

不论什么投资项目,在建设之前,都要进行投资决策,这是由投资项目建设的客观规律以及各种制约因素决定的。我们知道,进行投资项目建设,需要投入一定的资金和资源,而在一定时期内,任何一个企业所拥有的资金和资源都是十分有限的,而且投资通常需要一笔较大的支出,对企业较长时间里持续地发生影响,所以

为了统筹安排有限的资金和资源,使其得到合理有效的利用,避免浪费和使用不当,就必须在项目投资建设之前进行科学的投资决策分析,慎重地优选投资目标,制订合理的项目设计方案,以达到预期的投资目的。另外,一个企业的资金和资源尽管是有限的,但是有限的资金和资源有着各种不同的组合和配置方式。这种组合和配置方式对满足企业需要产生程度不同的结果,取得的经济效益也会有很大差异。还有由于现代化投资项目技术结构复杂、涉及面广、影响投资建设因素很多,因此,全面研究投资建设中的各个有关环节,认真分析投资建设过程中相关的有利与不利的各种因素,经过技术经济论证,选择最佳的投资方案,是关系到投资建设项目成败的关键。同时,不同的投资方案,会产生不同的投资经济效益,企业为了追求最大的投资效益,就需要对各个不同的投资备选方案进行比较选优,以找出最佳的投资方案。由此可见,投资决策是决定一项投资成败的关键所在。

科学的决策,必须建立在符合客观规律的科学决策程序的基础上,才能避免决策的主观性和盲目性,从而获得理想的决策效果。投资项目的决策程序,是指投资项目在决策过程中各项环节应遵循的符合其自身运动规律的先后顺序。决策程序不是随意确定的,它是经过人们在项目决策实践中,不断总结经验,不断对客观事物规律认识深化的基础上制订出来的。它首先按照项目的程序把项目工作分成几个基本阶段,从项目的目标设想开始,经过项目的预选、选定、项目的实施、项目的投产经营,最后对项目进行评价总结。这样,每一阶段必定导致下一阶段的产生,最后一个阶段又导致产生了对新项目的设想,并进而选定新的项目。一个项目的程序完结,又导致新的项目程序开始,周而复始,不断循环。

1. 项目周期包括三个时期

在实际工作中,人们一般把项目分成三个时期:投资前期、投