

港珠澳大桥项目融资模式的启示

温阳¹ 戴大双¹ 陈炳泉²

(1. 大连理工大学 管理学院, 辽宁 大连 116024 ;

2. 香港理工大学 建筑及房地产学系 中国香港)

摘要: BOT项目融资模式在世界范围内已经得到广泛的应用, 特别是在发展中国家, 当政府资金短缺, 无法满足基础设施建设需要时, BOT具有明显的优势。然而我国政府在投资逾700亿元的港珠澳大桥项目融资决策中最终放弃了BOT模式, 选择政府全额出资的方式, 其中原因值得理论界研究和思考。详细分析了港珠澳大桥放弃BOT融资模式的原因, 并在此案例的基础上找出我国发展BOT模式存在的潜在问题。

关键词: BOT; 港珠澳大桥; 融资模式

0 引言

近年来, BOT模式(即建设—营运—转让)在世界各国得到了蓬勃发展。无论在发达国家还是发展中国家, 都非常看好BOT模式, 它被当做一种各国通用的模式而广泛运用于大型建设项目, 特别是在基础设施领域, 向世人展示了良好的绩效。在20世纪末的10余年时间里, 亚洲地区每年的基建项目目标的高达1300亿美元, 许多发展中国家纷纷引进BOT模式进行建设, 如泰国的曼谷二期高速公路、巴基斯坦的Hah River电厂、马来西亚南北高速公路等都是发展中国家经营BOT模式的成功案例。发展中国家通过经济改革, 将大量的国际资本运用于国内基础设施建设中, 对发展经济起到了积极的促进作用。自1988年中国第一个BOT基础设施项目——广

东沙角B电厂建设运营以来, BOT在我国基础设施和公共事业领域显示出巨大的优势, 其应用范围涵盖交通、电厂、供水及污水/垃圾处理等领域。

然而在世界各国纷纷推崇BOT模式的背景下, 投资逾700亿元的港珠澳大桥(Hong Kong-Zhuhai-Macau Bridge)项目放弃了BOT模式, 选择政府全额出资的方式, 其中原因值得探究。本文分析了港珠澳大桥放弃BOT融资模式的原因, 并通过该案例来分析我国发展BOT存在的潜在问题。

1 项目概况

港珠澳大桥是一座连接香港特别行政区、广东省珠海市和澳门特别行政区的大桥, 起点是香港大屿山石湾, 经大澳, 跨越珠江口, 经过海底隧道, 最

计划, 最终取得了用户和公司的双赢。

参考文献

3 结语

本文针对通信工程的特点, 对主观评分法和层次分析法在项目风险评估中的应用进行了讨论。这两种方法配合使用是一种效果明显、切实可行的简便的项目风险评估手段, 也可应用于研发、土建等其他项目的风险评估中, 并可应用于项目群的风险评估。

- [1] 项目管理协会. 项目管理知识体系指南[M]. 卢有杰, 王勇, 译. 3版. 北京: 电子工业出版社, 2004.
- [2] 白思俊. 现代项目管理概论[M]. 北京: 电子工业出版社, 2006.
- [3] 卢有杰. 项目风险管理[J]. 中国投资与建设, 1997(1): 57-58.
- [4] 丁香乾, 石硕. 层次分析法在项目风险管理中的应用[J]. 中国海洋大学学报, 2004, 34(1): 97-102.
- [5] 李安云. 层次分析法在工程项目风险管理中的应用[J]. 重庆科技学院学报: 社会科学版, 2005(3): 55-59. 

收稿日期: 2008-09-20

后分成Y字形，一端连接珠海拱北，一端连接澳门。该项目目前尚处于洽谈及规划阶段，尚有4个项目需要商讨，包括通关口岸、融资、环境评估及中华白海豚的研究；预计大桥不迟于2010年动工兴建。

港珠澳大桥预计全长约29.6km。建成通车后，由香港开车至珠海及澳门，将从目前的4~5个小时缩短到约20分钟，有助于吸引香港投资者到珠江三角洲西岸投资，并可促进港、珠、澳三地的旅游业。工程还包括兴建约7 000m的海底隧道，整个大桥估计共需融资727亿元人民币。

2008年2月28日，粤港澳三地就融资方案达成共识。大桥主体建造工程将以公开招标的方式，引入私人投资者以BOT模式来兴建和营运，并提供50年的专营权。而资金不足的部分则将按照粤港澳三地政府补贴比例按效益费用比相等的原则计算，公平分摊补贴金额，其中内地占35.1%、香港占50.2%、澳门占4.7%。具体的金额则要视下一步的招标结果而定。

然而，时间仅仅过去半年，在2008年8月5日，根据三方最新达成的融资安排，港珠澳大桥建设融资模式选择了政府全额出资本金的方式，其余部分则通过贷款解决。放弃了之前一直被看好的BOT模式。根据新的融资方案，整个大桥预计大概共需投资727亿元，其中大桥主体工程造价预计约为378亿元人民币。378亿元主体工程资金筹集方面，政府的资本金占42%，其中内地出资金额将达70亿元人民币（占三地政府出资的44.5%），由中央政府和广东省共同承担；香港出资67.5亿元人民币（占三地政府出资的43%）；澳门出资19.8亿元人民币（占三地政府出资的12.5%）。粤港澳三地政府的出资是根据经济效益公平分摊的，其余58%由三家组成的项目机构通过贷款方式进行融资。

2 放弃BOT融资模式的原因分析

2.1 政府财政充裕，且政府出资融资成本低于BOT融资成本

中国推行BOT融资模式始于改革开放之初，当时中国正面临着经济发展与基础设施建设滞后和建设资金短缺的双重矛盾。对于政府来说，BOT项目的无追索投资无需东道国政府担保，可以解决政府资金短缺的问题，减少基础设施建设项目对政府

财政预算的影响，并减少政府借债和还本付息的负担。当时中国经济与社会的高速发展和现代化建设需要BOT，同时也具备了推行BOT的基本条件。所有这些，都成为中国决定借鉴国际经验积极推行BOT的动因。可以说，20世纪80年代末期，中国引入BOT更多地是为了弥补自身基础设施建设的资金不足。而对于港珠澳大桥项目，目前三地政府财政充裕，贷款金额也不是很多，所以不需要将大桥交由私人投资者兴建。

另一方面，政府出资兴建港珠澳大桥，其融资成本低于BOT模式融资。采用BOT模式进行融资，一是由于投资方出于自身利益必然需要一定的回报率，二是以银行为主要来源的融资方式，使得投资回报率只有大于同期的长期贷款利率时，投资方才会有投资意愿。可见通过该融资方式融资成本普遍超过同期长期贷款利率，与贷款、债券、股票等其他融资方式相比，该种方式的融资成本较高。

通过以上两点考虑，在政府财政充裕的情况下，全额出资建设港珠澳大桥项目，其融资成本要低于BOT融资成本。

2.2 采用BOT模式，在特许权年限内，政府将失去对项目所有权和经营权的控制

由于BOT模式是将基础设施项目在一定期限内全权交由承包商建设运营，所以在特许权规定的期限内，政府将失去对项目所有权及经营权的控制。

港珠澳大桥若采用BOT模式，是以50年专营权转移给财团为代价的，这就牵涉到将来财团经营是否规范以及三地政府对财团是否有效监管的问题。私人投资者具有制定收费价格的权力，而政府无法控制收费。由于大桥收费与交通流量相互联系，若收费太贵，交通流量便会减少，这样会大大违背政府鼓励兴建港珠澳大桥的初衷。

典型的个案是香港三个连接港岛与九龙的过海隧道的关系。红磡中区海底隧道（以下简称“红隧”）是20世纪60年代由政府全资兴建的，至今一直是三者中位置最好、收费最低、流量最大的。而东区海底隧道（以下简称“东隧”）和西区海底隧道（以下简称“西隧”）是后来政府通过BOT模式，由私人发展商投资兴建的。经营东隧的新香港隧道有限公司已分别与1995年和2003年就政府否决其加价申请两度递交仲裁，其理由是实际收入未达到专营协议

允许的专营期回报率及最低净收入。仲裁人于1997年和2005年做出的仲裁决定，均认为加价合理，支持公司的加价决定。而批出专营权较晚的西隧，虽然政府在隧道专营条例中采用了相应的收费调整机制来调整收费，如规定最低和最高回报，设立稳定隧道费基金等，政府无须再就加价问题与专营商对簿仲裁机构，然而，这些机制并没有挡住专营商不断加价的步伐。到目前为止，西隧已五次增加法定收费。两条隧道的不断加价，引发民众对政府所订立的自动增加隧道费机制的不满。许多司机宁可绕道而行，或改乘其他交通工具，也不使用隧道，造成其他道路堵塞日益严重，而西隧和东隧车流严重不足，只能达到设计流量的三成左右，与政府增开隧道疏导交通的初衷相违。而政府已经收回专营权的红隧，收费较为低廉，许多司机排队使用红隧过海，现时红隧的日均行车量逾12万辆次，远超出其7.8万辆次的设计每日车流量，在周末及假日前夕，有时到凌晨12时左右仍可见车龙。

政府出资建设港珠澳大桥的优势就在于他们能够以整体社会及经济效益来考虑问题，对大桥的收费水平具有更大的控制权。

2.3 投资回报率不确定，成本回收期过长

采用BOT模式，由公营机构转移过来的某些风险将在私营机构较高的融资费用中得到反映。一般情况下，私营机构借款的费用高于国家借款的费用；同时，私人投资者在承担投资风险的同时，要求有较高的投资回报率（高于公营机构要求的回报）。由于投资BOT项目存在更多的不确定性风险，若没有充分的回报，投资商是不会进行投资的。因此，私人投资者实施BOT项目能得到多少回报是一个非常重要的问题。

对比20年前刚刚提出港珠澳大桥设想时，现在珠海已发展成为成熟的国际物流港口，大桥只是多提供一个陆路货运选择，建成后只能以客运为主要功能，货运为辅；同时，国际物流业高速增长的20年也行将结束，未来的5~10年将迈入平稳增长期。而港珠澳大桥的投资主要是通过收取“过桥费”来收回，通车量不足将对大桥的投资回报率产生巨大的威胁。

去年以来通货膨胀不断加剧，大桥建造成本也水涨船高，材料单价每增长10%，大桥总投资将增加4%。2008年6月在珠海举行的港珠澳大桥项目可行

性研究报告初审结果显示，大桥建设费用将从3月的预算建设成本422亿元上涨到700亿元。本来400多亿元的建造成本就已经让投资商担心效益回报，而700亿元的巨大投资成本更令各大财团望而却步。

另一方面，大桥的成本回收期过长，导致风险增大。由于该项目投资巨大，在国家规定的25年经营期内，项目财务分析并不理想，估计难以回本，因此有可能需要将收费期延长至50年。过长的成本回收期会给投资者带来庞大的资金压力和巨大的投资风险。如果政府的财政补贴和分担风险的承诺不具吸引力，财团更加不愿意投资。

综上，这些因素都影响大桥可能的回报水平。

3 结语

通过分析港珠澳大桥融资决策的案例，可以看出，BOT模式并非一个完美无缺的投融资方式。在充分肯定其优越性的同时，要清楚东道国政府采用此方式也要付出许多代价。例如，对BOT融资项目而言，一定时期内本国政府将让渡所有权和经营权，与此同时，也就失去对项目产品和服务价格的控制权。另外，私人投资者为了加速成本回收及利润获取，其行为结果往往与本国政府投资公共物品或其他以利公众消费或促进社会经济发展的目的产生一些不该有的矛盾，严重的还会引发社会及公众对项目的不信任。由于我国缺乏完善的BOT法律规范，运作的不规范以及不太理想的投资环境使得BOT项目在实施过程中存在着许多的困难和障碍，因此能否找到解决这些问题的方法和对策将是我国实施BOT项目亟待解决的问题。

参考文献

- [1] 赵宏良. 我国建设工程项目的BOT融资方式应用分析[J]. 经济师, 2005, (10): 277.
- [2] 郭凤平, 齐二石, 刘晓峰. 城市基础设施建设项目融资的BOT模式[J]. 天津大学学报: 社会科学版, 2006, 8(1): 54-58.
- [3] 叶陈云, 罗会强. BOT模式及其对我国高速铁路融资的启示[J]. 财会通讯: 理财版, 2007(3): 50-52.
- [4] 辛焕平, 和丕禅. 关于我国开展BOT方式的现状及思考[J]. 商业研究, 2003(10): 124-126. 

收稿日期: 2008-10-27