

利用证券市场筹措浦东开发资金的可行性研究

● 应 年 康

浦东开发是跨世纪工程，需要大量资金。因此，能否及时、足量地筹措到资金，直接影响到浦东开发的速度。

按传统思路，筹措市政基础设施建设资金的主要途径无非是两条，一是财政拨款，二是银行贷款。从目前情况看，财政掌握的资金有限，靠中央财政和地方财政来支撑整个“八五”期间的浦东开发资金是勉为其难的。而利用国外银团和国内银行贷款来筹措开发资金，往往会附带一些限制性前提条件，成本又偏高，难以实现开发资金的良性循环。因此用大量贷款来解决“八五”期间的浦东开发资金，对地方政府来说，其压力甚大。

由此，笔者认为，利用证券市场，通过发行股票和可转换债券来筹措浦东开发建设资金是完全必要的。但其必要性毕竟是我们的主观意愿，是否有其可能性呢？还需要进一步对证券市场的筹资容量作一客观分析。

一、利用证券市场筹措浦东开发资金的可能性

（一）证券筹资已演变为国际金融市场筹资的主要形式

随着商品经济的极大发展，国际金融市场的融资结构和来源发生重大变化。国际金融市场的角色已由国际银行贷款转为证券市场。据统计，1980年国际债券净发行额仅是国际银行净贷款额的17%，1984年两者持平，1989年国际债券发行额达2500亿美元，是国际银行970亿美元贷款额的2.58倍。而据美国《银行家》杂志1990年年中的统计，该上半年度证券交易以及与证券市场有关的融资（包括债券筹资）已占到国际金融市场融资总额的85%。由此可见，证券筹资是商品经济发展到一定程度的必然趋势。随着我国有计划商品经济的充分发展，我们完全可以顺应证券筹资的国际潮流，转换筹措浦东开发建设资金的模式，走出一条具有中国特色的利用证券市场，筹措浦东开发建设资金的新路子来。

（二）浦东建设开发资金筹措有较宽松的政策环境

浦东开发，国家在财政状况还相当困难的情况下，中央从财政挤出一块支持上海实属不易，更为重要的是，中央对浦东开发的政策支持是相当充分的。相对其他省市，上海浦东开发的政策环境较为宽松的。上海是我国进行股份制改革和金融体制改革的试点城市，也是全国第一个成立规范化证券交易所的城市。90年代上海，面临的主要任务是两项，一是如何搞好搞活大中型企业，二是怎样进一步加快浦东新区开发的步伐。要完成这两项任务都需要大量的建设资金，这就需要我们解放思想，充分运用中央给予上海的政策，其中利用证券市场来筹措浦东建设开发资金是用足政策的一个重要方面。关键是如何根据国情，创造性地根据证券筹资理论，来建立一套具有中国特色的证券筹资模式。

（三）极大的筹资容量为利用证券市场筹措浦东开发建设资金提供了保障

目前我国居民储蓄存款总额已逾8000亿元，仅上海居民的储蓄存款总额就有250亿元左右，随着我国经济的发展，个人收入的增长，闲置资金的增长趋势仍较快。大量社会游资的存在，为筹措到一定量的浦东开发资金提供了可能，在此，笔者简要地分析一下上海证券市场筹资容量。

1. 随着上海“股票热”的升温，个人参与股票投资的潜力很大。目前上海居民的人民币存款有220亿元，外币存款约5亿美元左右，总量达到250亿元。就居民存款的一般用途测算，进入消费和开支的比例约占储蓄总额的20%，计50亿元。其余的200亿元存款基本上是生息资本，同时存款结构具有明显的短期化趋势。这是由于市场的变幻多端以及社会金融资产多样化引起的，储户随时准备把储蓄再投资到其他获利高的证券品种上去。而当前上海向社会公开发行的股票却太少，不论是股票的种类还是数量都远远不能满足证券投资者的需求。现行股市价位已是资产值的10倍，因此，大部分要参与股市的潜在资金是期待购买原始股票的游资，这些游资的潜在规模很大。而这些潜在资金的调引和投向，很大程度上取决于股市状况。

2. 目前上海居民拥有各类有价证券约70亿元左右。除少量股票外，其余均为各类债券，其中尤以国库券为最多。除了国家一级发行市场在上海发行的国库券以外，近年来通过二级市场流入上海市场的国库券也有10亿元左右，这些国库券的持有者都是以生息为投资目的的，目前都已到期或即将兑付。随着外地二级流通市场的发育和完善，外地高利率国库券流入本市的可能性已很小，而新发行的国库券利率已调低，银行利率也进一步下跌，必然促使这些生息资本寻求新的投资方向。

3. 目前上海企事业单位自有资金数量也不可忽视。按企事业单位资金运动的一般规律，资金常常会出现阶段性的盈余，而企事业单位也往往会利用资金运动中的时间差、空间差把资金投入证券市场。

4. 利用上海的证券市场还能吸收大量市外和境外的个人和企事业单位投资者的资金。目前上海浦东开发势头看好，上海的证券市场对全国的金融证券市场又有举足轻重的影响，市外、境外的个人投资者和一些实力雄厚的大公司都想在上海金融证券业掌握些筹码，只是上海的股市容量有限，限制了大量投资者的投资欲望。如果能利用他们急于渗透上海股市的心理，增加股票发行，是完全能够吸引大量市外和境外资金的。

二、证券市场筹措资金方案的具体操作运行要点

为便于阐述，在此我们假设以浦东开发某市政建设项目为例，进行筹资操作方案设计，假定该建设项目需筹资30亿元，3年建成，资金要求按工程建设进度逐年到位，那么我们设计如下筹资方案。

1. 组建项目股份有限公司

由市政府指定几家公司，如市财政公司、市政工程开发公司、金融证券机构等，联合发起组建项目股份有限公司。如本项目投资需30亿元资金，3年建成，则公司的注册资本为30亿元，发起人单位联合出资30%的注册资本，即9亿元作为入股资本，以保证政府的控股权。资本按到位要求分期缴足，第1年1.5亿元，第2年3亿元，第3年4.5亿元。

2. 发行公司股票和可转换债券

发行公司股票和可转换债券，其目的在于利用股票可溢价发行的特点，从证券市场筹措

其余的21亿元注册资本。

(1) 向社会发行8亿元股票, 每股10元, 分3年发行。第1年发行1亿元, 发行价每股11元(溢价发行), 筹措资金1.1亿元; 第2年发行2亿元, 届时预计股价可上升至每股20元左右, 溢价18元发行, 筹资3.6亿元; 第3年发行5亿元, 预计股价可上升至每股30元左右, 溢价25元, 发行筹资12.5亿元。股票发行形式为记名式普通股票, 主要面向社会个人发行。在项目前3年建设期内, 只发股息, 不计红利。股息率参照银行同期利率。这样, 3年内资金的到位情况如下表所示。

发行8亿元股票三年资金到位情况表

单位: 亿元

第1年				第2年				第3年			
股金	实收资金	股息	建设资金	股金	实收资金	股息	建设资金	股金	实收资金	股息	建设资金
1	1.1	0.076	1.024			0.076				0.076	
				2	3.6	0.152	3.372			0.152	
								5	12.5	0.38	11.892

按此计算, 3年里公司利用溢价发行股票8亿元, 扣除股息, 实收建设资金16.288亿元。

(2) 通过向社会发行公司可转换债券, 筹集其余5亿元建设资金。所谓公司可转换债券是指普通公司债券上附有一种可认购新发股票的优先认股证书, 有了优先认股证书就可以在规定的时期内, 按一定的价格认购债券发行公司的上市股票, 也可以单独买卖优先认股证书。我们这里设计的公司可转换债券是实行债券与优先认股证书分离的形式, 二者可同时在证券交易所上市, 该债券到建设项目建成后, 债券还本付息, 优先认股证书则保证可优先、优惠购买3年后公司新发行的股票。这样做的好处, 一是可动员企事业单位以自有资金认购。因为企事业单位的自有资金投资于证券市场, 一般都是选择购买债券, 到期能兑本收息; 二是可以降低债券的发行利率。企事业单位购买债券要求的利率肯定略高于银行存款利率, 现在附有优先认股证书以后, 由于优先认股证书也可上市交易, 因此, 一方面可凭优先认股证书优先、优惠地认购新股, 另一方面, 也可以从优先认股证书交易价的上升中取得收益, 这样就可相应地降低债券的发行利率。我们设计的公司可转换债券发行方案, 债券年利率定为4.5%, 发行可转换债券5亿元。第1年发行1亿元, 期限为3年, 3年后公司股票预计上升至30元, 溢价发行25元, 凭优先认股证书优惠以每股20元优先认购。这样, 优先认股证书每股上市可达3~4元(因要扣除债券利率低于股息的成本); 第2年发行公司可转换债券2亿元, 期限为2年, 这时认购者还要支付优惠认股证书的发行价, 如每股2元计, 可得溢价发行收益0.4亿元; 第3年再发行2亿元, 期限为1年, 这时优先认股证书发行可定为3元, 可得溢价发行收益0.6亿元。3年后, 债券还本付息, 优先认股证书则以每股20元的优惠价配售新股, 各年资金筹措情况如下表所示。

发行5亿元公司可转换债券资金筹措情况表

单位: 亿元

第1年			第2年				第3年				配股情况		
利息	筹资	债券	利息	溢价收益	筹资	债券	利息	溢价收益	筹资	债券	股金	配售收益	还本付息
0.135	1	1	0.18	0.4	2.4	2	0.09	0.6	2.6	2	5	10	5.405

按上表计算，发行债券5亿元，3年后还本付息额共5.405亿元，同时配售股票5亿元，配售收益为10亿元，加上优先认股证书溢价发行收益1亿元（0.4+0.6），用11亿元收益扣减5.405亿元还本付息，其筹措建设资金5.595亿元。

（3）本方案通过发行股票和公司可转换债券，只发行股票13亿元，利用股票溢价发行的特点，筹集不用还本的资金21.883亿元，加上发起人单位联合出资的9亿元入股资金，共得本项目注册资金30.883亿元，保证了项目资金需要，同时资金也可按项目建设进度的要求，分期到位，资金到位情况如下表所示。

各年建设资金到位情况表

单位：亿元

筹资项目	年份	第1年	第2年	第3年	合计
入股资金		1.5	3	4.5	9
股票筹资		1.024	3.372	11.892	16.288
债券筹资		1	2.4	2.195	5.595
各年资金到位合计		3.524	8.772	18.587	30.883

三、确保筹资方案正常运行的政策要点

本筹资方案得以正常运行，在政策上必须保证如下三点：

1. 项目公司必须是一个经营实体，能从事商品化经营，具有经营机制，使项目建成后，公司能获取投资回收的收益。这样投资者投资以后，既能享有公司的一定股权，又可通过公司的经营取得增值的潜在收益。一旦投资者能获得长期资本增值或取得潜在收益的希望，并享有一定的股息、红利，投资者是愿意购买项目公司股票的。

2. 政府应从政策上保证项目公司能从受益地区级差地租的上升中得到一定的补偿。按土地经济学理论，市政基础设施投资产生的经济效益应大大高于其投资，只是这种效益的体现主要表现在土地级差地租的大幅度提高。因此，我们可以参照国外经验，将若干主要受益地块的土地使用权划归项目公司，由其进行房地产经营，并可在这些地块上发展商业、旅游服务业、文化娱乐业、广告业等第三产业，使项目公司具有自行回收投资的能力。待公司的项目收益具有一定的积累以后，又可将积累资金投资于其他市政建设项目，使其产生“滚雪球”效应。

3. 建立必要的股票平准基金，调控股市，使项目公司股票保持合理价位。本方案的操作运行是建立在股票溢价发行的基础上。因此，项目公司的首期股票出上市后，必须保证其在证券交易所的交易价格稳定在一定的价位上，这样既能鼓励投资者的投资热情和信心，又能在后期发行中取得更多的溢价收益。要实现这个目的，政府应该支持建立股票平准基金，调控股票价格。当股价过高时卖出，偏低时买进，通过平准基金在证券交易所内的有效吞吐，加强证券市场的流通性，保持股价回归合理价位，保护项目公司的上市交易价，使溢价发行得以正常进行。