

高速公路产权交易方式及价值评估策略

陈雪菲

近年来我国高速公路建设快速发展,各类社会资本不断涌入,产权交易日趋频繁。本文分析了产权交易中不同评估方法的适用性及局限性,进而提出高速公路产权交易价值评估的基本思路。

一、高速公路资产产权交易方式

从资本市场历史看,高速公路产权交易主要包括以下情形。

1.上市融资

高速公路建设长期滞后于经济发展的需要。上世纪九十年代初始,在交通运输主管部门的大力推动下,为缓解地方高速公路建设资金不足的压力,一些省级或区域性的公路集团公司纷纷将下属优质高速公路项目进行重组,组建股份公司,上市募集资金,进而投资新的高速公路项目,实现了高速公路的良性发展。截至目前,沪深两市共有粤高速A、湖南投资、东莞控股、海南高速等19家高速公路上市公司。

2.BOT、BT、TOT模式

BOT即“建设——经营——转让”。实质上是基础设施投资、建设和经营的一种方式,以政府和私人机构之间达成协议为前提,由政府向私人机构颁发特许经营权,允许其在一定时期内筹集资金建设某一基础设施并管理和经营该设施及其相应的产品与服务。BT即建设——移交,是指项目发起方与投资人签订合同,由投资方负责项目的融资与建设,

并在约定时间内将竣工后验收合格的项目移交项目发起方,项目发起方则根据先前约定的回购协议向投资者支付建设投资及相应的回报。TOT即移交——经营——移交。TOT实际上是BOT融资方式的新发展,是指政府或相关部门将建设好的项目的特定期限的产权和经营权有偿转让给投资人,由其进行运营与管理;投资人在约定的时间内通过经营收回全部投资及相应回报,并在约定期满之后,再交回给政府部门或原单位的一种融资方式。

3.央企通过整合,做大做强高速公路业务

参与高速公路建设并整合管理的大型央企首选招商局。招商局把交通运输及相关基础设施建设、经营与服务作为公司三大核心业务。截至目前,招商局在全国18个省、自治区、直辖市投资总里程超过6 700公里的高等级公路、桥梁、隧道,通过旗下招商局华建公路投资有限公司共投资参股、管理20家公路经营性公司,包括国内12家公路上市公司,占全国公路上市公司总数的2/3。

4.金融保险企业积极参与高速公路

高速公路企业现金流稳定,且随着区域经济持续稳定发展,现金流呈逐年增长态势,这一特质吸引了金融保险企业的积极参与。据相关媒体报道,湖北、重庆、山西等中西部省市积极吸引金融保险资金参与当地经济建设,推动保险资金参与包括高速公路等重点领域、重点行业

的建设。2006年,平安信托投资有限责任公司与山西省交通建设开发投资总公司签署了山西省太原——长治、长治——晋城、晋城——焦作(山西段)的意向性《股权投资协议》,这是国内保险资金投资基础设施项目的第一单,也是中国平安获准保险资金投资基础设施试点后的首批执行项目。

5.民营资本进军高速公路

同金融保险资金一样,作为高速公路建设资金的有效补充,国家及部分省、市、区多地先后出台相关政策,鼓励民营资本进军高速公路领域。2007年交通部发布第8号令《经营性公路建设项目投资人招标投标管理规定》,对经营性公路建设项目投标人在注册资本、总资产、净资产、融资能力等方面做出明确规定,但未对项目资金来源做出明确限制。

二、影响高速公路资产产权交易对价的市场因素分析

影响高速公路资产产权交易对价的市场因素主要有两个,即重置成本和未来收益能力。在特定的经济环境中,非市场因素有时对产权交易能否完成也会造成较大影响,本文对此不做讨论。

1.重置成本

从成本构建角度看,影响高速公路重置成本的因素很多,包括原材料、土地、人工成本等。原材料主要包括钢材、木材、水泥、沥青等,共同构成高速公路路基土石方、路面基层、路面底基层、路

面垫层、桥梁、上跨天桥以及其他绿化设施等。近年来,随着国家通过投资拉动经济政策的实施,基建规模不断扩大,钢材、木材、水泥、沥青等原材料价格都有了较大幅度的提升,因国际金融危机影响价格有所调整的钢材价格也逐步趋于稳定。原材料价格的上涨直接导致高速公路重置成本的上涨。土地也是影响高速公路重置成本的重要因素。土地由农用地变为建设用地,用途方面的改变使土地发生增值。更为重要的是,土地是一种稀缺资源,其供给是有限的,人们对土地的需求不断增加,导致征地成本及土地开发成本增加,进而影响高速公路重置成本。人工成本是企业一定时期内,在生产、经营和提供劳务活动中因使用劳动力而支付的所有直接费用和间接费用的总和。近年来,随着人口红利的逐步消失、国家全面建成小康社会及劳动力工资倍增计划的实施,人工成本不断攀升,在部分劳动密集型企业,人工成本甚至超过了原材料、机械等成本。人工成本的攀升也是高速公路重置成本上升的重要原因。

2. 未来收益能力

从投资者的角度来看,更为关注高速公路未来收益能力。影响高速公路收益能力的最主要因素是车流量、收费标准和收费年限。通行费收费标准和收费年限一般由高速公路所在地省级发展改革和财政主管部门以文件方式确定,可调整余地不大。因此车流量是影响高速公路未来收益能力的实质性因素。国家宏观经济发展趋势和区域经济发展水准对高速公路车流量有直接影响。国家宏观经济形势越好,未来发展前景越乐观;高速公路所在区域经济发展水准越高,人们物质文化生活水平越高,高速公路车流量就越高。国家区域交通规划对高速公路车流量也有重要影响。区域同方向高速公路或其他等级公路规划越多,对现有高速公路分流作用会越来越明显,高速公路同方向免费公路对其车流量影响最

大。另外,高速公路沿线旅游资源丰富,自然与生态环境越好,对旅游人群吸引力越强,车流量也会相应增多。同时国家宏观及微观经济政策调整对高速公路车流量也会产生较大影响。如重大节假日小客车免费通行、治理车辆超限超载、高速公路绿色通道等这些措施都将直接影响高速公路车流量。

三、高速公路产权交易价值评估策略

1. 评估方法的选择

国务院国资委《关于加强企业国有资产评估管理工作有关问题的通知》(国资委产权[2006]274号)规定,涉及企业价值的资产评估项目,以持续经营为前提进行评估时,原则上要求采用两种以上方法进行评估。现行主要评估方法包括市场法、成本法和收益法。

市场法虽是资本市场常用的评估方法,但由于受相关企业案例资料取得的局限性及资料的客观性,一定程度上限制了其适用范围。收益法评估以高速公路现行收费标准为基础,综合考虑历史车流量及变化情况、未来车流量影响因素、公路定期大修、经营期满返还等重要因素,从而进行合理预测和评估,是高速公路评估的有效方法。成本法评估按照相关公路建设定额标准,依据清单报价法,考虑不同路基材料、不同路基宽度、不同路面材料、不同建造时间、土地征地费用、人员及机械费等参数,测算千米造价指标,同时考虑经营期、折旧大修等因素对各高速公路进行评估,也是高速公路评估的常用方法。

2. 成本法和收益法的局限性

在高速公路资产评估中,成本法与收益法虽得到广泛应用,但均有其局限性。成本法评估是以资产的成本重置为价值标准,反映资产投入(购建成本)所耗费的社会必要劳动,对于高速公路资产,与其路基、路面、所经区域地形地貌、设计时速、征地费、人工及机械费等

相关,而与高速公路所处地域、社会经济发展水平、是否为干线高速公路等无关,无法体现企业未来收益的差异对权益的影响。如贵州、云南、广西等山区,地质条件复杂,桥梁、涵洞构成高速公路的重要组成部分,高速公路修建成本很高,每公里达7 000万元~8 000万元,局部路段接近1个亿,但当地经济发展水平欠发达,车流量相应不足,成本法评估结果往往高于收益法评估结果,若涉及该地区高速公路产权交易,交易卖方更愿意选择成本法评估结果,而交易买方则更愿意选择收益法评估结果。同样,收益法是以资产的预期收益为价值标准,是企业未来收益能力的合理体现,综合反映了高速公路所处地域、社会经济发展水平等相关因素的影响,但没有反映公路构建所需社会必要劳动投入本身的价值。如长三角、珠三角、京津冀等平原地区,高速公路建造成本相应较低,而该类地区为经济发达地区,经济社会发展水平很高,高速公路车流量多为饱和状态,与贵州、云南、广西等山区不同,成本法评估结果往往低于收益法评估结果。在该地区高速公路产权交易中,交易卖方更愿意选择收益法评估结果,而交易买方则更愿意选择成本法评估结果。在成本法和收益法均存在一定局限性且成本法与收益法评估结果存在较大差异前提下,单纯采用某一种评估方法很难促使交易相关方达成共识,满足经济行为实施的需要。

3. 高速公路产权交易评估策略

针对成本法和收益法评估各自的相对合理性及局限性,采用成本法和收益法各取一定权重确定一个评估结果是一个可行的评估策略。《资产评估准则——评估报告》规定“评估报告应当说明所选用的评估方法及其理由”;《企业价值评估指导意见(试行)》规定:“应当根据评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件,分析收益法、市场法和成本法三种资产评估基本方法的适用性,

企业首发上市审核重点分析

——以山东辖区为例

■ 于 萍

我国企业上市管理制度是核准制，也就是企业只有达到证券监管部门和交易所的要求才能够上市。如果企业经营规范化、盈利情况和发展前景达不到要求，则不能通过股票交易市场融资。虽然有些企业采取粉饰和包装等手段骗取上市资格，但也有些本来经营状况良好的企业由于不熟悉监管部门对企业首次公开发行（IPO）的要求而落选。前者需要监管部门提高审慎工作态度和监管水平，如果是后者则会影响公司的发展壮大。作者从监管部门的视角，对企业IPO审核重点进行分析，希望对拟上市公司提供帮助，使得优秀的企业获得更多发展机会，从而优化企业内部资金结构和社会资金配置效率。

一、山东辖区企业近年 IPO 情况介绍

恰当选择一种或多种资产评估基本方法。注册资产评估师对同一评估对象采用多种评估方法时，应当对形成的各种初步价值结论进行分析，在综合考虑不同评估方法和初步价值结论的合理性及所使用数据的质量和数量的基础上，形成合理评估结论”。《企业国有资产评估报告指南》规定：“采用两种以上方法进行企业价值评估，除单独说明评估价值和

近几年来，山东辖区（不包括青岛市）企业的IPO业务取得迅速发展。2010年，发审委共审核山东辖区24家企业，通过14家，审核通过率58%；2011年审核20家，通过16家，审核通过率80%；2012年审核7家，审核通过率100%。从总体上看，2010年至2012年共有37家企业的IPO申请通过发审委的审核，46家企业（含以前年度审核通过企业）发行上市，从一级市场融资近300亿元，有力地支持了企业的做大做强。

二、IPO 审核中的企业盈利能力审核

1.审核企业盈利波动性

判断申请首发上市企业是否具有投资价值，不能仅仅看当前盈利情况如何，还要看这种盈利能否在未来期间持续。监管部门虽然会考虑经济周期对企业的

影响，但同时也考虑企业应对经济周期风险的能力。如果企业不能采取有效措施缓冲经济周期的冲击，则企业未来盈利能力持续性是值得怀疑的。例如：TG公司2009年上半年营业收入及净利润较2008年上半年分别下降53%和54%，报告期内的主要原材料成本及产品价格波动较大，营业收入和利润总额呈反向波动且缺乏合理解释。发审委认为公司成长性和持续盈利能力存在不确定性。再如：SL公司报告期内店面扩张太大。根据对该行业的分析，发审委认为其可持续发展存在很大不确定性。还有，SR公司对第一客户销售比例为90%，发审委认为公司存在对单一客户的重大依赖，无法保证公司持续盈利。

2.审核企业盈利结构

判断一个企业是否具有投资价值，不仅要分析总体收益情况，还要看这些

增减变动幅度外，应当说明两种以上评估方法结果的差异及其原因和最终确定评估结论的理由”。上述准则均未排除对两种方法加权取值的综合解决办法。借鉴在资产评估中采用年限成新率法和勘察成新率法加权确定固定资产成新率，在房地产估价规范中对不同估价方法估算结果根据具体情况计算求出一个综合结果，在土地估价规程中可采用不同估

价方法众数、平均值或以其中某一种价格为最终宗地价格等得到的启示，在两种方法均有一定合理性的前提下，依据实际状况充分、全面分析后，采取两种方法各取一定权重确定一个评估结果符合评估惯例，也是可行的评估策略。 ■

（作者单位：武汉大学经济与管理学院）

责任编辑 达 青