

柯杰地方政府专项债券系列
专项债作项目资本金问题探析

2019年6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅下发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（厅字[2019]33号）（“《33号文》”），该文件中首次规定了允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。允许专项债作为项目资本金，可以放大地方政府自有资金的杠杆作用，以更少的地方政府自有资金投入来撬动市场资金，进行更多的项目建设。简而言之，就是以有限的资金做更多的项目。本文将结合相关法律法规和专项债实践，就专项债券用作投资项目资本金（“项目资本金”）的相关问题进行探析，供读者参考。

一、何为项目资本金？

在对专项债券用作项目资本金进行分析前，首先有必要了解一下何为项目资本金。

项目资本金这一概念最早出现于国务院于1996年8月23日发布的《关于固定资产投资试行资本金制度的通知》（国发[1996]35号）（“《35号文》”）中，是我国固定资产投资领域的一项基本制度。之后有关部门陆续发文，重申这一制度。截至目前，有关项目资本金的最新文件为国务院于2019年11月20日发布的《国务院关于加强固定资产投资项目管理的通知》（国发[2019]26号）（“《26号文》”）。

根据《26号文》，项目资本金是指项目总投资中由投资者认缴的出资额，对投资项目来说必须是非债务性资金，项目法人不承担这部分资金的任何债务和利息；投资者可按其出资比例依法享有所有者权益，也可转让其出资，但不得以任何方式抽回。根据前述规定，我们可以看出资本金的核心特点为“非债务性”。

项目资本金设立的初衷之一，是防止项目投资方在没有任何自有资金的情况下，完全凭借债务资金进行项目建设。这样一来所有的项目风险都由债权人（主要是银行等金融机构）来承担，一方面项目出现风险或亏损，投资方并不受损，与投资方的利益没有绑定，容易引发道德风险；另一方面，所有的项目风险由金融机构来承担，也将会对金融体系带来巨大的风险。因此，国家要求项目投资方必须有一定比例的自有资金投入，且必须是非债务性的，这样在清偿顺位上劣后于债权人，进而实现投资方与项目的利益绑定，控制风险。

关于资本金“非债务性”的特点，实践中需要注意以下两个问题：

- 以明股实债方式投入的资金，不能作为项目资本金，因为其本质上仍属于债务性资金。
- 股东借款原则上不能作为项目资本金，但特定情形下除外。根据原中国银行业监督管理委员会于2009年9月1日发布的《中国银监会关于信托公司开展项目融资业务

涉及项目资本金有关问题的通知》（银监发[2009]84号），股东如承诺在项目公司偿还银行或信托公司贷款前放弃对该股东借款受偿权的，则该笔股东借款可作为项目资本金。

二、 国家对项目资本金的最低比例要求是怎样的？

国家对于项目资本金规定了最低比例要求，即项目资本金占项目总投资的最低比例。此外，对于不同行业，国家规定的项目资本金最低比例要求是不同的。自《35号文》发布以来，项目资本金最低比例几经调整，截至目前，不同项目所要求的项目资本金最低比例如下：

固定资产投资项目	最低资本金比例
钢铁、电解铝项目	40%
水泥项目	35%
煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅项目	30%
邮电、化肥（钾肥除外）项目；机场项目；其他房地产开发项目	25%
电力、机电、建材、化工、石油加工、有色、轻工、纺织、商贸项目；港口、沿海及内河航运项目；铁路、公路、城市轨道交通项目；玉米深加工项目；保障性住房和普通商品住房项目；其他项目	20%
城市地下综合管廊、城市停车场项目，以及经国务院批准的核电站等重大建设项目	在规定最低资本金比例基础上适当降低
公路（含政府收费公路）、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目	在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过5个百分点

专项债项目属于固定资产投资项目，必须遵守项目资本金最低比例要求。

三、 专项债作资本金是否突破了资本金“非债务性”的限制？

有观点认为，投资者缴付的资本金必须来源于投资者的自有资金，而不能是投资者通过贷款或其他方式获得的债务性资金。而专项债券属于政府投入的债务性资金，因此，允许将专项债券作为项目资本金突破了资本金“非债务性”的限制。

根据《26号文》的规定，“投资项目资本金作为项目总投资中由投资者认缴的出资额，对投资项目来说必须是非债务性资金”。因此，我们认为，资本金的“非债务性”，指的是对项目法人的“非债务性”，并非对投资者的“非债务性”。专项债资金属于政府的债务性资金，政府投资方将专项债券资金作为资本金投入项目法人后，资金计入项目法人的所有者权益科目，不计入负债科目，因而对于项目法人而言不属于债务。因此，专项债资金可以作为资本金投入项目建设，并未突破资本金相关规定。

四、 哪些行业的项目可以申请专项债券用作项目资本金？

根据《33号文》，对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金。

2019年9月6日，在财政部召开的“加快发行使用地方政府专项债券新闻发布会”上，财政部副部长许宏才表示，将专项债券作为项目资本金的领域，由现有4个领域扩大为10个领域，具体包括铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水^[1]项债券项目资金需求的通知》后财政部办公厅和国家发改委办公厅于2021年2月1日下发的《关于梳理2021年新增专（财办预[2021]29号）（“《29号文》”）以及于2021年9月30日下发的《关于申报2022年新增专项债券项目资金需求的通知》（财办预[2021]209号）（“《209号文》”）两份文件也再次重申了这十大领域。

五、 专项债作资本金是否有额度限制？

关于专项债券资金可用作项目资本金的额度问题，2019年9月4日召开的国务院常务会议明确“以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右”。根据21世纪经济报道，“以省为单位，2020年专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例提升至25%”^[2]。此后，在《29号文》以及《209号文》两份文件中再次明确“专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例上限保持25%不变，具体根据项目实际确定”。

因此，专项债券资金可用作项目资本金的规模，是以全省用作项目资本金的专项债券规模，占全省专项债券总规模的比例进行限定。即以省份为单位进行总体限定，而不是以单个项目为单位进行限定。目前国家规定的比例标准是25%。实践中，一省范围内，专项债券资金用作每一项目资本金的额度，由省级财政部门在上述25%的范围内统筹分配。如专项债项目欲使用专项债券资金作为项目资本金，应当尽早与省级财政部门及时沟通，以争取额度。

六、 专项债券资金如何作为项目资本金投入项目？

就专项债券项目而言，通常项目资金来源可划分为“有市场化融资”和“无市场化融资”二类。就后者而言，项目本身没有市场化融资，可以采用政府全部直接投资的方式建设项目，不存在项目资本金的问题；此外，项目资本金制度设立的目的便在于防止项目法

人在毫无资本的情况下引入市场化融资增加项目风险。因此，就无市场化融资的项目而言，项目资本金没有意义，此处不再赘述。

对于有市场化融资的项目，根据《33号文》的规定，项目单位应当是企业法人，实践中，绝大多数表现为有限责任公司（为讨论方便，项目单位以下统称为项目法人）。根据《26号文》规定，项目资本金是指项目总投资中由投资者认缴的出资额，投资者可按其出资比例依法享有所有者权益，也可转让其出资，但不得以任何方式抽回。根据《企业会计准则——基本准则》（财政部令第33号，2014年7月23日修订）的规定，所有者权益是指企业资产扣除负债后由所有者享有的剩余权益，公司的所有者权益又称为股东权益。所有者权益具体包括实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润。但对于名下仅有处在建设期且尚未开始运营的项目的项目法人而言，其并不存在盈余公积与未分配利润。因此，基于前述，专项债资金作为项目资本金投入项目的路径应当如下，即由政府投资方将申请的专项债资金，作为对项目法人的股东出资，缴付至项目法人，形成项目法人的注册资本，项目法人可使用该部分资金作为项目资本金投入项目建设。政府投资方在缴付出资后，便成为项目法人的股东，依法享有所有者权益，并可以转让其出资。

需注意的是，在上述关系中，由政府投资方，而非项目法人，承担用作资本金的专项债资金的还本付息义务。如果直接由项目法人承担专项债资金的还本付息义务，将直接违反资本金“非债务性”的基本要求，投入的专项债资金无法被认定为项目资本金。

七、用作项目资本金的专项债券如何偿还？

根据《地方政府债券发行管理办法》（财库[2020]43号）（“《43号文》”）第二条^[3]的规定，专项债券还本付息的资金来源应当是专项收入或者公益性项目对应的政府性基金收入。但对于使用地方政府专项债券资金作为项目资本金的项目而言，如上文分析，专项债资金的还本付息义务由股东承担，项目法人并不承担专项债资金的还本付息义务。而专项收入是由项目法人享有，对于承担专项债券还本付息义务的股东，无权直接享有专项收入，因而其不能直接使用专项收入偿还作为项目资本金的专项债券本息。那么用作项目资本金的专项债券本息该如何偿还呢？

对于股东而言，其将专项债券资金作为资本金投入项目法人之后，持有项目法人的股权。所以，其来源于项目端的收入只能是基于其持有的股权所产生的收入，主要有以下三个方面：(i)其从项目法人获得的分红收入，(ii)其转让项目法人股权所得的收入，以及(iii)项目法人减资或清算^[4]时，其作为股东获得的分配收入。这三项收入从表面来看，并非《43号文》规定的专项收入，似乎并不符合专项债收入来源的要求。但以上三项收入从源头上看，也是来自于项目法人运营项目所产生的收入，即间接来自于专项收入。因而，如果将专项债偿债来源理解为直接和间接来自于项目法人运营项目所产生的专项收入，则以上三项收入也符合专项债偿债来源的要求。

若是以股东享有的分红、转股所得或减资所得作为偿还专项债券本息的资金来源，还需要注意以下两个问题：

1. 收益平衡测算应考虑专项收入转化为分红、转股所得或减资所得问题

上文提到，项目法人的股东清偿用作资本金的专项债券本息的资金来源，是其作为项目法人的股东所享有的分红、转股所得或减资所得。其并不等同于项目法人直接取得的专项收入。因此，在进行项目收益平衡测算时，应当在项目法人的专项收入基础上，测算出项目法人的股东未来可取得的分红、转股所得或减资所得方面的收入，而后再以该收入进行项目收益与融资自求平衡的测算，而不能直接以项目法人的专项收入金额进行项目收益与融资自求平衡的测算。

2. 偿债的确定性问题

根据专项债券相关规定，专项债券的利息一般是按年偿还或按半年偿还，本金可以一次性偿还或分期偿还。一般而言，如果项目有足够和稳定的持续性收益，可以通过半年度或年度的分红，解决专项债利息的资金来源问题。但偿还本金时，会涉及比较大的现金流要求，只靠分红很难满足偿还本金的资金需求。因此需要靠转股所得或减资所得才能满足偿还专项债本金的要求。

需要注意的是，在以转股所得作为偿还本金的来源时，会存在一个问题。即转让予谁？转让价格是多少？何时可以转让完成？均具有不可控性。因此，以转股所得作为偿还本金的资金来源具有极大的不稳定性。就偿还本金而言，我们认为采用减资所得，可控性更高。

但是，在以减资所得作为偿还本金的来源时，也需要注意一个问题。即在市场化融资清偿完毕之前，减资需要取得市场化融资债权人的同意。而此时，债权人通常不会同意。在这种情况下，将无法完成减资，进而无法获得资金偿还专项债。因此，对于专项债作资本金的项目，在专项债本金偿还的设计上，应设计为到期一次性还本，不能设计为分期偿还，以避免在发生前述风险的情况下，因无法获得偿债资金，导致专项债清偿违约。

八、用作项目资本金的专项债与市场化融资的清偿顺位是怎样的？

前文我们提到过，将专项债券资金用作项目资本金的项目，一定是有市场化融资的项目。当专项债券与市场化融资同时存在时，二者的清偿顺位是怎样的？

首先，根据《33号文》的规定，对于专项债券资金用作项目资本金的项目而言，其前提是在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入仍具备融资条件的，方才允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，且不得超越项目收益实际水平过度融资。因而，正常情况下，同时存在市场化融资和专项债券资金的项目，在测算时就需要保证项目收益足够完全覆盖专项债券本息与市场化融资，因此，不需要考虑在清偿顺位上谁更优先的问题。

但是，如果因为项目运营不善或发生其他原因，导致项目收益不及预期，无法同时清偿专项债券本息与市场化融资，便涉及二者的清偿顺位问题。就项目产生的现金流分配，其基本原则是“先债后股”。对于项目法人来讲，其市场化融资为负债，而专项债券资金因作为资本金投入项目法人，对于项目法人而言属于资本而非债务。因此，用作项目资本金的专项债的偿债顺位应排在市场化融资之后。

结语

专项债作项目资本金是国家放大政府投资拉动作用的一项重要举措。在我们参与的专项债项目中，地方政府也逐渐意识到该项举措的价值和意义，越来越多地在地方政府专项债项目上申请使用专项债作为项目资本金。但专项债作资本金同时又是一项看似简单，但实际比较复杂的制度，涉及到众多需要考虑和注意的问题。因此，地方政府在筹划用作资本金的专项债发行方案时，建议尽早聘请专业机构提供意见，以协助规范发行方案和避免风险。

^[1]见 <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/gbwxwfbh/xwfbh/czb/document/1663951/1663951.htm>。

^[2]见 <https://m.21jingji.com/article/20200330/herald/82f2979bb35f9b694302e5e74276b113.html>。

^[3]《地方政府债券发行管理办法》第二条：专项债券是为有一定收益的公益性项目发行，以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源的政府债券。

^[4]需要特别说明的是，清算所得理论上可以作为专项债的偿债收入，但以清算所得作为偿债收入意味着项目法人必须在专项债到期前完成清算，一方面会引发未来项目运营等一系列问题，另一方面，清算程序本身较为复杂，且周期较长，因而以清算所得作为偿债收入在实操上存在困难。



本文作者为柯杰律师事务所曹蕾（合伙人）、张方（合伙人）、刘影、王涛。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的全面的研究。