PPP项目资产证券化解读

潘克三

政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership,PPP）是经济下行压力下中国经济最重要的推动引擎[[1]](#footnote-1)。为激发PPP的活力，促其形成持续健康发展的机制，国家发展改革委、财政部联合发文力推PPP项目资产证券化。[[2]](#footnote-2)本文试就其意义尝试作一解读。

**一、PPP项目的本质和意义**

关于何为PPP，按照出自国家财政部最早的官方定义[[3]](#footnote-3)，是指政府和社会资本在基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系，其通常模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报；政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管，以保证公共利益最大化。[[4]](#footnote-4)可见，PPP的本质是政府利用民间资金进行投资，目的是吸引民间资本为社会提供公共产品和公共服务。[[5]](#footnote-5)

那么，政府为何要利用民间资金来提供公共产品和公共服务呢？

从历史视角观察，主要与两种现象密切有关。

首先，大约在20世纪70年代以后，随着二战结束后各国经济的快速发展，无论发达国家还是发展中国家，对公共基础设施的需求量越来越大，标准越来越高，由政府出面建设耗资巨大的公共基础设施项目越来越困难。在此情况下，一种创新的融资方式——项目融资（Project Financing）开始兴起。[[6]](#footnote-6)项目融资是一种主要不是以项目业主的信用或者项目有形资产的价值，而是仅依赖项目本身良好的经营状况和项目建成、投入使用后的现金流量作为偿还债务的资金来源的无追索权或仅有有限追索权的融资方式。[[7]](#footnote-7)这种“仅通过项目来融资”的方式某种意义上首先是为政府利用社会资本参与基础设施的提供所开辟的道路。现代最早的项目融资案例可能就要算是美国通过发行行业收益债券（IRBs）进行城市基础建设和地区基础建设融资这一案例了。[[8]](#footnote-8)20世纪70年代以后，发达国家基础设施对资金的需求越来越迫切，项目融资就成为大型项目筹措资金的发展方向。进入80年代，发展中国家基础设施建设项目已经开始使用项目融资。[[9]](#footnote-9)到了20世纪90年代，项目融资在世界的各个角落获得广泛应用。给人留下深刻印象的是，在发展中国家越来越多的基础设施项目通过项目融资投资。根据世界银行的数字，1990-2000年，发展中国家通过项目融资实施了1900多个基础设施项目，总投资5800亿美元。[[10]](#footnote-10)

其次，也是在上世纪70年代以后的同一时期，西方经济发达国家宏观经济政策出现一个重要变化，就是对国有企业实行私有化，而作为国有部门的重要领域——公共基础设施项目在私有化过程中首当其冲。[[11]](#footnote-11)一般说来，吸引资本流入最多的国家是那些在进行私有化，艰难地走在转轨道路上的国家，包括分拆某些行业、放松管制、对现有设施的私有化。[[12]](#footnote-12)引为典型的是英国在撒切尔执政期间，于20世纪80年代到90年代初，在电信、石油、电力、天然气、水、航空终端和其他行业成功实行的私有化改革。[[13]](#footnote-13)其改革经验以后演化为一项推动民营资本进入公共物品和服务的提供领域的政策，并由英国财政大臣肯尼斯•克拉克（Kenneth Clarke）率先提出了“公私伙伴关系（PPP）”的概念。就此，使英国成为全世界PPP项目应用最为广泛、操作经验最为丰富、管理制度最为完备的国家。[[14]](#footnote-14)

前述私有化改革实质是公共物品提供的市场化取向。众所周知，传统经济学理论认为基础设施和公共服务为公共物品，其类如阳光和空气，不具有消费的排他性和竞争性或不可具有竞争性，必须由政府来承担提供任务。[[15]](#footnote-15)然而，政府的资金是全体纳税人上交的税收，政府并不可能按照每个人的意愿去收取赋税[[16]](#footnote-16)；并且政府可支配的投资越多，纳税人可自主支配的财富就越小，这会动摇市民社会每个人自主支配个人幸福的根基。还有，一味强化政府的再分配功能，必然会弱化市场的分配功能，降低社会活力。[[17]](#footnote-17)所以，包括新制度经济学在内的新兴经济理论不断论证公共物品通过市场竞争方式提供的可能性。[[18]](#footnote-18)

上述两种现象，一个属于在技术上如何利用社会资本的微观经济问题，一个属于如何对待公共物品提供的宏观政策问题，但两者归根结底都落实到与公共物品提供紧密相关的经济发展目标上。英国私有化改革时期，凯恩斯主义盛行。凯恩斯主义的核心思想是国家采取扩张性的经济政策，通过增加需求促进经济增长。[[19]](#footnote-19)PPP无疑成为贯彻这种思想的工具。

我国目前经济下行压力较大，且现有经济结构属于传统和高污染的结构。据世界银行最新测算，中国环境污染成本大概相当于GDP的9%。据人民银行课题组测算，未来仅土壤污染修复一项，所需投入可能高达50万亿元。在此背景下，转向绿色增长的动力将源于三个方面，一是大规模国土整治和环境治理；二是城市公共设施改造升级和新农村建设；三是重大基础性技术创新。这三大方面均需要源源不断的长期资本提供支持。[[20]](#footnote-20)由此，不难看出PPP如果用好，其意义和作用何其重大。

**二、PPP项目与资产证券化的契合点**

资产证券化是发端于2O世纪70年代美国的一种金融创新产品。[[21]](#footnote-21)其素有“睡眠资产唤醒技术”和“剖层技术”的喻称。[[22]](#footnote-22)

一般理解，资产证券化即指机构将其拥有的可形成未来现金流的资产出售给另一专门成立的公司，然后由后者发行证券，这些证券是由原始资产产生的现金流来抵押。[[23]](#footnote-23)在实务操作上，前述出售资产的机构称原始权益人或发起人；被出售的资产称基础资产，其形态既可以是财产也可以是财产权利，既可以是单项财产或者财产权利，也可以是多项财产或者财产权利的资产组合；而专门成立的公司称SPV（special purpose vehicle），其在大多数情况下是公司，有些情况下却是信托或合伙企业等独立的实体，但并没有实际人员，仅是为隔离基础资产的载体，真正的管理人是发起人委托的信托公司、券商或商业银行等。所以，资产证券化的结果即是原始权益人将原本躺在资产负债表上睡觉的存量资产，出售给SPV，并由SPV以该资产为支撑发行证券，用募集的资金向原始权益人支付购买资产的价格，使其存量资产盘活并出表。[[24]](#footnote-24)对银行来说，实施资产证券化业务背后的基本动因就是让躺在资产负债表上睡觉的资产创造价值。[[25]](#footnote-25)

资产证券化还被理解是结构性融资，是区别于直接融资和间接融资以外的第三种融资方式。这是因为，一方面在交易模式上，资产证券化借由“资产分割”方式对基础资产进行“构造”[[26]](#footnote-26)。包括构建资产池和真实出售两个重要步骤。其中构建资产池即挑选合适的能够产生稳定现金流的资产，以覆盖拟发行证券的收益和本金；真实出售是为了实现破产隔离机制，将挑选合适的资产从原始权益人整体资产中真正剥离出来，以合乎法律意义的所有权转移方式出售给SPV，以实现用该特定资产为标的进行融资的目的。另一方面在资产支持证券的设计上，会设计信用增级结构[[27]](#footnote-27)，通过外部增信、分级、期限结构重新安排等设计，进行存量融资风险再定价，并满足不同风险偏好的投资者的投资需求。不难想见，上述“构造”过程，好比是将一张牛皮剖为“头层皮”、“二层皮”等几张，不仅能提高资产的流动性，还充分发掘了资产的价值，丰富金融产品的品种，因此，被认为是一项重大的金融创新。

从上述资产证券化原理可以看出，资产证券化最核心价值是盘活存量。其可以在不增加基础货币的情况下，释放沉淀资产的流动性，促进金融支持实体经济的发展。[[28]](#footnote-28)这也正契合了建立PPP项目持续健康发展机制的需求。

首先，PPP项目存在明显的投资回收期长、资本流动性不足的问题，由此，PPP模式与期限分割、信用分层和流动性多样的可上市交易的资产证券化产品有天然的结合需求。[[29]](#footnote-29)同时，PPP项目初始盈利能力有限，发行条件有限，采取通常的债券或股权融资方式并不适合，PPP项目资产证券化无疑是最恰当的首选。

其次，PPP项目资产证券化具有长期稳定的市场空间。据媒体报道，最近美国总统特朗普首场国会演讲提出将要求国会批准1万亿美元的基础设施支出计划，资金来源包括公共和私人部门资本。这也说明政府与社会资本合作是一个长期过程，是常态，并没有特别的蜜月期。所以，不仅社会资本参与基础设施建设需要建立一种长效的资本补充机制，而且，PPP项目资产证券化也是长期的。

第三，PPP项目资产证券化也符合PPP的推广理念。PPP的根本目标是满足社会对公共物品的需求，公共物品的创造过程需要全民参与、全民分享。借助资产证券化，就可以让广大的中小投资者分享已完成的PPP项目成果的红利；而完成PPP原始投资的社会资本可快速回收资金，再去投资新的PPP项目，从而吸引更多社会资本参与到PPP项目中来。

**三、PPP项目资产证券化的重中之重**

针对PPP项目的资产证券化，可以运用“剖层技术”作各种各样的设计，如下表[[30]](#footnote-30)：

|  |  |
| --- | --- |
| **阶段** | **资产证券化的可能性方案** |
| PPP项目在建阶段 | 以在建项目未来现金流收入所支持的信托受益权作为基础资产，发行资产支持专项计划，如利用在建保障房项目 |
| 如以重大在建项目未来的现金流作为支持，发行保险资管资产支持计划 |
| 以在建阶段商业银行的项目贷款或金融租赁公司的设备融资租赁债权作为基础资产，发行信贷资产证券化产品 |
| PPP项目建成后运营阶段 | 以收费权和/或财政补贴作为基础资产，发行资产支持专项计划、资产支持票据或资产支持计划 |
| 以运营阶段商业银行的流动资金贷款或金融租赁公司提供设备融资的金融租赁债权作为基础资产，发行信贷资产证券化产品 |
| 以PPP项目公司的股权或股权收益权作为基础资产，发行类REITs产品 |

但是，如前所述，PPP项目资产证券化的根本目的是为社会资本建立退出机制。因此，以PPP项目公司的股权或股权收益权作为基础资产进行证券化才具有真实意义。PPP项目资产证券化应以此为重中之重。

目前，尽管以PPP项目公司股权或股权收益权作为基础资产开展资产证券化在国内尚未尝试过。[[31]](#footnote-31)但国内资产证券化实务中已有可供借鉴的私募房地产投资基金（REITs）项目的经验，其表明PPP项目在资产证券化操作上具有可行性，并具有很好的功能作用。

以其中最典型的中信启航专项资产管理计划为例。根据网上公开[[32]](#footnote-32)的该计划的募集说明书，该计划募集资金52.1亿元人民币，投资于北京、深圳两地中信证券大厦。其产品结构是：（1）由原始权益人中信证券发起设立中信启航专项资产管理计划，向优先级、次级投资者募集资金；（2）由中信金石基金管理公司（中信证券二级全资子公司）作为基金管理人发起设立私募股权投资基金；（3）中信启航专项资产管理计划以其募集资金认购私募股权投资基金的基金份额；（4）由私募股权投资基金设立全资子公司收购基础资产，即拥有两地中信大厦物业的原中信证券两家全资子公司的全部股权。上述交易结构的可借鉴之处在于：一是虽然基础资产的现金流主要是物业租金收入，但其证券化的切割方案既不是租金，也不是物业资产本身，而是原始权益人的股权。这说明，物业租金的现金流以原始权益人股权或其分红收入转换是可以接受且可行的。至于究竟怎样资产切割，完全看需要融资的主体是谁来设计。（当然中信证券的做法也可能其合理避税方面的考虑）[[33]](#footnote-33)二是其使用的双SPV结构。其底层SPV即私募基金；而中信启航专项资产管理计划是上一层SPV。该两层SPV设置，其初衷虽是为了解决专项资产计划不能投资房地产的限制，但给PPP项目以股权收益权作为基础资产的证券化方式廓清了思路。我们知道PPP项目一般对社会资本的股权投资有在一定时间内限制转让要求，但是这不妨就其持有的PPP项目公司的股权先作成一个股权受益权信托计划作为底层的SPV；然后再以信托受益权为第二层基础资产进行证券化设计。

相比房地产资产，PPP项目公司股权或股权收益权更具有明显的现金流优势。PPP项目在推出之前，政府一方需通过三项基本评价即物有所值、财政承受能力和风险分配方能实施。其中物有所值评价考虑的是项目全生命周期内不同方案的成本和风险，包括定性评估（可行性、合理性、可完成性）和定量评估（公共部门比较值）。能不能通过评介，关键是让政府合理确信能够满足公共利益需求，也能让战略投资者合理确信其经营有利可图。因此项目可行性经过严密论证。而另一方面，当PPP项目建设运营以后，其收入模式相对简单明了，包括使用者付费、政府付费和可行性缺口三种模式，且基础设施或公共服务基本没有消费替代性，历史现金流情况就基本锁定了未来的情况，可以通过对PPP项目公司章程的修改，约定较高的且稳定的分红比例[[34]](#footnote-34)，来实现资产证券化所需要的现金流。

总之，以PPP项目公司的股权或股权收益权为基础资产的证券化大有可为，大有作为。

作者简介：

潘克三，中国政法大学民商法学硕士，北京德和衡律师事务所律师。

通讯地址：北京市朝阳区永安东里16号CBD国际大厦16层

邮编：100022

1. 国务院办公厅转发《财政部、发展改革委、人民银行关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》的通知（国办发(2015)42号）指出，“在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式，是转变政府职能、激发市场活力、打造经济新增长点的重要改革举措”。 [↑](#footnote-ref-1)
2. 国家发展改革委、中国证监会联合发出了《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（发改投资[2016]2698号） [↑](#footnote-ref-2)
3. 按照中国财政科学研究院学者的解读，我国PPP源流始于1995年国家计委批准的第一个BOT试点项目，但PPP发展新局面是从中共十八届三中全会决定提出的“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”开启。根据决定精神，2014年以来，以国家财政部、发展改革委两部门为主先后制定出台了的规章和系列规范性文件，推动PPP相关工作，使PPP的意义和制度框架日渐清晰。参见谭静编著：《政府和社会资本合作项目法律文本体系及核心条款》，山西经济出版社2016年版，第1至15页。 [↑](#footnote-ref-3)
4. 《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（财金(2014)76号）。 [↑](#footnote-ref-4)
5. 顾功耘主编：《公私合作（PPP）的法律调整与制度保障》，北京大学出版社2016年版，序言第1页。 [↑](#footnote-ref-5)
6. 参见卢家仪、卢有杰等编著：《项目融资》，清华大学出版社1998年版，第24页 [↑](#footnote-ref-6)
7. 参见卢家仪、卢有杰等编著：《项目融资》，清华大学出版社1998年版，第1页 [↑](#footnote-ref-7)
8. （美）卡恩（Khan, M. F. K.），（美）帕若（Parra, R. J.）:《大项目融资:项目融资技术的运用与实践》，朱咏等译，清华大学出版社2005年版，第30页 [↑](#footnote-ref-8)
9. 卢家仪、卢有杰等编著：《项目融资》，清华大学出版社1998年版，第26页 [↑](#footnote-ref-9)
10. （美）卡恩（Khan, M. F. K.），（美）帕若（Parra, R. J.）:《大项目融资:项目融资技术的运用与实践》，朱咏等译，清华大学出版社2005年版，第14页 [↑](#footnote-ref-10)
11. 卢家仪、卢有杰等编著：《项目融资》，清华大学出版社1998年版，第25页 [↑](#footnote-ref-11)
12. （美）卡恩（Khan, M. F. K.），（美）帕若（Parra, R. J.）:《大项目融资:项目融资技术的运用与实践》，朱咏等译，清华大学出版社2005年版，第17页 [↑](#footnote-ref-12)
13. 参见（美）卡恩（Khan, M. F. K.），（美）帕若（Parra, R. J.）:《大项目融资:项目融资技术的运用与实践》，朱咏等译，清华大学出版社2005年版，第61-64页。 [↑](#footnote-ref-13)
14. 浦明书、罗学富、周勤 著：《PPP项目财务评价实战指南》，中信出版社，2016年版，第2页。 [↑](#footnote-ref-14)
15. 参见刘海藩主编：《领导干部西方经济学读本》，中国财政经济出版社1999年版，第159-163页 [↑](#footnote-ref-15)
16. 句华著：《公共服务中的市场机制：理论、方式与技术》，北京大学出版社2006年版，第17页 [↑](#footnote-ref-16)
17. 李剑阁：《税收不是越多越好，应用法律严格限制政府收税权力“，http://economy.caijing.com.cn/2012-03-03/111723074.html，2017年2月25日访问。 [↑](#footnote-ref-17)
18. 参见句华著：《公共服务中的市场机制：理论、方式与技术》，北京大学出版社2006年版，第60-62页；浦明书、罗学富、周勤著：《PPP项目财务评价实战指南》，中信出版社，2016年版，第1页。 [↑](#footnote-ref-18)
19. 顾功耘主编：《公私合作（PPP）的法律调整与制度保障》，北京大学出版社2016年版，序言第2页。 [↑](#footnote-ref-19)
20. 洪磊：《发展公募REITs 推动公共不动产证券化进程——在“陆家嘴资产证券化论坛”上发表的讲话》，http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/391768.shtml，2017年3月1日访问。 [↑](#footnote-ref-20)
21. 参见彭冰著：《资产证券化的法律解释》，北京大学出版社2001年版，第10页。 [↑](#footnote-ref-21)
22. 笔者听到的业内学者的私解，现未能查到纸面最早的出处。 [↑](#footnote-ref-22)
23. （美）贝格（Baig,s.）（美）乔德里（Choudhry,M.）著：《资产证券化实务精解》，陈丽霞，林东译，机械工业出版社2013年版，第4页。 [↑](#footnote-ref-23)
24. 资产证券化在全球主要有表外和表内两种模式。表外模式也称作”美国模式“，是原始权益人把资产真实出售给特殊目的载体（SPV），SPV购得资产后重新组建资产池，以资产池作为履约的担保来发行证券；表内模式也称作“欧洲模式”，是原始权益人持有作为履约担保的资产池，并以该资产池作作为履约担保发行证券。见张晓凌著：《美国资产证券化法律问题研究》，中国商务出版社2012年版，第3页。 [↑](#footnote-ref-24)
25. （美）贝格（Baig,s.）（美）乔德里（Choudhry,M.）著：《资产证券化实务精解》，陈丽霞，林东译，机械工业出版社2013年版，第4页。 [↑](#footnote-ref-25)
26. 参见张晓凌著：《美国资产证券化法律问题研究》，中国商务出版社2012年版，第1页 [↑](#footnote-ref-26)
27. 也有学者认为资产证券化中的结构单指信用增级结构。参见高广春著：《资产证券化的结构：形成机理和演变逻辑》，中国经济出版社2008年版，第2页。 [↑](#footnote-ref-27)
28. 姚卫巍：《3万亿资产证券化启航》，载《证券市场周刊》，2013年第32期 [↑](#footnote-ref-28)
29. 林华主编：《PPP与资产证券化》，中信出版社2016年版，第156页 [↑](#footnote-ref-29)
30. 参见林华主编：《PPP与资产证券化》，中信出版社2016年版，第175-176页。 [↑](#footnote-ref-30)
31. 林华主编：《PPP与资产证券化》，中信出版社2016年版，第175页。 [↑](#footnote-ref-31)
32. 中信证券网站，http://www.cs.ecitic.com/news/newsContent.jsp?docId=2491184，2017年3月1日。 [↑](#footnote-ref-32)
33. 参见王志宇：《中国税制下的REITs设立困境探析》，载《金融法苑》，2015年，总第91辑。 [↑](#footnote-ref-33)
34. 林华主编：《PPP与资产证券化》，中信出版社，2016年版，第213页。 [↑](#footnote-ref-34)