

# PPP 项目的资产证券化探讨

宁娜

(山西建筑工程集团有限公司, 山西 太原 030000)

**摘要:** 在激烈的市场竞争中, PPP 项目如何开展资产证券化已成为一个重要的研究课题。在此背景下, 本文首先给出了资产证券化的定义, 并对资产证券化进行了一般性的理解。其次, 指出了发展 PPP 资产证券化的风险。最后, 本文提出了 PPP 项目资产证券化的建议和措施, 为 PPP 项目的运作和发展提供了指导, 加强业务发展。

**关键词:** PPP 项目; 资产证券化; 退出模式; 风险因素

**中图分类号:** F283

**文献标识码:** A

**DOI:** 10.12230/j.issn.2095-6657.2021.44.003

PPP 项目的特点是投资大、风险高、周期长、回报稳定, 随着我国 PPP 改革的不断深入, 融资渠道是 PPP 项目实施的关键因素。资产证券化是拓宽 PPP 项目融资渠道的金融手段之一, 加强 PPP 项目资产证券化对于更新 PPP 投资组合、筹集更多社会资金提供公共服务、促进项目可持续发展、减轻政府对于公共投入的资金压力具有重要意义。

## 一、PPP 资产证券化的基本内涵

### (一) PPP 的定义

PPP 全称为 Public-Private Partnership, 顾名思义是国家与社会资本的结合, 《促进国家和社会资本在公共服务领域合作的指导方针》(国办发[2015]42号)强调, PPP 是提供公共服务的创新机制。公共教育应在评估公共服务绩效的基础上充分考虑股本。社会必须创造足够的收入。公共产品和公共服务主要是生命周期的伙伴关系, 国家和社会资本共同提供公共产品和公共服务, 具有共同的利益和风险。充分利用各方资源, 提高公共产品和公共服务采购的质量和效率。

### (二) 资产证券化的定义

2014 年国务院发 60 号文件《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》, 要求探索创新信贷模式, 支持特许经营权法、购买服务协议、收费权等经营权质押贷款, 发展债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等融资工具, 引导社保资金及保险资金用于收益稳定、回收期长的基础设施项目。

2016 年国务院 18 号文件《关于深化投融资体制改革的意见》, 特别提出“创新融资机制, 畅通投资项目融资渠道”, 要充分发挥政策性及开发性金融机构的作用, 支持重点项目建设; 要拓宽投资项目融资渠道, 支持有真实经济活动支撑的资产证券化, 盘活存量资产, 优化金融资源配置, 更好的服务投资兴业; 加大创新力度, 丰富债权品种, 支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金; 在风险可控的情况下, 逐步放宽保险资金投资范围, 支持重大基础设施、重大民生工程、新型城镇化等领域的建设。

2017 年财政部、中国人民银行、中国证监会联合发布 55 号文件《关于规范开展政府和社会资金合作项目资产证券化有关事宜的通知》, 从筛选到程序, 从审核到监督, 都进行了细致的安排。

资产管理弱化, 资产流失较严重, 无疑会带来严重损失, 基于此问题分析后, 其主要原因是资产管理方面存在的管理意识不强、处置责任不明确、目前缺乏规范、账实不符以及固定资产核算不规范等。在此类问题出现后, 随之提出了提高认识、建立完备的清查制度、增加财会人员资产管理知识培训、强化责任意识、完善监督机制等相关对策, 优化资源配置, 使国有资产管理进一步规范化、制度化, 达到确保国有资产的安全完整、防止资产流失的目的。

资产管理信息系统试点成功后, 在全国实施, 资产管理工作的静态管理向动态管理转变。但在管理过程中因主要领导对资产管理重视程度不同、管理职责不同、管理方式不同及实施资产管理信息系统方式不同等原因, 使得资产管理仍存在一些。资产动态管理需要通过提高领导重视程度、完善管理制度、实施资产管理信息系统等对策来实现。资产管理存在着外部监管不力、资产管理职责不明确、财务管理的不规范造成资产账实不符、管理意识薄弱、管理人员专业素质低下等问题。分别从内部因素与外部因素两方面对造成问题的原因进行分析, 提出应该规范财务管理、强化内部约束, 强化固定资产日常管理, 推进资产管理信息化建设, 加强资产有偿使用和处置收入管理等政策建议。

PPP 资产证券化, 是指证券公司、基金管理公司作为管理人, 通过设立资产支持专项计划, 开展资产证券化业务, 以 PPP 项目收益权、PPP 项目资产、PPP 项目公司股权分等为基础资产或基础资产现金流来源, 所发行的资产支持证券。

### (三) PPP 项目资产证券化的主要特点

PPP 项目资产证券化与一般项目资产证券化在原则和操作上无显著差异。然而, 由于 PPP 模式的特点, 其证券化具有以下几个特点。

1. 在 PPP 项目资产证券化中, 运营管理权与收益权的分离

在 PPP 项目资产证券化过程中, 基础资产大部分情况下与政府特许经营权密切相关, 国家由于对特许经营的准入要求越来越严格, 使 PPP 项目的运营管理权转移比较困难, 因此, 在实践中, 收益权更加独立, 被用作资产证券化的核心。

2. PPP 资产证券化对基础资产的合规性审查

开展资产支持计划, 满足基础资产合格标准的一般要求外, 还需要满足: 基础资产应已经完成两评一案的审批等手续; 已经签订有效的 PPP 合同; 已经完成建设, 投入运营并获得相关付费; PPP 合同及融资合同未对社会资本方转让项目收益权做出限制性规定; 基础资产未设定抵押或质押等权利负担, 已经设置的, 通过资产专项计划能够解除; 基础资产无重大违约影响持续建设运营的; 不存在政府进行违规担保行为; 资产支持证券的最晚到期日不能超过 PPP 合同的到期日。

3. PPP 资产证券化产品组合与 PPP 项目的实施期相同

PPP 项目的存续期通常 10-30 年, 比一般资产证券的期限要长很多, 而资产证券化产品的期限不能超出项目的实施期, 需要不断的继续完善政策, 完善谈判机制。

4. PPP 资产证券化直接增信的难度较大

PPP 项目的融资, 对项目本身的偿债能力要求较高, 包括资产抵押或担保、现金流是否充裕、政府付费不能兜底、资产运作是否合法合规等。PPP 资产证券化中, 采取政府付费模式作为还款来源, 势必要弱化“政府信用兜底行为”, 直接增信难度较大(政府兜底行为或者提供土地抵押会增信)。《关于进一步发展国家与注册资本合作试点企业的通知》(财办[2015]57号), 以最低担保债券、回购协议、普通股、实物债券等形式融资的, 地方政府不得提供非自愿的购买力平价贷款。资产质押和购买力平价质押对租赁担保权提出了更高的要求。因此, 在 PPP 项目资产证券化过程中, 应注重项目资金的获取能力建设, 提高社会信用水平, 为项目融资的顺利开展提供保障。购买力平价项目组合。

## 二、PPP 资产证券化模式

### (一) PPP 模式分析

在我国, PPP 模式在推动国家机构改革和职能转变方面发挥着重要作用。在 PPP 模式下, 公共部门已从一个专门的公共服务提供者转变为一个监管机构, 不再提供某些小型公共服务, 而是控制私营部门参与向公众提供服务的要求。2014 年, 国务院和有关部门发布了一系列加强政府与社会资本合作的政策文件。促进社会资本参与基础设施服务和提供公共服务的各种形式都取得了良好的效果。当前, 我国经济发展进入了一个新的阶段: 加强资产证券化的运作是推动经济发展的重要手段。近年来, 我国证券市场发展迅速, 参与者类型多样化, 流动性增强,

服务业能力增强, 资产证券化渠道加宽。

### (二) 资产证券化的运作程序

在一般情况下, PPP 项目资产证券化应包括发起人、特殊工具、中介机构和投资者等不同的主体。发起人是资产证券化项目的原所有者和所有者。PPP 项目通常由国家注册资本设立的项目公司联合实施。作为第一步, 项目公司将其投资组合与未来现金流捆绑起来, 并将其出售给 SPV。SPV 可以将项目公司出售的资产转让给项目公司, 将从资产中获得的资金转让给项目公司。保险公司、银行、律师事务所、审计事务所、资产评估机构、评级机构、信用机构应当按照职责对待证券财务。经当事人和有关部门批准的资产证券化产品可以出售给不同的投资者。目前, 资产证券化的主要产品是银行、财务管理、基金、信托、资产管理等机构收购。

## 三、PPP 项目资产证券化的主要风险

### (一) 有条件开展资产证券化的项目没有动力实施

《关于规范国有资本和注册资本合作项目资产证券化的通知》规定: 如果项目公司是发起人(原股权持有人), 它实施了一项筹资计划, 最初的资金实际上已经到位。发证部门绿色通道验收; 该项目已成功运行两年多, 发起人(原股东)余额稳定。当本期融资到位, 运营期开始时, 项目公司最需要资金的建设阶段已经结束, 进入稳定的贷款偿还期, 可选择银行贷款、债券发行等方式。

### (二) 资产证券化的风险收益不对称

对于项目公司, 优先考虑银行贷款。PPP 项目合作期可达 30 年, 投资期较长, 但投资者更愿意投资 5 年以下的证券, 对于投资超过五年或希望投资的商品, 特别谨慎, 与投资者意愿存在显著差异。

### (三) 地方政府的信贷风险

PPP 项目通常是基础设施和公用事业项目, 付费模式包括政府付费、使用者付费、缺口补助。地方政府出现债务违约时, 是否可以动用国有资产来清偿, 相关的处理方法有别于一般的企业, 由于没有政府破产法, 因此地方政府不存在破产问题。地方政府债务透明度差, 相关财政数据和债务数据处理不够规范, 评级数据的获取和准确性判断难度较大。还要重点分析影响地方政府自身信用风险的经济实力、财政实力、政府治理水平及地区金融生态环境等影响因素。

### (四) 员工业务水平有待提升, 缺乏相关的培训

由于公司员工对 PPP 资产证券化的认识不足, 主要表现在公司员工对 PPP 资产证券化的具体程序、范围不是很了解, 对国家政策的了解, 导致无法将政策在资产证券化中运用等方面。系统的培训可以提高 PPP 项目从业人员的专业水平, 加深对资产证券化的认识, 但在项目实施过程中缺乏相关培训导致企业员工对资产证券化的认识不够, 从而降低了企业资产证券化的转化效率。

### （五）PPP 资产证券化吸引力不足的问题

PPP 基础资产大多为公共产品和公共服务项目，有很强的公益性，与政府签订的特许经营协议中不允许产生暴利。投资者在面临选择上更倾向于选择期限短，回报高的项目。这就会造成该产品对投资者的吸引有限。

### （六）现金流预测风险

PPP 资产证券化基础资产的现金流预测是产品存续期间产生现金流的关键因素，也是产品发行金额的主要参考指标。资产未来现金流量预测的基本假设受到多方面因素的影响，主要包括：运营期限、运营回收方式、初始投资额、运营计算公式、政府能否按照合同履行、基础资产重大经营风险、融资方式、国家宏观经济政策等因素。任何一个因素的变动都会对未来现金流产生重要影响，甚至无法按照合同回收。

### 四、针对 PPP 项目存在的问题提出的建议措施

针对 PPP 项目资产证券化存在的问题，提出了 PPP 项目资产证券化的合理化建议和措施。促进 PPP 项目的有效运作，提高其融资能力。

#### （一）提高 PPP 公司人员素质，加强培训

由于 PPP 项目已经进行了很长一段时间，在资产证券化的过程中，必须对商业交易和国家政策有一个全面的了解。因此，有必要从以下几个方面入手，加强相关培训，提高业务活动的整体水平。第一，提高项目公司主要人员对 PPP 项目中资产证券化的认识，以便他们更好地理解资产证券化。第二，加强证券化公司的岗位招聘方式，适当组织第三方招聘，提高招聘的质量和效率，并在必要时提高招聘的透明度。第三，定期培训资产证券化专业人员，帮助他们了解资产证券化和相关国家战略，提高他们的主动性和能力。第四，引入绩效评估体系，对 PPP 企业员工的绩效进行了评估，绩效考核，实施奖惩措施，增强其主动性，最终提高 PPP 项目资产证券化。

#### （二）强化 PPP 项目对投资者的吸引力度，有效融资

为了提高 PPP 项目融资的效率，首先，要提高 PPP 项目融资的投资者吸引力，提高 PPP 项目融资的购买力。提供稳定的现金流，支持资产证券化，增强投资者对产品的信心。发行证券的基础是企业的稳定收入和长期投资。其次，根据预防原则制定风险降低计划，建立可靠的机制降低风险，确保在发生资本风险时有效规避或消除资本风险，降低资本风险，保护投资者利益。最后，对不同的证券交易所进行创新和突破，满足各类投资者的需求，实现融资目标。

#### （三）建立适当的应急机制，降低财务风险

首先，PPP 资产证券化的融资方式，可以规避资金风险，但是也会存在资金缺口的难题，解决措施如下根据谨慎性原则，合理估计项目运营后的现金流量和项目实施时间；建立适当的应急机制，消除财政赤字风险，定期评估资金流动情况。改进项目风险管理。其次，由于 PPP 项目参与者众多，资产

证券化实施过程复杂，可能存在一定的资金风险。在这种情况下，应建立资本风险应对机制，建立早期、快速、有序的风险评估体系。风险管理应尽快或尽快进行。另外，通过系统的有效性评价，找出并改进系统的不足之处，确保项目产品和资源的安全。最后，建立对 PPP 项目组合活动的信心，通过政府担保提高贷款水平，确保稳定的现金流，促进 PPP 项目的发展和进步。

### （四）解决周期不匹配

PPP 项目的长期特性决定了它是否适合投资者。短期和更有利的回报（如基金和私人投资）是不可靠的，但对中长期投资者更为有利。大型、长期、可靠的基金，如保险，更有能力满足他们的需求。建议政府制定相关规定，鼓励商业保险公司、社会保障基金等机构参与。企业资产证券化。短期证券化进程结束后，可以重新评估该项目，并可能在证券化进程的下一阶段重新发布该项目。

### （五）明确政府支付责任

关于 PPP 合同和特许经营协议中规定的政府付款义务，政府应确保纳入财政预算并及时付款，以防止“新官不理旧账”及其影响，保障基础资产的现金流不受影响。

## 五、结束语

近年来，随着国家经济的发展，投资者和金融机构对新模式表现出极大的兴趣。PPP 项目资产证券化可以拓宽项目融资渠道，解决股本赎回问题，提高项目的流动性，对项目的健康可持续发展具有重要意义。中央部门在解决 PPP 项目下资产证券化相关问题上做出了巨大努力，为 PPP 资产证券化的进程做出了重要贡献。但是，PPP 资产证券化的运作还需要进一步完善，完善资本市场环境，明确参与主体的责任和义务，为 PPP 资产证券化提供新的融资渠道，社会货币增加了 PPP 计划的吸引力。

### 参考文献：

- [1] 范蕴轩.PPP 项目资产证券化运作研究[D].北京交通大学, 2021.
- [2] 何丹莹.PPP 项目收益权资产证券化的法律问题研究[D].华东政法大学, 2021.
- [3] 王禹.PPP 项目资产证券化潜在问题及对策研究[D].天津财经大学, 2020.
- [4] 赵梓旬.PPP 项目资产证券化法律规制研究[D].西南科技大学, 2020.
- [5] 王玥雯.PPP 项目资产证券化风险及其防范探析[D].江西财经大学, 2020.

作者简介：宁娜（1985-），女，山西临汾人，本科，中级职称，山西建筑工程集团有限公司，从事工程经济研究。