

联合 研究报告

2014.11.03

存量债务何处去、城镇化资金哪里来

——引入 PPP 模式是缓解地方政府债务风险的现实选择



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

存量债务何处去、城镇化资金哪里来

——引入 PPP 模式是缓解地方政府债务风险的现实选择

联合资信评估有限公司 丁继平

PPP（公共私营合作制）模式是近期的一个热门话题。其起因是中国政府正拟对大规模的地方性债务进行清理规范，同时城镇化加剧公共产品和服务供需矛盾，导致基础设施建设的资金需求和政府资金规模之间的缺口问题在将来很长一段时间难以解决，故开辟新的融资渠道且控制政府债务风险是当前地方政府应对该问题的主要诉求，PPP 模式是目前能满足地方政府该诉求的主要选项之一，但 PPP 能实现多大规模仍有很多现实的问题需要解决。

一、力推 PPP 模式的政策背景及其对缓解地方政府债务风险的意义

2014 年 10 月 2 日，国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发 43 号文），其主旨是为了规范地方政府的融资行为，对债务规模实现有效控制，以化解地方政府债务风险。近年地方政府通过下属各类平台公司进行大规模的融资，大多数平台公司是兼具融资、市场化项目经营、准经营性项目运营功能的混合体，这种混合体形式将地方政府的偿债责任延伸放大。按照国发 43 号文，将会按照“权、责、利”相一致的原则，对这种混合体进行剥离，以实现债务偿还责任“市场的归市场，政府的归政府”，其中对于准经营性项目，“推广使用政府与社会资本合作模式。鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。政府通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则，使投资者有长期稳定收益。”

此前，财政部为贯彻落实党的十八届三中全会关于“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”精神，拓宽城镇化建设融资渠道，促进政府职能加快转变，完善财政投入及管理方式，尽快形成有利于促进政府和社会资本合作模式发展的制度体系，于 2014 年 9 月 23 日发布《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），对推广 PPP 模式的意义、制度设计和政策安排、政府财政管理职能、强化组织和能力建设等方面进行了阐述，为推动 PPP 模式的发展提供了框架性方向。

2014 年 10 月 22 日，在北京召开的第 21 届亚太经合组织（APEC）财长会议，认为 PPP 提供了一个新的、有别于传统政府采购模式发展基础设施的可行模式，成功的 PPP 项目可有效扩大公共基础设施供给，提高公共服务的质量和资金使用率，并通过分担风险和责任，最大限度地利用私营部门的资金和技术。鉴于基础设施建设的资金需求和 APEC 各经济体有限的政府资金规模之间存在巨大缺口，呼吁各方采取进一步措施，包括通过自身的政策改革，吸引长期融资并撬动民间资本来填补这一缺口，其中包括公私合作（PPP）模式。

2014 年 10 月 23 日财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），提出“对适宜开展政府与社会资本合作（PPP）模式的项目，要大力推广 PPP 模式，达到既鼓励社会资本参与提供公共产品和公共服务并获取合理回报，又减轻政府公共财政举债压力、腾出更多资金用于重点民生项目建设的目的。”

国务院总理李克强在 10 月 24 日主持召开的国务院常务会议上，提出“要大力创新融资方式，积极推广政府与社会资本合作（PPP）模式，使社会投资和政府投资相辅相成。优化政府投资方向，通过投资补助、基金注资、担保补贴、贷款贴息等，优先支持引入社会资本的项目。”

由于准经营性项目的外部经济性、内部收益率差、投资规模大、投资风险较大等特点，成立合作公司是现阶段 PPP 模式的主要形式之一。通过引入 PPP 模式，特别是在成立合资公司的形式下，在现阶段对缓解地方政府债务风险可以起到以下作用：一是降低政府债务率，因为引入社会资本相当于引入股权投资，将增加政府资产负债表的权益规模，客观上起到降低政府债务率的效果。现阶段部分地区债务负担较重，对其发展带来不利影响。根据审计署 2013 年 12 月 30 日发布的《全国政府性债务审计结果》，截至 2013 年 6 月底，地方政府负有偿还责任的债务 108859.17 亿元，负有担保责任的债务 26655.77 亿元，可能承担一定救助责任的债务 43393.72 亿元。截至 2012 年底，有 3 个省级、99 个市级、195 个县级、3465 个乡镇政府负有偿还责任债务的债务率高于 100%；二是政府仅按

约定规则依法承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，以出资额对合作公司承担有限责任，减轻政府的连带责任。截至 2013 年 6 月底，地方政府或有债务规模 70049.49 亿元，占债务总额的 39.14%，或有债务总体较高；三是降低地方政府债务偿还流动性风险，目前地方政府债务期限与偿还能力错配以及偿债资金来源过于依赖土地出让金是造成流动性风险的主因，而 PPP 模式引入长期稳定权益资金，可以在一定程度上缓解地方债务偿还流动性风险。目前地方政府债务偿还期限较为集中，以 2013 年 6 月底地方政府性债务余额未来偿债年度看，2013 年 7 月至 12 月、2014 年到期需偿还的政府负有偿还责任债务分别占 22.92% 和 21.89%，2015 年、2016 年和 2017 年到期需偿还的分别占 17.06%、11.58% 和 7.79%，2018 年及以后到期需偿还的占 18.76%。同时地方政府性债务对土地出让收入的依赖程度较高。截至 2012 年底，11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额 34865.24 亿元，占省市县三级政府负有偿还责任债务余额 93642.66 亿元的 37.23%。四将降低地方政府的资金成本，从目前看，地方政府通过平台融资的成本一般高于同期银行的贷款，降低融资成本也有利于缓解地方政府的利息支付压力。截至 2013 年底 6 月底，地方通过信托融资 14252.33 亿元，融资租赁融资 2318.94 亿元，占整个融资规模的 9.26%，其融资成本大多在 10% 以上；五是约束地方政府的投资行为，目前政府投资资金使用效率低下，投资规模超预算现象明显也是放大地方政府债务风险的一个重要因素，通过引入社会资本，凭借社会投资者先进的经营理念、技术经验和管理模式以及雄厚的资本、成本控制优势，可以达到控制投资规模，提高资金使用效率，实现项目收益最大化的目的。从英国的实践看，其采用 PPP 模式起到了良好效果：80% 的工程项目按规定工期完成，20% 未按期完成的，拖延时间最长不超过 4 个月，而常规招标项目按期完成的只有 30%；同时 80% 的工程耗资均在预算之内，20% 超过预算的是因为政府提出调整工程方案，而按一般传统招标方式工程耗资在预算之内的只能达到 25%；六是撬动社会存量资金，为化解存量债务风险和解决城镇化建设资金缺口开辟新的资金渠道。财政部副部长王保安 2014 年 3 月份表示，预计 2020 年城镇化率达到 60%，由此带来的投资需求约为 42 万亿元人民币。另外财政部财预〔2014〕351 号文，明确在对地方政府负有偿还责任的存量债务进行甄别时，通过 PPP 模式转化为企业债务的，不纳入政府债务。这

反映了中央政府借道 PPP、政府债务市场化方式解决思路。因此根据中央政府控制地方政府债务风险的精神，社会资本在目前存量债务的清理过程中，社会资本将发挥积极作用，在城镇化过程中也将是主要资金来源。

二、PPP 模式及选择分析

广义 PPP 可以分为外包、特许经营和私有化三大类，其中：外包类是指 PPP 项目一般是由政府投资，私人部门承包项目设计、建造、经营、维护中的一项或几项职能，并通过政府付费实现收益。在外包类 PPP 项目中，私人部门承担的风险相对较小。从投资资金的来源看，主要来自政府，专业的公司只是提供专业的服务。这种模式主要解决的是政府专业技术方面的欠缺，有利于提高建设效率以及运营水平，其提供资金支持的方式主要是建造过程中的短期资金垫付，总体对解决政府投资资金不足帮助不大。

私有化类：PPP 项目由私人部门负责项目的全部投资，在政府的监管下，通过向用户收费收回投资实现利润。由于私有化类 PPP 项目的所有权永久归私人拥有，并且不具备有限追索的特性，因此私人部门在这类 PPP 项目中承担的风险最大。这种模式对解决政府投资资金不足的帮助最大，但由于私人承担风险较大且符合此类盈利要求的项目有限，故该模式的发展规模有限。

特许经营类：项目需要私人参与投资，并通过一定的合作机制与公共部门分担项目风险、共享项目收益。根据项目的实际收益情况，公共部门可能会向特许经营公司收取一定的特许经营费或给予一定的补偿。在这种模式下，有几种选择：一是股权、产权转让：政府将国有独资或国有控股企业的部分产权/股权转让给私人机构，建立和形成多元投资和有效公司治理结构，同时政府授予新合资公司特许权，许可其在一定范围和期限内经营特定业务。这种模式下实现了政府投资的退出，有利于政府将获取资金投向新的项目，但对解决项目前期资金帮助小，同时由于社会投资者未参与项目前期，投资控制难以实现，项目后续运营效果缺乏保障基础；二是成立合作公司：政府方以企业的资产与民营机构（通常以现金方式出资）共同组建合资公司，负责原国有独资企业的经营。同样，政府将授予新合资公司特许权，许可其在一定范围和期限内经营特定业务。这种模式对解决

目前政府项目前期投资资金缺口帮助较大，但私人投资承担风险较大。现阶段成立合资公司是 PPP 模式的主要形式之一。

三、推进 PPP 模式存在的问题及建议

中国在 20 世纪 80 年代就开始在基础设施领域以 PPP 模式引入外商投资，2008 年 4 万亿计划后也以 PPP 模式引入了国内社会资本进入地铁、铁路及公路等领域，但规模不大。目前制约 PPP 模式发展的主要问题是：一是投资者利益保障问题，包括收益水平、稳定性及获取，相关退出机制等；二是 PPP 合作公司本身发展受限，外部融资阻碍较大；三是政府职能定位问题，政府集项目决策、实施、监督等职能于一体，容易产生错位与越位问题，对 PPP 模式顺利推进带来不确定性风险；四是相关配套政策不完善，包括法律法规及制度、专门的管理机构、监督机制等；五是目前实体经济整体景气度较低，其融资本身面临困难，如何激活社会闲置资金，引导其参与 PPP 模式也是一个重要的问题。针对存在的问题，提出如下建议：

1、切实保障社会投资的利益，激发社会投资者的积极性。

如何激发社会投资者的积极性，引导社会资金的参与是决定 PPP 模式规模的主要因素。社会投资者的利益如何保障和得以实现的途径是关键所在。一般而言，引入 PPP 模式的项目一般具有投资回收周期长、投资规模大、经营成果对政府定价以及补贴等方面依赖性大等特征，且项目往往处于投资期其运营效果存在不确定性和风险；另外在合作过程中，社会投资者处于相对弱势地位，收益的保障以及获取很大程度上取决于政府声誉，这对社会投资者的资金安全性、流动性、收益性带来较大不确定性。因此引入“优先股”的概念或者可以在一定程度上减少投资者的担忧。具体设计上：（1）赋予社会投资者对合作公司重大决策和经营管理的监督权，目前的优先股设计中，优先股一般来说对公司的经营没有参与权，通过让社会投资者代表成为独立董事或监事会成员，可以让合作公司的经营运作透明化，有助于降低经营风险，提升经营效益，以切实保证社会投资者的利益；（2）在赎回权方面，可以在考虑项目回收周期的基础上确定赎回周期，

社会投资者同时具有回售选择权，这一方面可以保证项目的顺利竣工以及正常运营，另一方面也可以在一定程度上降低社会投资者的资金流动性和安全性风险；

（3）在收益率方面，基准利率以同期社会平均收益率水平为基准，若合作公司的总资本收益率高于或低于同期社会平均收益率水平，收益率可以在基准基础上适当调整，但最低的收率应有相应的保证，这一方面保证了社会投资者长期较为稳定的收益水平并将其收益与合作公司的收益紧密联系，有利于促进社会资本、政府资本收益最大化，另一方面取消一般优先股设计中的票息步升，有利于控制融资成本；（4）在清偿顺序方面，社会投资者的本金及利息在破产清算时的清偿顺序低于公司其他待偿还债务融资工具，但高于其他股东，这一方面有利于合作公司拓展融资渠道，通过银行贷款、企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债，另一方面也有利于保障社会投资者的利益；（5）在递延收益率支付方面，在每个付息日，除发生强制付息事件，合作公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果合作公司向普通股股东分红或政府资本减少注册资本、或者政府对合作公司未按约定规则依法承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，合作公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。将政府对合作公司承诺纳入强制付息事件的考虑范畴，主要是对政府行为进行硬约束，以降低因“政府声誉”对投资者收益带来损失的可能性。如果发生强制付息事件时合作公司未付息且拖欠行为持续 5 个工作日内，或合作公司违反利息递延下的限制事项，视为违约，社会投资者可以要求合作公司赎回本金和利息。

2、建立畅通的退出机制，解决投资者的后顾之忧。

引入 PPP 模式的项目一般具有投资回收周期长、投资规模大的特点，设立完善的退出机制也是吸引社会投资者的重要一环，除上述第一点提到的退出机制外，可以设立全国性的 PPP 股权交易市场，也可以考虑通过上市的方式实现股权退出。

3、设立区域性的风险保障基金，为 PPP 合资公司发展提供便利。

建议财政拿出一定规模的资金，设立专门的风险保障基金，为 PPP 合资公

司发展提供支持。一是投资者保障功能。如政府对合作公司未按约定规则依法承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，导致投资者受损，可以要求该基金进行一定程度的赔偿；二是为合资公司的融资提供便利。合资公司项目投资规模大，全部投资资金完全由政府和社会投资者筹集不现实；同时由于项目特性以及缺乏增信措施，通过银行贷款、企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债接受度也有限；另外政府对其不承担偿债责任也决定了政府不会为其融资提供隐形或显现担保。可供的选择是通过风险保障基金提供担保，为其打通多种融资渠道，通过风险保障基金的撬动也将政府信用风险控制一定范围内。

4、增强运作过程的透明度，实现政府、社会投资者、消费者或服务使用者和公众在内的各利益相关者的利益均衡。

PPP 模式涉及政府、社会投资者、消费者或服务使用者和公众在内的各利益相关者等各方，实现各方利益均衡是 PPP 模式顺利推进的基础。在社会投资者的选择上，建议采取透明、竞争的招标程序，选择最优的社会投资者，为选出最物有所值的项目方案奠定基础；制订标准化的 PPP 合同。项目合同是管理公私伙伴关系，并说明在整个项目生命周期内如何分配并降低风险的法律文件。合同中应列出公共部门和私营部门各自的作用和责任、服务义务、项目的收入来源、关键绩效指标、合同监督机制、争端解决机制和终止条款等内容。鉴于 PPP 合同的长期性，合同应预留适当的灵活性以使其能够适应不断变化的环境；设立 PPP 中心强化对合资公司的监督，可以在行业部门，或财政部等综合部门设立 PPP 中心。监督 PPP 项目的开展，管理与私营部门的长期合同，协调各机构工作，对项目定价、财政补贴决策过程及依据进行公示并监督实施，开展公众对服务满意度调查等。

5、引入相关中介机构，发挥其智力支持作用和监督功能。

地方政府委托相关中介机构，就投资者的选择，合作公司及相关条款的设计，提供咨询、技术服务，提高选择合适投资者的效率，推进 PPP 模式高效运行；对项目和合资公司进行风险评价，解决“信息不对称”问题，降低社会投资者信息收集、分析成本；对地方政府对相关条款履约能力和意愿进行评价，引导社会

资金流入地方政府诚信良好的区域；对社会投资者的专业能力和资金实力进行评价，确保地方政府选择到合适投资者；在合作公司运行过程中，对项目的开展情况、各方的履约情况出具年度监督报告，确保其顺利推进。