

# 发挥PPP模式在改革创新中的正面效应

□财政部财政科学研究所所长 贾康

PPP这种公私合作伙伴关系概念下的投融资模式与项目管理模式,已受到有关管理部门的高度重视。在贯彻“五位一体”取向的全面改革与科学发展总体战略中,PPP概念下的机制创新是十分重要的组成部分,可以产生宝贵的正面效应。

过去认为只能由政府运用财政资金来做的一些公共基础设施、公共工程、公共服务项目,在PPP的模式下,可转变为由政府的企业主体、民间资本、社会资金进入实施,形成特许权管理框架下的有效供给,从而更快、更充分、更有质量、更具绩效水平地满足社会公共需要。这种新境界,对于现在迫切需要应对新矛盾、新挑战,打造经济、社会发展“升级版”的中国,对于我们化解“中等收入陷阱”、“转轨陷阱”等潜在威胁因素,推进现代国家治理体系与能力现代化,具有莫大意义。

## PPP模式在改革创新中的三大贡献

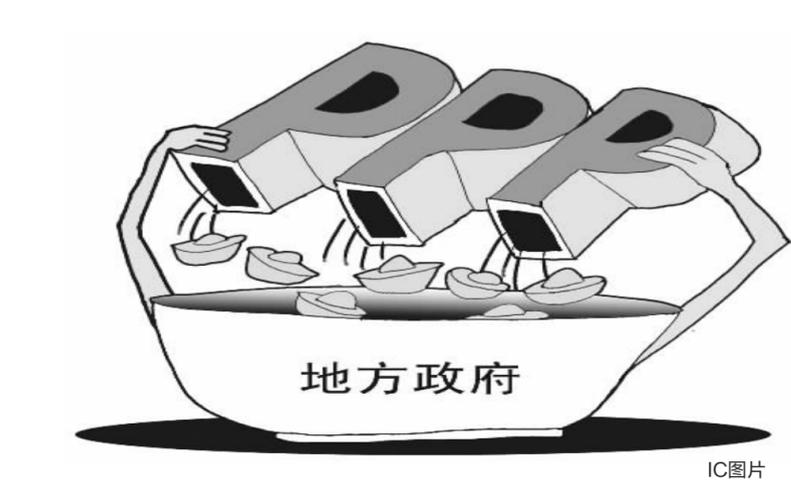
首先可从政府角度看PPP的可能贡献。政府职责如何合理定位,已在改革开放新时期的几十年中反复讨论,大家都同意政府要做好自己应做之事这一原则。但具体考察一下,当下在充分尊重市场资源配置决定性作用的基础上,摆在政府面前的应做之事仍然千头万绪。择其要者,至少要说到未来几十年间如何推进新型城镇化和如何应对人口老龄化支出压力这两件大事。

推进新型城镇化是中国走向现代化民族复兴“中国梦”必由之路,未来几十年间,在城镇化实际水平从目前的40%左右一路走到70%左右高水平,之后转入相对平稳发展期。在此过程中,约有4亿人要从农村区域转入城镇成为常住人口(算术平均一年1300万人以上)。别的不说,进城人口所需的“市民化”待遇,必须得到基本公共服务均等化有效供给的支持和保障。静态算账所需的投入资金量是多少?如一人平均10万元,就是40万亿元;如一人平均15万元,就是60万亿元。如此天文数字的投入,仅靠政府包揽来做,肯定力不从心。必须打定主意,使道路、桥梁、隧道、涵洞、上下水、供电、供热、供气、医院、学校、绿化等公共品、准公共品的供给,得到已壮大、雄厚起来的民间资本和社会资金的加入,才有望以必要投入支撑这个几十年间的发展过程可持续。客观地看,实际生活中这方面的压力已使地方政府这些年的隐性负债大增,需要积极考虑在地方债增量、存量两方面由民间资本、社会资金来有效置换和替代。

再就是人口老龄化的进程,必将在未来几十年内需要大量的公共资源投入,以满足养老、医疗服务的客观需求。有学者测算,人口老龄化对于中国整个养老体系形成公共支出压力的峰值,约出现于2030-2033年间,从现在算起,已不到20年的时间。在高峰期出现以后,这种压力的缓慢下降还要有几十年的过程。要看到在这个很长的历史阶段之内,中国养老体系从硬件到服务所有的投入必然发生一系列的要求,如果不适应这样一个历史阶段来考虑制度和机制方面的预先准备,那么政府履职将是不合格的。必须有这样的战略考虑,要运用PPP模式创新来鼓励、引导大量民间资本与社会资金进入养老事业和产业。

总之,PPP对于政府来说,是必须积极运用来推进现代治理中化解财政压力、债务压力和充分尽责地实施和谐社会管理、贯彻“中国梦”发展战略的机制创新。

第二个角度就是公众可能从PPP中的获益。中国现在进入了所谓“中等收入阶段”,在此阶段公



IC图片

众对于美好生活向往的空间极大地被激发出来以后,对公共服务的需求是倍增的。应该讲,自己跟自己比,绝大多数人都是越来越好,但是满意度并没随之上升。所谓“幸福感”没上来,甚至不升反降,更带有以焦虑、纠结为特点的情绪与心理感受。其实拿世界上所有经济体比照下来,都有这样的特点。这个挑战的应对要求,就是公众需要更好的公共服务,得到更好地满足他们对美好生活愿望的“有效供给”。PPP可以在政府继续发挥作用的同时,把其他的社会力量(企业、社会组织的——可以包括非营利机构、专业机构、志愿者组织等等所有力量)结合在一起,不仅壮大资金力量,而且可以在运营管理上、绩效提升上优势互补,各方以最有优势的特长去管理最适合于由自己防控的风险,这样可以使公共工程、公共服务在建设以后运营过程中间的质量水平、绩效水平、管理水平得到明显提升,而风险则最小化。

因为PPP机制是参与多方一起把相对优势结合在一起:政府相对优势是全局眼光,规划设计方面和政策方面的组织力、保障力。这方面长期的通盘考虑和组织能力的发挥,主要交由政府;企业有在管理方面“内生的”天然优势,会特别注重自己参与进来以后怎么能够取得投资回报。企业的定位不是在学雷锋,而要完成自己的投资回报,PPP给予企业有这种取得长期稳定回报的可能性。适合这种可能、有这种偏好的民间资本,自然而然地

就会考虑加入到这样的项目上来。他们加入后的相对优势是管理知识、专业知识,以及从内生的对于绩效的关注而产生的管理精细化和效率化;还有就是其他各种专业群体如律师事务所、会计师事务所、设计师事务所等。所有这些管理方面的相对优势,具体涉及到每个行业,不论是搞桥梁的、搞道路的、还是搞养老社区的,所有这些主体把他们的相对优势合并到PPP的模式中,将带给公众一个更有效的供给机制。这种多方合作的PPP形式,可以使老百姓的愿望得到更好满足,而且是在更高的绩效水平、更优的服务状态下提供出有效供给来使他们的愿望得到满足。

还有第三个角度可从企业角度的考察。就是在中国已得到很大发展、资金力量越来越雄厚、日益强化发展意愿的企业中,有一大批可望在PPP的模式之下打开一个新的发展空间。当然这里面主要是一些偏好于长期稳定回报的企业,可以更好地在市场经济的舞台上通过PPP找到适合自己生存发展的空间。这种共赢、多赢的机制,从决策层到财政部门,再到地方政府层面已有的一些试验中的相关各方,大家总体上越来越认同。从中国和外部世界互动,中国继续全面开放,在工业化、城镇化、市场化、全球化、信息化潮流汇合而进一步大踏步跟上时代的过程中,形成中外所有一切有意愿合作的力量之间的互动,我们也看到了广阔前景。

## 以PPP贯通混合所有制

推进PPP机制创新,一定要与十八届三中全会全面深化改革部署联系在一起把握,这是一个战略层面的问题。三中全会中最重要的一个涉及几个概念的逻辑链接就是,确立“现代国家治理”理念,即明确要按照现代国家要求来治理、发展中国,提升国家治理体系和治理能力的现代化水平。治国理念如何具体化?于是有第二个概念——“构建现代市场体系”,并突破性地提出“使市场在资源配置中发挥决定性作用”,这是中国改革开放三十年以后,千难万难反复探索总结终于形成了最高层面文件体现的共识。这个决定性的市场配置资源作用,被落实到——一个非常关键的表述上,就是关于市场经济运行的基石——产权制度,在这个文件里明确表示为要发展“混合所有制”。我们过去已有很多争论的所谓姓“社”姓“资”、姓“公”姓“私”,“国进民退”与“国退民进”的问题,一旦放到“混合所有制”概念面前,可以大大地淡化“贴标签”色彩。因为标准的现代企业制度——股份制,其容纳力和包容性完全可以是以把“国”的、非“国”的、“公”的、非“公”的所有产权,以一个共赢的方式,在法治框架下无障碍地实现相互合作,而PPP机制又正好在这里面贯通。

一个PPP项目在产权方面没有硬障碍,是在一个法治环境下的多产权主体间的契约,最典型的即以SPV的形式组成特殊项目公司来运营PPP项目。这里面所有的股权都是有清晰归属,每一份标准化的股权属于其中的股东,认定以后不会产生法律上无法处置的纠纷(少数纠纷可通过法律途径解决),大家在这样可预期的稳定的法治化环境下,来追求在共赢中目标利益回报的实现。这样的一种制度创新,汇入全面深化改革的中国现代化过程,其意义一定会超越我们关于筹资运营层面的一般理解。

所以,PPP的机制创新决不只是一个融资机制的选择,现实中也是一个中国走向现代化全面深化改革中,发展混合所有制以解放生产力的战略性选择。在前些年的研究中,我们也特别看重一个问题:认识PPP应从一开始感到的融资方面的需要,提升到管理模式创新的需要。因为只讲融资,好像只是为缓解政府资金压力,如果在某个阶段上政府自己感觉压力不大的时候,就可能又回过头来

对民间资本说“没你什么事了”。比如前些年一些地方政府曾特别欢迎市政建设里民间资本的加入,但一听说有“四万亿”投资刺激方案,马上就变脸了,说“我们现在有钱了,不用求你们民营企业参加进来了”。这就是眼光不够高度,视野未达全局,没有看到这是改革实质内容的一种具体表现。实际上,民间资本的加入不只是为了缓解政府的资金困难,还会提升管理绩效水平,是从融资上升到管理模式创新的一种升级。这个升级再汇入以混合所有制为产权基石的全面改革,更是一个全局性的客观需要。

作为研究者,我们很关注中国如果没有全面改革会遇到什么潜在危机,尤其是中国会不会受到“中等收入陷阱”这样一种可能威胁。在将近一百年的时间里,世界上差不多有一百个经济体步入中等发达阶段,但是真正跨越这个阶段而进入稳定高收入阶段的经济体寥寥可数。二战之后举得出来的,大致就是日本和韩国、新加坡。中国如要能真正按照“人本主义”立场并抛开“狭隘民族主义”,和世界民族之林其他经济体共同发展,按照这样的和平发展与崛起的愿景联通到所谓的“中国梦”,一定要有各种因素合在一起攻克坚难化解矛盾的全面配套改革。PPP的机制创新,就是使市场资源配置作用得到各个方面更多认同,也得到政府应该“更好发挥作用”的各种可操作机制匹配磨合的一个重要改革事项。

所以简要说,作为研究者,应把PPP从融资视野提高到管理模式创新,再从管理模式创新提高到全面深化改革配套必备事项这样一个高度来认识。当然,回到现实生活中,当然还是碰到什么问题就要解决什么问题。我们知道中国本土资本作为内地民营企业介入的第一个PPP具体项目,是上世纪90年代初泉州刺桐大桥建设项目。在此之前,已有国外资本进入中国实施电厂、搞污水处理厂等等的BOT,但是到了泉州刺桐大桥建设,才开始有了当地民间资本和当地政府合作的项目案例,到现在这个项目还在运转,其中也有许多酸甜苦辣。当年我曾参加了这个项目的现场研讨会,现在还准备再做些跟踪调研。我们愿意一起来推进各方面有关PPP的理论密切联系实际的研究,并积极促进PPP实践。

# 上市公司市场化并购中的平衡术

□中信建投证券股份有限公司并购部 席光义

2014年3月7日,国务院发布了《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发〔2014〕14号),进一步明确了A股上市公司并购重组市场化发展的方向。从实践来看,近几年市场化的产业并购日趋成为并购重组的主流。因此,本文从交易各方和独立财务顾问的视角出发,尝试探讨在并购过程中设计和运用灵活的市场化手段对各方进行激励和约束,以提高并购重组的效率和成功率。

## 采用动态估值方法进行定价

对于市场化的并购而言,交易各方的估值定价水平是决定交易成败的关键因素。根据《上市公司重大资产重组管理办法》(2011年修订)(以下简称“《重组办法》”)规定,“上市公司发行股份的价格不得低于本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价”,可见上市公司发行股份的最低价格由二级市场交易价格决定,协商余地不大。另一方面,“重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的,资产评估机构原则上应当采取两种以上评估方法进行估值”,在市场化的并购中,多采用收益现值法评估结果作为标的资产的定价依据。从实践角度,收益现值法的未来现金流量预测具有一定的主观性,标的资产某些无形资产价值往往无法通过未来现金流充分体现,以及双方对整合后的协同效应认知不同,导致双方认可的估值往往存在一定的差距。为了弥合双方的估值差距,建议采用“动态估值方法”进行定价。具体来讲,交易双方通过充分博弈确定一个约定期限和基准交易价格,在约定期限内,标的公司的约束指标(包括但不限于扣非净利润等)实现值低于基准值,标的公司估值向下调整,交易对方(即资产出售方)需要进行相应的补偿;若标的公

司约束指标实现值高于基准值,标的公司估值向上调整,上市公司对交易对方予以奖励。

目前上市公司收购案例中,重“惩罚”但少“奖励”,导致谈判难度大,为了提高市场化并购谈判成功率和效率,建议交易各方采用上述“动态估值方法”定价。

## 责权利统一的利益补偿机制

在上市公司设定并购重组的利益补偿约束指标时,不应仅仅局限于通过净利润来约束交易对方,更应当结合行业和标的公司特点设定多元化的约束指标,比如净资产收益率、收入情况、应收账款情况、客户情况、标的公司高级管理人员的服务期限等。

在并购重组的利益补偿设计上,要注重交易对方的责、权、利统一。一般来讲,利益补偿的责任主体是全体交易对方,但鉴于各交易对方在标的公司的股权比例、管理权限等不同,也可以由交易对方的主要主体承担利益补偿责任。利润补偿期限通常为3年,也可以适当延长。

在市场化的并购中,利润补偿计算方法可以自主设计,影响因素主要包括方案公允性、标的资产估值情况、交易后交易对方对标的资产的影响力等。较为严格的利润补偿计算方法通常为:每年补偿的股份数量=(截至当期期末累积预测净利润数-截至当期期末累积实际净利润数)×认购股份总数÷补偿期限内各年的预测净利润数总和-已补偿股份数量。较为宽松的利润补偿计算方法通常为:每年需补偿的现金总额=(承诺净利润-实际扣除非经常性损益后净利润)。

上市公司增发股份的法定限售期通常为12个月,以下四种情形法定限售期为36个月:(1)特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人;(2)特定对象通过认购本次发行的股份取得上市公司的实际控制权;(3)特定对象取得本次发行的股份时,对其用

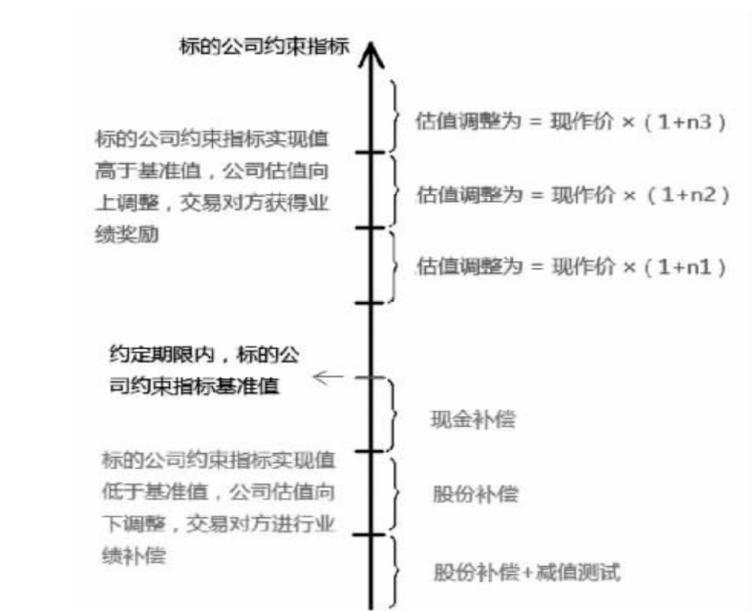
于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足12个月。(4)特定对象为董事会拟引入的境内外战略投资者。

除上述情形之外,上市公司可以相对灵活安排限售期,比如:(1)限售12个月,之后全部变为流通股;(2)限售12个月,之后按照简单百分比分期流通;(3)限售12个月,之后按照承诺利润完成百分比分期流通。

## 不同交易对方差异化定价方法

通常情况下,不同交易对方股权价值采用相同的定价方法进行定价,但结合标的公司的实际情况可以做出差异化的安排,相应地采取差异化的利益补偿机制安排。例如,在首航节能(002665)发行股份购买新疆西拓100%股权案例中,标的资产的预估价值约为8.16亿元,首航波纹管所持的51%股权是于2013年11月间通过招拍挂方式获得,竞拍价格为7.73亿元。经过各方协商,首航波纹管拟以6.50亿元(相对于前次公开市场交易价格7.73亿元存在15.91%的折价)作为新疆西拓51%股权本次注入上市公司的交易价格,同时新疆西拓另外49%的股权拟以4.00亿元(相对预估价值无溢价)作为本次注入上市公司的交易价格。首航波纹管股权交易价格高于其评估价值,对于高出部分由首航波纹管承担补偿义务,衡量标准为“在盈利承诺期内截至每一年度末标的资产的价值均不低于本次交易价格”。

若触发股份补偿条件,上市公司通常的做法为:(1)召开董事会,确定以人民币1.00元总价回购并注销补偿义务人当年应补偿的股份数量(以下简称“回购注销”);(2)书面通知补偿义务人,将其应补偿的股份数量无偿划转给上市公司年度报告披露日登记在册的除转让方以外的其他股东,其他股东按其持有的股份数量占年度报告披露日上市公司扣除转让方持有的股份数后的总股本的比例获赠股份(以下简



称“无偿划转”)。

在股份补偿方案实施过程中,需要注意如下风险:第一,股份回购导致的债权偿付风险。《中华人民共和国公司法》(2013年修订)第177条规定:“公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内,未接到通知书的自公告之日起四十五日内,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。”

如果上市公司因履行业绩补偿义务而回购股份,可能由此触发债务提前偿付义务,对公司的现金流管理产生影响。特别是,当公司重

组后在业绩补偿期限内发行公司债券情形的,更应当关注公司债券持有人提前回售债券份额的风险。

第二,股份补偿实施时交易对方是否有足额股份补偿。中国证券登记结算有限责任公司和交易所对上市公司股票仅是“限售”,理解成“锁定”不够准确。所谓“限售”指股票在限售期内不得上市交易,但是限售股票仍可以质押,也存在被司法机关冻结甚至强制执行的可能。因此,股份限售并不一定意味着到期后交易对方有足额的股份履行补偿义务,方案设计中需要考虑和向投资者提示相关风险。