

## 以资产证券化与PPP结合模式化解 地方债的法律路径初探

朱世亮\* 赵菁\*\*

**摘要:**中国经济“三期叠加”已成为新常态,解决地方政府债务的存量问题和增量需求变得越来越紧迫。2014年下半年以来,《预算法》等一系列法律法规密集出台,明确了以市场化方式治理庞杂的地方政府融资体系。在新形势下,如何化解地方债务风险,同时保证城镇化建设资金来源,完成地方经济建设任务,值得深入探讨。本文在分析现行融资模式的基础上,探讨以资产证券化与PPP结合模式支持我国城镇化建设融资的法律路径,以期提出有针对性的建议。

**关键词:**双重股权结构 投票权 制度设计

### 一、我国地方债务存在的问题

#### (一)新法施行后形成的真空

2015年1月1日起新《预算法》施行。新《预

---

\* 对外经济贸易大学法学院博士生,最高人民法院法官。

\*\* 对外经济贸易大学法学院博士生,国家开发银行职员。

算法》删除了有关预算外资金的内容,并明确规定政府的全部收入和支出都应当纳入预算。原《预算法》规定:“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制,不列赤字。”但实际上,地方政府为了加快推进城镇化建设,常常采取多种方式融资,已经形成较大规模的地方政府债务。这些债务多数未纳入预算管理,脱离中央和同级人大监督,存在一定的风险隐患。新《预算法》所规定的自发自还的发行体制改革,只是解决当前现实问题的手段,并没有从体制、机制上去找到解决问题的办法。

首先,新《预算法》施行后,地方政府只有一种合法的融资渠道——地方政府债券。但地方政府债券要发行成功,需要准确披露发行人的财务信息。我国各级财政部门没有编制规范化的资产负债表,投资者无法了解各地政府的“家底”,信用评级公司也无法对各地政府进行有效评级,因此,地方政府债务的利率招投标及二级市场交易根本无从谈起。

其次,根据国家审计署公布的数据,截至2013年6月底,全国各级政府负有偿还责任的债务206988.65亿元,负有担保责任的债务29256.49亿元,可能承担一定救助责任的债务66504.56亿元;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%。<sup>[1]</sup>中诚信国际信用评级有限责任公司测算,2015年全年到期的地方融资平台债务规模约为1.4万亿元,预计今年地方政府债的发行规模为7000亿元,考虑到省政府发完地方债后与下辖的市、县还有一个博弈的过程,不一定能及时下发到融资平台。这个时间缺口也会进一步造成融资缺口,所以今年地方政府融资平台的缺口可能会达到近1万亿元。<sup>[2]</sup>地方债金额巨大且近三年集中到期,仅靠地方财政资源支撑发行的地方债难以满足庞大的融资需求。

最后,允许地方发债虽然有利于地方政府相对独立地处理自己的

---

[1] 载 <http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992500/3432077.html>。

[2] 载 [http://finance.ifeng.com/a/20150119/13439216\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20150119/13439216_0.shtml)。

收支平衡问题,但是目前中央和地方事权与支出责任相匹配的制度并未建立起来,1994年的分税制改革,虽然在中央与地方之间初步划分了事权、财权,但划分不清晰、不合理。实践中地方政府一方面承担了过多的职责,另一方面财权又高度集中,留给地方政府的预算内主要财源几乎都是收入来源不稳定、税源分散、征管难度大、征收成本高的中小税种。而且,省级以下的政府越往下越无税可分,由此往往造成地方政府财政收不抵支的困局。在这种情况下,地方政府只能转而寻求预算之外的收入,包括各种形式的隐性债务。现行财政体制框架下来看,导致地方政府隐性债务扩张的制度根源并没有根本消除,实际上形成了制度上的真空状态。

## (二) 融资平台难以为继

地方政府融资平台是指各级地方政府为了市政建设、公用事业等项目成立的以融资为主要经营目的的公司,主要表现为地方城市建设投资公司(简称“城投公司”)、城建开发公司、城建资产经营公司等。由于1994年《预算法》规定地方政府不得举借债务,因此地方政府主要通过城投公司这类平台来筹集资金。传统融资平台长期充当地方政府的融资工具,以公司形式设立,却不按公司法行事,没有经营自主权,而由政府主导,存在大量的隐性债务;而且因业务收入不足,专业度不高,未形成有效的商业模式,随机性和偶然性较大,有的只能通过“借新还旧”来维持发展,陷入恶性循环,提高了政府的债务风险。究其原因,主要有以下几个方面:

1. 地方政府对平台债务既有的连带偿还责任缺乏可靠的法律依据。融资平台是为了绕开法律障碍扩大融资而设立的,是以独立企业法人形式对地方政府职能的延伸,但是目前出现违约时从融资平台逆向追溯地方政府的债务责任则缺乏可靠的法律支持,从而使融资平台获得地方政府信用支持仍存在不确定性。

2. 融资平台业务发展必然导致债务风险外溢。融资平台既是地方政府的融资代理人,又是独立的企业法人,具有双重身份。政府代理人的身份决定了其业务职能具有很强的公益性,经营必须服从政府指令;而独立法人的身份又要求其应当按照企业的规律发展,不断扩大经营。由于融资平台企业性质的复杂,其业务发展呈现出纵深化、多元化趋

势,部分融资平台开始脱离单一区域的公益性业务,而逐渐扩展至其他区域,并涉足经营性甚至竞争性的业务。地方政府债务中的很大一部分并非融资平台举借,而融资平台的债务也并非全部对应于公益性项目,由此造成了地方政府债务管理困境:本质上由于融资平台承担政府职能,因此任何一笔债务违约都会变相形成政府违约,这实际上等于扩大了地方政府的信用责任范围。

3. 融资平台偿债来源难以支撑刚性兑付。近年来,融资平台债务增长很快,且原有债务将陆续到期,存在债务刚性兑付压力。但是融资平台经营性业务相关的财富创造能力不足以支撑其平台偿债,债务保障仍主要依靠地方政府承担连带偿还责任。而从地方政府角度来看,特定时期内能够用以偿债的资源难以获得准确划分和计量,而现阶段作为直接偿债来源的国有土地出让金在一定周期内存在较大波动。这不利于融资平台形成长期稳定的偿债能力,因此债务刚性兑付难以继。

2010年以来,国家发展改革委、银监会等部门要求对平台债务逐包打开,事实上就是关注到了融资平台债务的风险。43号文明确“剥离融资平台公司政府融资职能,融资平台公司不得新增政府债务”。当前融资平台公司的运作大都是由地方政府注入资产而形成的,同时兼有营利性业务和公益性业务。改革后显然这两类业务将面临拆分,营利性业务推向市场,吸引民间投资;公益性业务回到政府。但这也将带来新的问题:

(1) 以往融资平台以营利性业务来贴补公益性项目,如果将营利性业务与公益性业务分离,这些公益性项目的融资将面临极大困难;

(2) 营利性业务与公益性业务的分离导致融资平台公司的资产转移,可能引起债权人的法律诉讼,认为有腾挪资产、有逃避债务的嫌疑;

(3) 一些融资平台公司并非政府独资,而是各级政府之间以及多家国企之间共同出资形成的,例如一些铁路公司、轨道交通公司等。从公司法的角度看,这些公司的存续以及债权债务关系的变更必须得到大多数股东的赞成,而不能通过行政权力干涉。

## 二、化解地方债务风险的趋势判断

融资平台作为中国特殊历史阶段和体制背景下的产物,对过去十年中国城市建设的高速发展发挥了资金供给方面的基础性功能,其重要的经济和社会价值不容忽视。但同时,融资平台自身固有的制度缺陷在其扩张发展过程中逐渐扩大,当融资平台剥离融资功能后,信用风险加速暴露,可能成为影响地方政府债务安全的重要因素。因此需要设计新的举债方式,完善现有的融资平台制度,以使其对下一阶段城镇化发展规划的全面实施继续起到支撑作用。笔者认为未来最可行的两种方法是资产证券化和 PPP。二者根据不同情况分别使用或结合使用。

### (一) 资产证券化方式

资产证券化是指发起人将缺乏流动性但未来可产生稳定现金流和其他收益的资产〔3〕汇集形成资产池,出售给 SPV(特殊目的机构,在中国为 SPT),由其通过一定的结构化安排,转化成可自由流通的证券,向第三方投资者发行。

我国地方政府融资平台项下的公共基础设施项目,大都具有所有权属明确、未来产生稳定现金收入、能够对现金流进行独立准确的评估预测、缺乏流动性等证券化基础资产的典型特征。《证券公司及基金公司子公司资产证券化业务管理规定》(修订稿)对基础资产的定义是:基础资产是指符合法律法规,权属明确,可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产。基础资产可以是单项财产权利或者财产,也可以是多项财产权利或者财产构成的资产组合。从该定义来看,基础资产的最终法律属性被归结为财产或财产权利,财产可进一步细分为动产、不动产、知识产权;财产权利包括物权、债权、知识产权、股权等。

因此,融资平台的资产只要满足以下条件,即有被证券化的可能:

---

〔3〕 法律性质应为债权。

1. 合法合规。信贷资产必须合乎法律法规、规章及其主管机构规范性文件的规定,不能由发起机构(原始权益人)与特殊目的机构自己创设。银行开展资产证券化业务的基础资产是信贷资产。证券公司及基金子公司开展资产证券化业务的基础资产是企业应收款、信贷资产、信托受益权等财产权利,基础设施、商业物业等不动产财产或不动产收益权,以及中国证监会认可的其他财产或财产权利。非金融企业资产支持票据的基础资产在实务中主要选择的是基础设施的收益权、经营性物业的租金收入与 BT 项下的合同债权。保险资产管理公司开展资产证券化业务的基础资产是信贷资产、金融租赁应收款和每年获得固定分配的收益且对本金回收和上述收益分配设置信用增级的股权资产。

2. 权属明确。在未将证券化的基础资产转移给 SPV 特殊目的机构之前,原始权益人(即融资平台公司)对基础资产应具有完整的财产权利和处置权利,是该基础资产当然拥有主体,不存在任何权利瑕疵。在将证券化的基础资产转移给 SPV 特殊目的机构之后,若基础资产的转移被认定为“真实销售”,则表明 SPV 特殊目的机构是基础资产的权属所有人,若基础资产不是“真实销售”,则表明,该基础资产的所有人仍为原始权益人。原始权益人的融资行为只是将基础资产作为抵押,向投资者发行证券的抵押融资行为。

3. 可特定化。所谓特定化,一是基础资产须归属于某种种类如合同债权、资产收益权,在法律上有独立的财产或财产权利属性;二是基础资产应与原始权益人、特殊目的机构(受托机构或管理机构)的财产相区分,不能混同;三是基础资产能够产生独立、可持续现金流,并且该现金流是偿还投资者本金与预期利益的独立和特定来源。

4. 能够产生独立、可持续现金流。现金流由基础资产独立产生,不存在依赖原始权益人的其他资产或支持情况,除非有协议约定或基础资产未能实现真实销售,否则支持计划到期不能支付投资者的本金及预期收益时,原始权益人不存在对人池资产的补足义务。

5. 没有任何权利限制。即基础资产没有附带抵押、质押等担保责任或者其他权利限制,能够通过相关安排,解除基础资产相关担保责任和其他权利限制的除外。

6. 基础资产转让应依法办理批准、登记手续。法律法规未要求或者暂时不具备办理登记条件的,应当采取其他措施,有效维护基础资产安全。

目前国内已经初步建立起信贷资产证券化的法律框架和操作流程,并成功进行试点,因此具有较强的可行性。国家开发银行早在2005年即成功发行了我国第一单信贷资产证券化(ABS)业务。2014年11月,《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》相继出台,《资产支持专项计划备案管理办法》及配套规则(征求意见稿)也于12月公布,事后备案制度和基础资产负面清单管理制度确立;信贷资产证券化产品发行审批制改为备案制,配套登记流程也得到进一步明确。证监会、银监会的此次简政放权,实现了对国内资产证券化业务的进一步松绑,未来资产证券化必将迎来历史性的发展机遇,具有广阔的市场前景。

## (二) PPP 模式

PPP(public-private-partnership,政府和社会资本合作)模式是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率,通过特许经营、购买服务、股权合作等方式,与社会资本建立的利益共享、风险分担及长期合作关系。<sup>[4]</sup> PPP模式在地方融资体系的转型中分量正在加重,目前基础设施融资需求正在倒逼PPP模式的施行。其主要原因有:

1. 借PPP模式纾解地方政府债务压力是最基本、最直接的动机。地方政府肩负城镇化建设的任务,存量债务问题隐忧由来已久,如今又面临土地财政转型的压力,各级政府切身感受到引入社会资本的迫切性。PPP不仅在国外应用比较成熟,国内也有一定的实践基础。以污水和垃圾处理厂为例,已实施的大量BOT项目确实在加快设施新建的同时,有效减轻了政府财政负担。目前,地方融资平台的许多项目已建立完善的“使用者付费机制”如发电、供水、供热、污水处理领域,且此类项目价格、收费机制已经建立,初始投资和运营成本基本可由项目终

[4] 参见国家发展改革委《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》(发改投资[2014]2724号)。

端用户付费来覆盖,无需或只需少量的财政补贴。

2. 改善公共产品和服务的供给效率是根本目的。财政部对 PPP 模式的理解已经比较全面,也颇具代表性即它“是政府与社会资本合作模式,是政府与社会资本为提供公共产品或服务而建立的全过程合作关系,以授予特许经营权为基础,以利益共享和风险分担为特征,通过引入市场竞争和激励约束机制,发挥双方优势,提高公共产品或服务的质量和供给效率”。可见,提高公共产品和服务的质量和效率是 PPP 项目的终极目标。所谓供给效率的提升,笔者以为包括两层含义:一是提升公共产品或服务的可及性,主要表现为量的增加(这在供给不足的领域尤其重要);二是投入产出水平的提高即在同等产出质量下付出更低的成本,或在同等成本水平下提供更高质量的产品或服务。

3. 通过推动 PPP 模式倒逼政府职能转变以及相关制度体系变革。推广使用 PPP 模式,不仅是一次微观层面的操作方式升级,更是一次宏观层面的体制机制变革,与国家治理现代化、市场发挥决定性作用、快速转变政府职能、建立现代财政制度和推进城镇化健康发展相适应。在 PPP 模式下,政府与社会主体是平等的合作伙伴关系,政府角色应从居高临下的“管理者”逐步向“合同相对方”转变;在权利义务的分配上,要基于平等自愿、公平合理的原则,不能延续传统行政命令式的管理思路。

财政部为落实国务院 43 号文中存量债务处理工作,拟定了对地方政府性存量债务的一揽子解决方案即《地方政府性存量债务清理处置办法》(以下简称《存量债务处置办法》),要求以 2013 年政府性债务审计确定的融资平台公司名单为基础,结合 2013 年 7 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日本级融资平台公司增减变化情况,锁定融资平台公司名单,逐级上报财政部备案。未来融资平台公司将本着“只减不增”的原则,在妥善处理存量债务和在建项目后续融资的基础上,平台公司可按照关闭、合并和转型等方式分类处置。《存量债务处置办法》中还明确,对有一定收益的公益性事业发展,主要由地方政府发行专项债券融资或采取政府与社会资本合作(PPP)模式支持。通过 PPP 模式转化为企业债务的地方性融资不纳入政府债务;同时对于部分在建项目而言,亦需优先通过 PPP 模式进行推进。显然,PPP 模式已被视为此次地方债



务清理工作中的一项重要环节,但在该模式加速推进的背后,如何吸引社会资本进入基础设施建设以及如何确认项目对于 PPP 模式的适用性,值得进一步研究。

PPP 模式能更好地发挥契约化风险分担法律机制的运作效率,实现多方共赢。基础设施项目的全生命周期普遍偏长,经历规划、设计、融资、建设、运营、维护等多个阶段,20~30 年的投资回收期颇为常见,所涉风险类型和表现形式复杂多样。这些风险,在 PPP 模式中主要通过一系列中长期合同和三种法律关系,即投资法律关系、政府采购法律关系和特许经营法律关系,在政府和民营资本间进行风险分担。在这种高度契约化的风险分担法律机制中,政府兼具多重角色,不仅是代表公共利益的行政管理者、项目购买者或特许权授予者,更是投资者,从而有效避免政府越权或消极不作为,约束政府诚信履约,有利于融资安全。其具体表现为:

一是共同投资,政府和民营资本之间构建了投资绑定关系,政府方代表可以全程参与项目建设、运营和维护,避免信息不对称带来的技术、成本、定价等分歧,更好地对项目实施监管,降低个别民企层层转包、挪用贷款等风险。

二是共担风险,相较于单纯依靠民企进行的融资项目,政府方股东可以通过货币和实物出资,提高项目自有资金比例、增强借款人资产抵押能力、降低融资成本,并发挥协调优势,督促政府部门执行税收优惠、竞争保护和专项补助、定价调整等措施,降低项目风险、促进融资安全。

三是共同收益,民企通过资金、技术和管理优势获得合理利润,提高基础设施供给质量与效率,政府则在不增加财政负担的前提下,履行好公共服务职能。

国家发改委 2014 年年底发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》(征求意见稿),据其规定,“国家鼓励和引导能源、交通运输、水利、环境保护、市政工程等基础设施和公用事业领域的项目实施特许经营”。特许经营管理办法勾勒的只是一个法律适用底线,地方融资平台可以根据项目种类和风险构建自己的正面清单。很多准公益的融资平台可以采取 PPP 的模式,转成 PPP 项目,如一些自来水厂、污水处理厂、垃圾填埋场,地方政府可以转让给社会资本,并与社会资本签订特

许经营协议,约定价格、服务标准、调价机制等细节。通过这种方式,地方政府一方面获得一定收益削减存量债务,而这些经营性、准经营性基础设施运行效率会更高。

笔者认为,现阶段选取 PPP 项目应该从存量项目着手。对于社会资本而言,存量项目的前期调研、设计、审批等时间较短,也没有“绿地”开发风险,只要数据透明、收益合理,就能够吸引到社会投资者。对于政府而言,存量项目转为 PPP 模式,可以尽快将 PPP 理念运用到基础设施运营管理中去,也可以提前回笼资金,开发更多的“绿地”项目。目前各地存量项目主要有两种方式,即 BT 和 BOT。其中,BT 项目的承担主体多为政府所属融资平台或其控股国有企业,社会资本参与程度很低;BOT 项目社会资本参与较多,主要集中在供水、污水处理和城市燃气等公共事业领域,以赋予社会资本特许经营权的方式开展,社会资本参与程度较高,同现在所倡导的 PPP 的内涵一致。现阶段应将地方融资平台公司存量 BOT 项目以转让—运营—移交等方式转型为 PPP 项目,积极引入社会资本参与存量项目的改造和运营,切实有效化解地方政府融资平台债务风险。

### (三) 资产证券化与 PPP 结合模式

由于 PPP 项目的投资、运营及回报周期偏长,如何吸引社会资本参与或成为阻碍 PPP 模式推广的一大难题。PPP 的期限通常要 10 年到 20 年,其回报周期对许多社会资金来说太长,难以满足现阶段社会资本的风险偏好。笔者认为,可将资产证券化和 PPP 模式相结合,特许经营权或收费权进行资产证券化,让风险收益相匹配的资金在资本市场上完成对接,以化解社会资本进入 PPP 模式的流动性及期限障碍。

以供水项目为例,供水企业拥有与客户的供水协议,协议需要约定供用水的主体、价格依据、水费上缴的频度以及拖欠水费的处理办法等。集合所有用户的供水协议进而可以计算每年的水费收入,从而推测现金流量。但是,不排除部分企业因为历史原因等未与用户签订相关协议,这时就需要根据以前年度的水费进而推测未来的现金流量。确定现金流量后,即可将水费收费权进行资产证券化。

PPP 模式当中政府与私人参与者皆有项目的股份,在企业进行资产证券化的过程中,不可能在未协商的情况下将所有的现金流量都拿

来进行证券化出售。这就出现了政府部分的权益如何处理的问题。在解决这一问题的过程中,就要求政府与私人参与者在 PPP 项目设立的初期就设计好相关条款,对于双方的权益进行明确界定,对于未来可能发生的权益出售的处理办法进行明确约定。实践中在政府与私人企业共同持股的情况下,经常会发生政府因不了解资产证券化业务的内容,因有所顾虑而禁止将公用事业未来现金流进行出售的案例。因此,就要求在 PPP 模式开始的阶段就要考虑到进行相关业务的可能,双方对于进行此种业务达成一致和谅解,并形成相关协议,以促成 PPP 模式的成功和资产证券化业务的进行。

要保证私人经营者对项目现金流收入的稳定性,特许权是一个很好的备注项。特许权包括特许经营、渠道许可、经济性优惠,尤其是特许经营权与渠道许可,保证了企业经营的垄断性,同时保证了未来现金流量的稳定性。因此在进行相关 PPP 项目的过程中,政府可以特许权吸引私人企业加入。在确定项目拥有特许权之后,资产证券化的现金流预测就有了很好的依据,而作为保证原始资产正常运行的条目,特许权本身就是一个很好的“增级”项目。

### 三、具体操作方法设想

笔者设想以资产证券化和 PPP 方式重构地方债务,来缓释融资平台债务的流动性风险和信用风险。

#### (一) 推动地方融资平台债务重构

对于那些地方债务问题较轻、财政实力较强的省份,可将巨量的地方融资平台贷款进行资产证券化。一是将地方政府债务通过资产证券化方式打包销售出去。二是发行基础设施项目资产支持证券。具体做法是,地方政府将融资平台产生的债务进行分级剥离,将那些流动性较差但可以产生稳定可预见现金收入的资产(如公路桥梁收费权、租约、抵押贷款)或资产组合,通过一定的结构重组,进而转化成有未来现金流作为担保的、可自由流通的证券在金融市场进行交易,从而化解政府融资平台违约风险。

对现金流完全覆盖的经营竞争性项目的融资平台,债务重构应在融资平台管理机制变革和理顺的基础上由市场的手自行调整。

对于现金流完全覆盖的准公益性项目的融资平台,应加大资产证券化融资工具的使用力度,扩大资产证券化产品发行规模。这样既能降低成本,也能更好地匹配项目收益回收的期限特点,还能更好地保障投资者的投资安全。考虑到银行信贷资金来源的短期性和银行的流动性风险问题,未来融资平台的长期性项目应严格限制向银行借贷,中期票据也应适当限制、合理使用,以避免银行因为向融资平台提供不合理长期性债务资金而出现流动性危机。

另外,对完全覆盖的准公益融资平台,债务重构重点需要解决债务期限错配及债务成本过高的问题。融资平台的债务期限错配主要体现在其债务工具的偿还期限短于融资平台融资承建项目的建设回收周期,可参考发达国家的收益型政府债券,允许发行期限更长的债务融资工具,尤其是期限更长的城投债,其期限可以长达 10~20 年,甚至可以是无固定期限债券。债务期限错配的融资平台应以更长期限的债务工具替代以前发生的即将到期但又因为收益期不足而难以偿还的短期债务工具,同时监管当局也应该允许这种债务重构形式的实施。考虑到长长期债务融资工具发行的可接受性和便利性,应尽快建设高效的长长期债务融资工具流通的二级市场。在长长期债务工具被监管当局允许创设之前,可以现有更长期限或更低成本的债务工具替代即将到期的或短期高成本债务融资工具,比如以新的城投债的发行替代即将到期的城投债或者替代信托、BT、银行贷款等债务形式等。

对现金流半覆盖的经营准公益性项目的融资平台,除了采用长期性债务工具或其他借新债还旧债的形式替代原有债务形式外,还应大力发展包括建立公司合营建构、BOT、BT、产业基金等在内的 PPP 融资方式,在政府部分出资或提供合理形式补贴或税收减免的基础上,吸纳私人资本承建项目。对无覆盖的经营纯公益性项目的融资平台所形成的市场性债务,则应安排财政资金或发行地方政府债券来置换,同时追责因严重违规行为而形成的不合理债务的责任人。

对通过上述方式仍无法解决的融资平台的债务存量,可考虑由政府、投资主体及融资平台三方共同商定合适的部分债务减免计划或采

用不良债务资产证券化来部分解决。如果再行解决价值不大或成本过高,可允许或要求相关融资平台重组或破产。如果对相关债务不加处理会引起重大社会问题,则应考虑由财政对相关融资平台的债务核销并补偿相关投资主体。

## (二) 优化市场结构

1. 引进民间资本。当前,我国民间资本充裕,但面临投资渠道狭窄的问题。因此,地方政府应该利用这个特点,充分调动民间资本承接部分地方债务的积极性。这样既能降低地方债务风险,又使民间资本找到了投资渠道,真正实现双赢。比如,将城市公用事业所有权和经营管理权进行有效剥离,推进市政公用事业产业化,吸引各种民间资金直接投资建设和经营,如桥梁、水厂、公路、机场 PPP 项目,从而有效分散地方政府的责任和债务风险。

2. 除现有的银行间市场外,应大力拓展交易所信贷资产证券化市场的发展。这符合国际实践经验,既可以提高证券化产品定价的透明度,也能有效扩大投资者范围,能真正实现信用风险的分散。2014 年以来,交易所信贷资产证券化已取得了不小的进展,在优化市场结构方面迈出了坚实的一步。

3. 拓展基础资产的范围。从截至目前的试点经验看,监管部门对基础资产过于严格的限制,导致银行参与动力不足。而且,在利率市场化加速推进的背景下,优质资产的较低收益率对潜在投资人的吸引力似乎也不够。因此,为有效扩大资产证券化市场的规模,有必要适度扩大基础资产范围,监管层在风险可控的前提下,应尽可能减少对基础资产的限制性要求。

## (三) 完善资产证券化和 PPP 的法律体系

健全的法律制度环境是资产证券化和 PPP 赖以生存的制度基础,也是增强投资者信心,构建稳定预期,降低项目风险的有效措施。

### 1. 资产证券化法律体系的完善

资产证券化法律体系应涵盖市场准入与退出、各类参与主体行为规范、风险控制、信息披露、会计准则、税收制度、登记托管、交易结算、操作流程和管理手续等相关方面的制度规范。长远规划应包括确立推动思路、搭建监管体系、形成多层次证券化市场、制定实施节奏、设计具

体产品等内容。

目前我国开展资产证券化业务尚存在一些法律障碍如受大陆法系“一物一权”影响,《信托法》并未承认受托人对受托财产的法定所有权,而这对于强调与发起人破产隔离的特殊目的机构而言难以接受;而且信托法及其他法律都没有对信托是否要缴纳实体水平的所得税作出具体规定。<sup>[5]</sup>再如,根据《合同法》第 80 条,债权转让应当通知债务人。但是因为一次性转让的信贷资产中一般债务人众多,一一通知成本太高,也难以完成。根据 2005 年央行、银监会联合发布的《信贷资产证券化试点办法》第 12 条规定:“发起机构应在全国性媒体上发布公告,将通过设立特定目的信托转让信贷资产的事项,告知相关权利人。”这条规定是对《合同法》相关规定的解释,但是联合发布《试点办法》的央行、银监会是否有权利以部门规章的形式解释法律,存有疑问。<sup>[6]</sup>简言之,以发布公告作为通知债务人的方式是否产生对抗债务人的法律效力是不确定的。另外还有资产证券持有者得到收益后会被要求交纳所得税,以公司形式存在的 SPV 不可避免双重征税的问题等等,不一而足。

下一步,一方面,应尽快研究制定专门的资产证券化法律,对资产证券化的特殊问题作出明确规定,针对资产证券化专门立法解决资产证券化面临的现实问题,建立健全风险隔离机制。另一方面,应统一现行法律法规、人民银行和银监会体系下信贷资产证券化和证监会体系下资产证券化相关要求,理顺资产证券化产品的发行条件、发行程序、交易场所、交易结构和各方当事人的权利义务关系,修订阻碍资产证券化发展的部分规定,发挥法律促进经济发展的作用。

## 2. PPP 法律体系的完善

目前与 PPP 模式相关的法规政策层次较低,多为国务院、地方性行政法规或国务院部门规章、地方政府规章,尚未有国家层面的立法,权威性不够,部分文件之间甚至相互矛盾如各种模式的称谓和内涵、项目所有权的转移与归属、税务的征收,所以虽然近期政府出台了若干文

[5] 曾英杰、余科:“资产证券化中 SPV 法律问题的探讨”,载《经济师》2004 年第 6 期。

[6] 王军:“略论信贷资产证券化过程中的法律阻碍”,载《时代金融》2012 年第 23 期。

件,但效果并不明显。缺少国家层面法律和制度造成的一个主要问题是,中央和地方政府缺乏相关项目的一站式立项、评估和审批等机构,造成各地各部门各自为政,重复或交叉审批,效率不高,或管理与监管缺位,经验教训不能很好地总结和推广,重复交学费,等等。因此,要应用好 PPP 模式,迫在眉睫的任务是构建一套国家层面的 PPP 法律和制度体系。

PPP 法律内容应包括但不限于 PPP 及其应用范围的界定,政府审批权限、流程和管理程序,政府和社会资本在项目融资、建设、运营、管理、移交等全生命周期的权责利等,使之具备较强的法律效力,避免由中央部门或地方法规政策所带来的冲突。疏通项目股权转让退出渠道,避免地方政府滥用权力,消除社会资本投资公益事业的制度和心理障碍。另外,加强金融监管,防范政府债务以 PPP 形式“变脸”、“异化”,明确特殊目的主体(SPV)的合规交易结构,对名为企业债务,实为政府债务的交易结构进行有效监管。对于过去国家层面的 PPP 相关法律如《合同法》、《公司法》、《招标投标法》、《政府采购法》、《会计法》、《税法》、《银行法》、《仲裁法》等未覆盖到或与 PPP 模式有冲突的内容应加以修订。同时,制定全国性的 PPP 项目实施指南,包括但不限于对上述 PPP 法律各方面内容的更具体的操作程序和细节,特许经营协议或合同示范文本等,规范全国各中央部门和各地政府的不同做法。只有国家层面的完善法律和制度体系才能给企业特别是私营企业更强的信心,更好地保证企业的权益,才能更有效地吸引社会投资参与,真正从根本上解决政府债务问题,减轻财政负担。