基于利益相关者理论对城市轨道交通存量项目PPP操作模式的研究

徐志超 | 许树生 | 肖靓

摘　要：针对城市轨道交通存量项目盘活参与主体众多、投资规模巨大、涉及相关专业复杂，易导致在存量过程中出现资源错配、时间错配、人员错配等问题，本文基于利益相关者理论对城市轨道交通存量项目PPP实施方案展开研究，提出可实施方案，为城市轨道交通存量项目盘活提供理论与实践支持。

关键词：PPP；轨道交通；存量项目；利益相关者

为了推进城市轨道交通项目的理性化发展，实现项目资金的可获得性与城市发展态势相匹配，国务院办公厅于2018年出台《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，对城市轨道交通项目中财政资金的出资比例作出了明确规定，并强调要通过多种方式盘活存量资产，以解决新建项目的资金来源问题。国家发改委同期陆续出台文件，为城市轨道交通领域采用PPP模式盘活存量项目提供了政策支持。据统计，国内城市轨道交通采用PPP模式盘活存量项目的情况并不乐观，整体可落地的难度较大。在多约束条件下，城市轨道交通存量项目盘活需要充分考虑各利益相关者的诉求，以实现多目标条件下的妥协与均衡，保证项目的有效实施。

城市轨道交通存量项目PPP执行方案分类

纵观国内城市轨道交通领域存量项目的整体形式，在PPP方式选择上主要以转让——运营——移交（TOT）方式为主。鉴于存量资产盘活体量需求、社会资本方的可承受范围、税收筹划等综合考虑，TOT方式下的股权转让路径是现阶段的主要选择。在股权转让模式下，主要包括以下三种执行方案：

方案一：纯股权转让方式，即政府方出资代表成立一家标的公司，并将拟盘活城市轨道交通存量项目资产无偿划转给标的公司，标的公司将预期比例（a%）的股权转让给社会资本。股权转让完成后，标的公司变更为PPP项目公司负责存量项目的运营、更新改造、追加投资等工作。

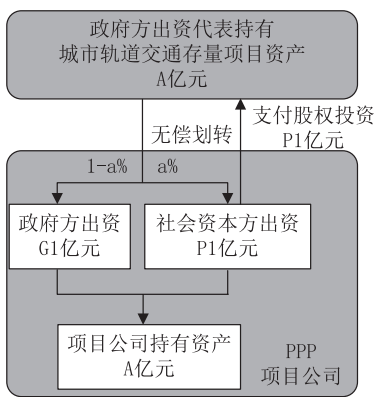

图1　方案一操作路径示意图

方案二：在股权模式下综合考虑债权债务的执行方式，即政府方出资代表新成立一家标的公司，将拟盘活城市轨道交通存量项目部分资产（B）无偿划转给标的公司形成标的公司股权，将标的公司a%的股权转让给社会资本；将拟盘活城市轨道交通存量项目其余资产（C）有偿转让给标的公司，由标的公司负责向金融公司借款支付政府方出资代表对价。上述流程完成后，标的公司变更为PPP项目公司负责存量项目的运营、更新改造、追加投资等工作。

方案三：在资产拆分下采用方案二的执行方式，即将城市轨道交通存量项目融资投资建设部分划分为D，

中国财政杂志社

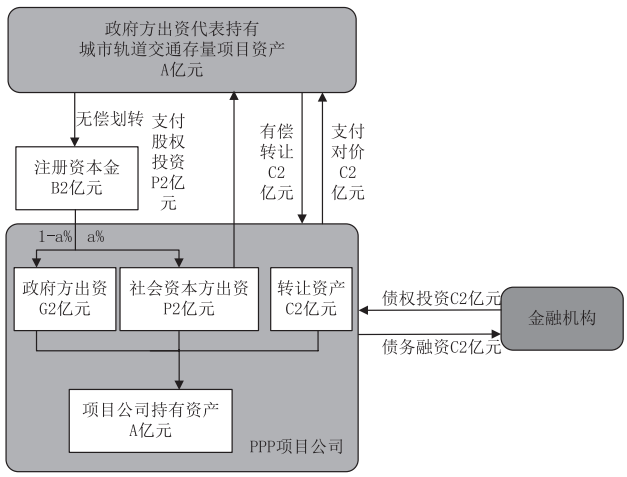

图 2　方案二操作路径示意图

资本金投资建设部分划分为E，D部分仍由政府方出资代表直接持有，对E部分仍然采用方案二方式操作，此时将标的公司b%的股权转让给社会资本。上述流程完成后，标的公司变更为PPP项目公司负责存量项目的运营、更新改造、追加投资等工作。在此方案中，为了维持政府方出资代表现持有资产比例与方案一中政府方出资代表持股比例一致，则要求政府方出资代表直接持有资产D亿元与政府方出资代表在PPP项目中持股G3亿元总和占城市轨道交通存量项目资产A亿元的a%。

城市轨道交通存量项目PPP核心利益相关者分析

基于利益相关者视角剖析PPP项目的成功路径是现阶段PPP研究的重要方向之一。PPP项目中利益相关者的利益诉求各异且在一定程度上存在项目冲突的问题，有效分析并协调各核心利益相关者的诉求，形成推进项目的方向性指导，是实现项目价值的

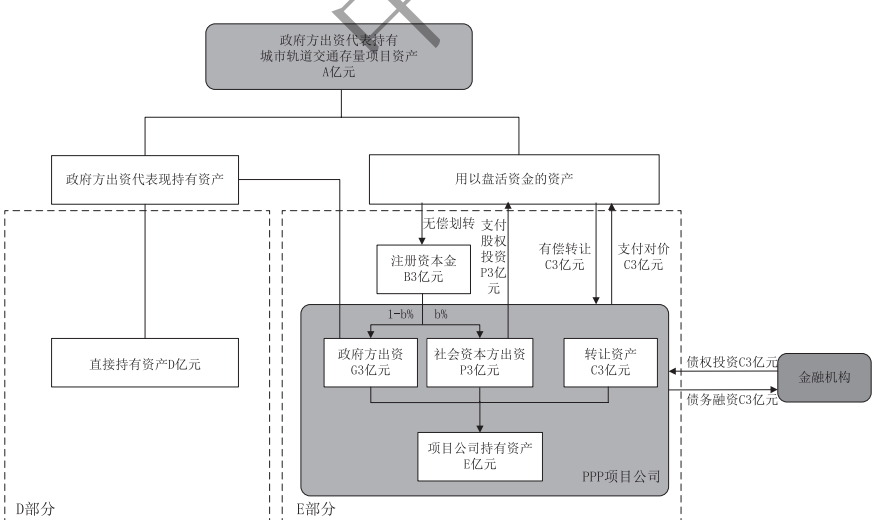

图 3　方案三操作路径示意图

重要条件。因此，针对项目特点解构项目核心利益相关者的组成和利益诉求是制定城市轨道交通存量项目PPP操作模式评价标准的基础。

核心利益相关者的构成。城市轨道交通存量项目PPP涉及利益相关者众多，鉴于利益相关者的组成与项目特性间的关联关系复杂，本研究对T市拟开展的城市轨道交通存量项目进行具体分析，将城市轨道交通存量项目PPP核心利益相关者分为以下5种，即作为政府代表的项目实施机构、政府方相关机构、政府方出资代表、社会资本方、项目原有债权人。其中，实施机构是项目的决策机构，负责项目的整体统筹；政府方相关机构为项目的监管机构，主要包括计划部门、行业主管部门等，负责项目的合规合法性，确保项目在政策框架内的合规性及财政可行性；政府方出资代表为政府方的实际执行者，一般为具有城市轨道交通的建设、运营管理能力与经验的国有企业，且存量项目PPP的执行将对该国有企业的母企业产生影响；社会资本方是指参与项目的非政府方成员，通过投入资金或技术获取收益，一般包括运营方、设备供应商、财务投资人等；项目原有债权人是指为拟盘活城市轨道交通项目在建设期间或运营期间与当时城市轨道交通建设或运营企业存在债权债务关系的资金提供者。

核心利益相关者的诉求。城市轨道交通存量项目PPP在执行过程中，不同利益相关者代表了不同的利益诉求集群，且面临着不同的条件约束。一是政府方利益集群的诉求在于快速盘活资金投入新线建设，并引进先进的运营主体，提高当地城市轨道交通的整体运营水平。其约束主要表现为财

中国财政杂志社

政资金对巨额投资存量项目PPP运营期可行性缺口补助的可支持性。二是政府方出资代表集群的诉求在于尽快落实政府及实施机构要求的工作，保证工作的合理性与经济性，并确保存量项目PPP执行后企业的可持续发展能力。其约束一方面表现为《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》要求政府债务不得通过企业举借，传统投融资模式已不可行性；另一方面，若企业在项目建设时与项目原有债权人签订合同中约定项目资产转让时需经原有债权人同意，则需在执行PPP模式前与原有债权人进行有效沟通。三是社会资本方利益集群的诉求在于通过参与城市轨道交通存量项目PPP盈利，利用先发优势提高企业在当地其他轨道交通项目参与竞争力。其约束主要表现为由于城市轨道交通存量项目PPP不包括建设阶段的工作，参与方主要为运营商、设备供应商等轻资产企业，可投入自有资金的能力有限；同时，由于城市轨道交通属于准公益性项目，社会资本方参与项目后资金投入的内部收益率较经营类项目的水平相对偏低。四是项目原有债权人财团利益集群的诉求在于保障原有债务能够按照既定收益按期偿还，部分财团同时希望以债权人的身份参与到城市轨道交通存量项目PPP中。其约束主要表现在若再次参与存量项目PPP，可能涉及到对项目重复性融资需征得当地银行监督管理部门的同意。

城市轨道交通存量项目PPP执行方案的评价

由上文分析可知，城市轨道交通存量项目PPP各核心利益相关者之间利益诉求的基础在于实现项目成功，但各方之间存在一定程度上的利益矛盾。因此，在构建城市轨道交通存量项目PPP执行方案评价体系时需统筹考虑各核心利益相关者的诉求，并对不同诉求的重要性加以区分。

评价指标的构建。本文结合上述城市轨道交通存量项目PPP核心利益相关者的利益诉求，依据对项目落地的影响的重要程度，构建城市轨道交通存量项目PPP执行方案评价体系，形成六个评价指标，各项评价指标的权重依次递减。一是满足政府需求：加快推进轨道交通存量项目PPP，在保证政府方持有存量项目1–a%所有权的基础上，引进优秀的社会资本，提高当地轨道交通建设和运营管理水平。二是满足社会资本投资意愿：运营商、设备供应商等城市轨道交通存量项目PPP潜在社会资本方多为轻资产企业，自身资金实力有限，加上投资风险控制要求严格，希望尽量减少投资额。三是满足PPP相关政策文件要求：依据《PPP项目合同指南（试行）》的要求，政府在项目公司中的持股比例应当低于50%，且不具有实际控制力及管理权。四是满足原有债权人对既有债务的处置意见：需要保证既有债务的还款来源不受影响；避免对同一项目重复融资；需征求银行监管部门同意。五是满足项目经济性：盘活存量资金数额满足新建项目必要资金需求；全生命周期财政补贴金额应具备经济合理性。六是满足政府方出资代表需求：企业可持续发展；企业资产总量不产生重大变化；企业在金融市场的信誉不受到严重影响，保证后续持续可融资。

评价数据的收集。依据上述城市轨道交通存量项目PPP执行方案的评价体系，本研究与居国内翘楚的城市轨道交通PPP项目咨询公司合作，采用焦点小组访谈与会议访谈方式，对政府方相关机构、政府方出资代表相关负责人员、12家参与过或有意向参与城市轨道交通存量项目PPP潜在社会资本方及拟盘活存量项目的原有债权人财团进行调研，了解T市城市轨道交通存量项目PPP核心利益相关者对不同操作方案的观点。

评价结果。基于对各核心利益相关者调研资料汇总，依据建立的评价体系对城市轨道交通存量项目PPP三种执行方案从六个方面进行评价：一是关于满足政府需求：三种方案均可满足该评价指标的要求，方案一与方案二在股权层面上满足，方案三在资产层面上满足。二是关于满足社会资本投资意愿：方案一由于需要社会资本支付项目a%的股权投资，社会资本的接受意愿较弱，方案二与方案三盘活资金的主要来源为PPP项目公司向金融机构借款的债务资金，社会资本股权投资金额较小，投资意愿相对较强。三是关于满足PPP合规性：由于方案一与方案二需在股权层面满足关于政府方持有存量项目a%所有权要求，则在a<50时，财政部门批准难度大；方案三是在资产层面满足政府的要求，在PPP项目公司中政府方的持股比例可另作约定，即使a<50时，也可通过调整PPP项目中各方的持股比例满足PPP合规性。四是满足债权人对既有债务处置意见：三种方案均需征得银行监管部门同意。由于方案二盘活资金量为项目全部投资额，可能涉及重复融资，且需与原债权人协调偿还既有债务事宜；由于方案三盘活资金量等于项目资本金数额，则基本不涉及重复融资问题。五是关于满足项目经济性：考虑到财政支付能力与资金需求水平，经济性测算结果表

中国财政杂志社

明，方案一与方案三盘活资金相对适中，方案二盘活资金相对较多。与此同时，在盘活资金额度相等的情况下，以市场普遍接受的项目全投资内部收益率计算，方案一的政府补贴数额接近方案三的两倍。因此，方案一的经济性较差。六是关于满足政府方出资代表需求：政府方出资代表需求的核心在于合并PPP项目公司财务报表至政府方出资代表企业的报表中，因此三种方案当政府方在PPP项目中的持股比例小于50%时，需要依据《企业会计准则第33号—合并财务报表》在PPP合同中进行明确约定。

综上所述，依据上述六个指标的评价结果，方案三的综合可操作性更强。须强调的是，本文构建评价体系中的六项评价指标是对各核心利益相关者诉求的具体体现，皆为项目推进应考虑的重要因素，但非充分必要因素。因此，在城市轨道交通存量项目PPP方案设计时应对上述六个要素依据重要性统筹考虑，并通过有效协调得出有利于项目整体目标的满意解决方案。

主要参考文献：

[1] Osei-Kyei R, Chan A P C. Review of studies on the Critical Success Factors for Public – Private Partnership (PPP) projects from 1990 to 2013[J]. International Journal of Project Management, 2015, 33 (6) : 1335-1346.

[2] 彭为，陈建国，伍迪，等. 政府与社会资本合作项目利益相关者影响力分析—基于美国州立高速公路项目的实证研究[J]. 管理评论，2017, 29 (5) : 205-215.

[3] El-Gohary N M, Osman H, El-Diraby T E. Stakeholder management for public private partnerships[J]. International Journal of Project Management, 2006, 24 (07) : 595-604.

[4] Public private partnerships in transport: Trends and theory[M]. London: Routledge, 2015.

[5] Mitchell R K, Agle B R, Wood D J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts[J]. Academy of management review, 1997, 22 (4) : 853-886.

（作者单位：北京金准咨询有限责任公司）

责任编辑 雷艳

图片新闻

山西芮城：美丽乡村建设试点村项目全面完工

冯军强 姚建锋 | 摄影报道

经过6个多月的紧张施工，山西省芮城县美丽乡村建设试点村项目的巷道硬化、广场建设、公厕建设、村内绿化、美化、亮化及排水沟建设等全面完工，美丽乡村试点村实现华丽转身。2018年芮城县被确定为省级“美丽乡村建设试点县”以来，县财政局采取有效措施，充分调动各方面积极性，全力推进项目建设，科学规划，突出地方特色，充分利用好财政奖补资金，发挥奖补资金最大效用，以田园风光、村庄民居为切入点，着力把古魏镇城南村、柴涧村、王天村，以及学张乡神西村、陌南镇朱吕村五个试点村建设成为宜居宜业宜游的美丽家园。

中国财政杂志社