

关于 PPP 项目公司上市的思考

聂登俊 | 李文 | 郭上

自我国全面推广 PPP 模式以来，经过近几年的探索完善，取得了预期成果，相关部委不断出台相关政策，鼓励 PPP 项目的投资者依托各类产权、股权交易市场，建立多元化、规范化、市场化的退出渠道。总体看，PPP 项目落地率仍较低，其主要原因是 PPP 项目的退出机制不够完善和多元化。积极探索和完善 PPP 项目的退出机制，是提高社会资本投资信心参与 PPP 项目的关键。PPP 项目公司上市融资及实现退出是未来的一个重要发展方向，对其开展研究，具有较强的现实指导意义。

PPP 项目公司上市的可行性及意义

(一) PPP 项目公司上市的可行性。第一，从法律的角度上看，我国《证券法》第五十条规定，股份有限公司申请股票上市，应当符合下列条件：股票经国务院证券监督管理机构核准已公开发行；公司股本总额不少于人民币三千万元；公开发行的股份达到公司股份总数的百分之二十五以上；公司股本总额超过人民币四亿元的，公开发行股份的比例为百分之

十以上；公司最近三年无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载。证券交易所可以规定高于前款规定的上市条件，并报国务院证券监督管理机构批准。PPP 项目公司能够满足法律对上市公司所需的资质要求。第二，从政策的角度看，2015 年 5 月 19 日，国务院办公厅转发财政部、发展改革委、人民银行《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》，指出“依托各类产权、股权交易市场，为社会资本提供多元化、规范化、市场化的退出渠道”。可见，国家鼓励开展以股权为基础的金融产品的交易，以此构建 PPP 项目多元化的融资和退出渠道。第三，全国金融工作会议强调要把发展直接融资放在重要位置，而 PPP 项目公司上市融资正是直接融资的体现，也是金融回归本源，服务于实体经济发展的具体实践。第四，从 PPP 模式本身来看，PPP 模式能够有效提供高质量和高效率的公共服务。若 PPP 项目到期后全部移交给政府，项目公司转为国有或注销，这就回到由单一一方提供公共服务，与推广 PPP 模式的背景和意义相悖。

因此，笔者认为 PPP 模式作为一项具有重大现实意义的改革会长期存在，PPP 项目公司亦是如此，其能满足上市的一系列条件。

(二) PPP 项目公司上市的重要意义。一是规范 PPP 项目发展。证券交易所是公开、透明、统一、有效的市场，PPP 项目公司如果要上市，相关股票在交易所市场流通，必须遵照执行证券监管规则，严格履行证券监管机构规定的信息披露义务。此外，也要接受证监会、交易场所等监管机构监管，更要接受广大投资者的监督。因此，PPP 项目公司上市有效提升 PPP 项目的透明和规范程度，激励 PPP 项目参与方按照资本市场严格的标准和要求来履行 PPP 项目程序，以此规范 PPP 项目运作。

二是为投资者参与和退出 PPP 项目提供渠道。对社会资本方而言，当前多以减资或到期清算等方式实现退出，而减资的工商程序繁琐且影响后续债权融资，到期清算时间较长。PPP 项目公司通过上市以股票代表股权在交易所市场流通，PPP 项目公司股东可以在交易所转让其所持有的股票实

现退出，而新的社会资本则可以购买股票参与PPP项目。对政府而言，在PPP项目公司中持有股权的政府可以通过转让获取资金继续支持当地PPP的发展，在财政资金一定的情况下，大幅提升财政资金的使用效率和对当地经济的支持力度。

三是有效缓解资金期限错配和优化融资安排。PPP项目公司投资期长，一般是20年到30年的时间，而金融机构很少有相应的金融产品，若短资长用会带来较大的流动性风险和偿还风险。因此，PPP项目公司上市无疑是解决资金期限错配的重要抓手。此外，PPP项目成熟运营后，通过上市进行股权融资，对于这部分资金PPP项目公司不承担任何利息和债务，投资者可按其出资比例依法享有所有者权益，但不得以任何方式抽回，PPP项目公司可以根据实际情况安排融资计划，做到在全生命周期内优化融资安排，降低融资成本。

四是降低PPP项目中社会资本融资杠杆率。当前PPP项目中除了按照规定出资符合项目资本金要求之外，几乎所需资金都是通过借款，更有甚者，从部分PPP项目穿透来看，项目资本金都是借款，大大提高了杠杆倍数。这使得金融市场的风险过高，与防范金融风险的要求相悖，也严重影响了PPP项目的稳定性和持续性。PPP项目公司通过上市进行直接融资，对降低PPP项目公司的杠杆率具有重要的现实意义，同时这也是供给侧结构性改革所要求“去杠杆”应有的题中之义。

PPP项目公司上市面临的问题

(一)PPP项目有明确的合作期限。一般来讲，PPP项目基本是政府

和社会资本在一定期限内合作，并签署合同约定合作的内容及期限，因此，PPP项目公司在名义上具有明确的存续期间。若PPP项目公司上市而合作期满，怎么才能不影响投资者的利益是PPP项目公司上市将面临的重要问题。

(二)缺乏保障合作内容切实得到履行的制度设计。PPP是政府寻找合适的社会资本参与提供公共服务和产品，通过社会资本的参与提高供给质量和效率。但是当PPP项目公司上市后，控股股东或者提供运营服务的社会资本通过股权退出之后，政府方失去抓手，如何保障公共服务和产品供给的连续性和质量、如何保障社会公众的利益也是PPP项目公司上市所必需思考的重要问题。

(三)缺乏专门的上市管理办法。PPP涉及的是基础设施和公共服务领域，其在回报机制、业务范围等方面与一般企业有一定的区别和特殊性。但当前PPP项目公司上市审批时证券管理机构尚无相关指导规定，具体操作也无章可循，这些会影响PPP项目公司的上市和提高上市成本等。

政策建议

(一)完善PPP项目公司上市的顶层制度设计。PPP项目公司上市对PPP发展来说具有重要意义，亟需完善PPP项目公司上市法律法规。一是要对PPP项目公司合作期满后的安排做出规定，比如重新招标新的社会资本方，给予原来的社会资本方优先选择权，以此消除投资者后顾之忧；二是要推动制定专门、统一的PPP项目公司上市管理办法，出台相应的规范性文件，解决阻碍PPP项目公司上市的现实问题，确立统一的发行、上市

和交易规则；三是在PPP项目公司上市整个运作环节中，要明确PPP项目公司的尽责义务，建立对相关主体的诚信档案，做好持续性的信用管理，严肃处理失信违规行为，努力推动市场的健康发展。

(二)深化主管部门间协同合作。PPP项目涉及的利益主体较多，监管难度大。相关主管部门之间要建立常态化的沟通协作机制，明确相关业务流程、细化业务分工，做好市场监管工作，为市场提供优质的服务，共同营造有利于PPP项目公司上市和相关投资者投资的政策环境和市场氛围；特别是要强化监管部门协调，制定统一监管标准，避免监管存在盲区和“黑洞”，共同推动统一市场准入、监管和信息披露标准，且要尽快完善PPP项目公司上市的相关配套措施。

(三)注重合理分配风险。PPP本身要求风险共担，在PPP项目中要努力实现风险的合理分配，防止风险过度转嫁，以此实现收益和风险相匹配。此外，要避免PPP项目公司上市成为实际运营方快速“退出”渠道，对此要设置一定的限售条款或者股票锁定期，约定实际运营方的责任和义务。

(四)严格PPP项目信息披露。PPP模式是一种相对复杂的投融资模式，对其信息公开的要求较高，但公开难度也较大，严格的信息披露制度可以有效防范PPP项目投资运作中的道德风险。因此，要强化PPP项目公司及其项目公司上市信息披露，明确影响PPP项目公司收益的绩效考核、项目资产状况、财务状况、经营状况等信息披露。□

(作者单位：中国财政科学研究院中国政企合作投资基金股份有限公司)

责任编辑 廖朝明