

The Impact of Infrastructure Securitization Mode on the Reform of the Central Enterprise Index System—Taking the Securitization Project of the Central Enterprise of the Construction Department as an Example

Shuai Cui

CCCC Commercial Factoring Co., Ltd., Beijing, 100029, China

Abstract

In order to promote the high-quality development of central enterprises, SASAC optimized the management index system of central enterprises from “two profits and four rates” to “one profit and five rates”, and changed from “two increase, one control and three improvement” to “one increase, one stability and four improvement”. As the vanguard of national infrastructure construction, the central construction enterprise has carried out a large number of construction in the field of infrastructure and formed a large number of high-quality assets. In recent years, the central construction enterprises have carried out beneficial practice in revitalizing assets by using asset securitization. By analyzing and comparing the operation mode and financial impact of infrastructure asset securitization, the specific influence of the index on “one profit and five rates” is summarized and the key concerns of the same industry are put forward.

Keywords

one profit and five rate; infrastructure; PPP projects; securitization; construction central enterprises

基础设施类资产证券化模式对央企指标体系改革的影响——以建筑系央企资产证券化项目为例

崔帅

中交商业保理有限公司，中国·北京 100029

摘要

为推动中央企业加快实现高质量发展，国资委将中央企业经营指标体系从“二利四率”优化为“一利五率”，由“两增一控三提高”改为“一增一稳四提升”。建筑系央企作为国家基础设施建设的排头兵在基础设施领域进行了大量建设形成了众多的优质资产。近年来，建筑系央企运用资产证券化手段盘活资产进行了有益的实践，通过对基础设施类资产证券化运作模式、财务影响等进行分析比较，总结归纳其对“一利五率”指标的具体影响，提出后续开展同类行业重点关注事项。

关键词

一利五率；基础设施；PPP项目；资产证券化；建筑央企

1 基础设施类资产证券化产品业务模式对指标体系影响

1.1 公募 REITs

①基础资产类型。聚焦在9大类行业中：交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、保障性租赁住房、探索试点行业。

②产品交易结构。采取“公募基金+ABS”形式，即由专项计划收购项目公司100%股权、债权，公募REITs对接ABS产品并上市。公募REITs通过收益法进行估值与规模测算。

③收益分配方式。预计未来3年净现金流分派率原则上分派率按照产权和经营权分别设定为3.8%和5%。同时要求90%以上合并后基金可供分配资金需用于投资人分配。

1.2 类 REITs

类REITs是通过设立资产支持专项计划向特定投资者募集资金，认购私募股权投资基金份额，再由私募基金收购持有项目公司股权。按照会计处理效果的不同，类REITs产品可以分为融资型类REITs、出表型类REITs以及并表权

【作者简介】崔帅（1986-），女，中国天津人，硕士，中级经济师，从事私募基金、资产管理以及资产证券化研究。

益型类 REITs。

①融资型类 REITs。通过发行类 REITs 产品替换原有贷款融资，对于出表诉求较低的资产可以在保留对资产的控制权并改善当期现金流及项目投资内部收益率，属于表内融资。一般在特殊时点解决企业“融资难”的问题，而央企信用评级普遍较高，融资成本相对较低，此类产品需求以及适用性较低。

②出表型类 REITs。较一般的融资型类 REITs 而言，可实现“股权出表”，降负债、调结构的目的，但是否能实现“出表”依然要综合产品机制判断原始权益人是否对底层资产拥有决策权。

③并表权益型类 REITs。通过将基础设施项目嵌入权益并表证券化结构，实现将类 REITs 募集资金计入少数股东权益，从而帮助发行人实现权益的增加和资产负债率的下降。由于并表型产品特殊结构安排，后续产品适用性要结合国务院国资委以及监管机构对于该类产品的综合认定。

1.3 PPP 项目长期应收款 ABS

①基础资产类型。符合《上海证券交易所政府和社会资本合作 PPP 项目资产支持证券挂牌条件确认指南》的相关要求，针对底层资产的特殊要求 PPP 项目需明确政府补贴责任^[2]。

②产品规模与期限。按照合同约定的合理利润率计算可用性服务费，再以一定的利率假设测算资产证券化产品发行规模；优先级资产支持证券期限与 PPP 项目剩余运营期限匹配即全周期模式或每 3 年赋予投资人回售选择权的期限拆分模式。

③会计处理。社会资本方有权收取可确定金额的现金（或其他金融资产），社会资本方在拥有收取该对价的权利（该权利仅取决于时间流逝的因素）时确认为应收款项，并按照金融工具准则进行会计处理，适用《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》进行处理。

1.4 各类产品对“一利五率”指标影响

出表型 PPP-ABS、出表型类 REITs 募集资金用于偿还存量债务有利于降低资产负债率。借助出表型资产证券化产品，企业可将存量资产实现变现并将资金重新注入生产经营与项目投资中，从而提高资产的周转速度以及净资产收益率。

并表权益型类 REITs 通过结构化设计增加了权益融资可降低整体资产负债率，但同时由于权益增加进而导致净资产收益率水平的降低；融资型类 REITs 产品发行成本与银行贷款利率，以及折现率之间的息差影响提前回收的资金可用于新的基础设施项目投资，进而提升净资产收益率。

利用公募 REITs 产品，企业将来自社会的权益性资本引入基础设施项目，可将增量权益资金匹配适当负债后可投资于更高效益项目中，实现资本的滚动利用。公募 REITs 设立前所重构的关联方股权和债权结构可增厚企业税盾，降

低税收负担，通过提高资金周转速度以及净利率实现净资产收益率的改善。

2 开展资产证券化业务对中央企业指标体系影响案例分析

2.1 出表型类 REITs

①实施背景。为进一步拓宽某 AAA 级央企（简称“A 公司”）基础设施 PPP 项目融资渠道，有效盘活基础设施存量资产，A 公司所属二级子公司 B（简称“B 公司”）以其持有的私募基金份额作为基础资产，以 PPP 项目收取可用性服务费、运维服务费的权利作为底层资产开展 PPP 项目出表型类 REITs 业务。

②项目基本情况。该 PPP 项目建设期 1 年，于 2018 年 11 月进入运营期，财务规划纳入中长期财政规划，每年付费纳入当年财政预算。B 公司担任本项目的运营支持方，提供项目全周期的运维支持服务。

③增信措施。优先/次级结构化分层；超额现金流覆盖；政府付费纳入政府财政预算；A 公司对优先级资产支持证券提供流动性差额支付承诺和回售承诺；B 公司对 PPP 项目提供运维支持服务。

④产品交易结构。

第一，专项计划成立后募集资金，其中一部分用于收购 B 公司持有的基金份额（评估价值），剩余资金用于向私募基金出资。

第二，私募基金向项目公司进行权益投资使得权益型出资扩大，同时发放股东借款，由此私募基金的股债比例不超过 1 : 2。

第三，项目公司收到资金后，用于偿还商业银行对项目公司的贷款，以及其他应付未付款项。

专项计划设立后，项目公司根据 PPP 项目合同收取的可用性服务费、运维服务费以及其他项目公司运营收入等款项应根据《运营收入监管协议》的约定归集至运营收入监管账户。A 公司作为运营支持方对 PPP 项目及项目公司相关事项的运营管理等提供运营支持服务。

⑤实施要点。

第一，PPP 项目用地手续是否取得政府方同意、是否完成竣工决算审计、纳入中期财政规划及年度财政预算，政府付费的时间节点。评估值方案与基础资产转让对价是否公允，现金流分配的主要假设、参数取值及其依据。

第二，原始权益人要履行基础资产移交、现金流归集、信息披露、提供增信措施等相关义务，不得通过资产证券化改变控股股东对 PPP 项目公司的实际控制权和项目运营责任，实现变相“退出”。

⑥实施成效。

本次产品的发行有效盘活基础设施存量资产，提前回收的资金可用于新的基础设施项目投资。本次产品的优先级

发行利率远低于项目银行借款成本，B公司可提前收回项目本金及收益同时降低资产负债率，节约了财务费用。

2.2 出表型 PPP-ABS

①实施背景。为有效盘活存量 PPP 项目资产，打通全周期一次性卖断型出表模式，某 AAA 级央企（简称“C 公司”）所属二级子公司 D（简称“D 公司”），以 PPP 项目收益权为底层资产发行出表型 PPP-ABS 产品。

②项目基本情况。本项目采用“PPP+ 政府付费”模式实施，政府付费纳入年度预算和中长期财政规划。PPP 项目建设期为 3 年、运营期为 15 年。本项目于 2020 年 12 月完成竣工验收并投入运营。

③增信措施。优先/次级结构化分层；超额现金流覆盖；C 公司对优先级资产支持证券提供流动性差额支付承诺；D 公司对 PPP 项目提供运维支持服务。

④产品交易结构。

第一，原始权益人代理人提供的代理转让服务，委托原始代理人依据签署的 PPP 合同约定和有关规定，就 PPP 项目享有的取得（部分）相应收益的权利转让予计划管理人。

第二，原始权益人收到资金后，用于偿还商业银行对项目公司的贷款，以及其他应付未付款项。

第三，自专项计划设立日起，D 公司作为运营支持方对 PPP 项目及项目公司相关事项的运营管理等提供运营支持服务。

⑤实施要点。

第一，现金流认定。本项目政府付费由可用性付费及运维绩效服务付费组成，其中可用性付费在项目运营期满一年后开始支付，根据绩效评价结果每年等额支付一次。运营期满一年后，运维绩效服务付费根据绩效评价结果逐年支付。本次纳入证券化范围的政府付费只包括可用性付费部分。

第二，金融资产出表认定。基础资产转让后，计划管理人有权享有并行使基础资产有关的全部权利、管理专项计划资产并分配专项计划利益。项目公司作为资产服务机构，仅在计划管理人授权的范围内履行管理基础资产及进行资金划付的义务。资产服务机构不收取资产服务费；关联方不自持次级证券；C 公司作为流动性差额支付承诺人而承担的专项计划的可变回报不重大。

⑥实施成效。

本次产品发行打通了全周期一次性卖断型 PPP 项目长期应收款资产证券化业务出表模式，有利于增强 PPP 项目的流动性，产品成功发行后，D 公司可将募集资金偿还存量银行贷款，降低企业整体资产负债率。

3 开展基础设施类资产证券化优化经营指标需关注事项

3.1 关注产品模式优劣势和适用条件

按照收益回报模式，建筑系央企项目可分为经营性项

目、准经营性项目与非经营性项目。从产品适用条件来看，对于经营性资产，适用于公募 REITs、类 REITs 产品；对于非经营性类资产，特别是 PPP 项目主要适用产品为出表型 PPP-ABS。目前 PPP 项目发行公募 REITs 尚未明确，发行类 REITs 受股权转让比例限制较大。

从产品模式来看，类 REITs 结构下，可用性服务费和运营绩效服务费均可入池，融资规模相对较大；PPP-ABS 金融资产出表模式下，运营绩效服务费目前一般不可入池。

类 REITs 结构下可能涉及股权转让/基金份额转让，在转让该部分股权需要按照国有产权交易的相关规定履行内外部决策审批、审计评估等一系列法定程序，交易流程相对较长。

3.2 发行类 REITs/ 公募 REITs 盘活 PPP 项目仍面临挑战

PPP 项目多为长期微利项目，大量政府补助类 PPP 项目在税收以及收益率问题不能满足产品运作经济性要求。REITs 产品在税收优惠政策尚未落地的情况下，可能存在双重征税的情况。

3.3 出表型资产证券化业务模式需关注会计认定

出表型资产证券化业务对企业经营指标改善效果显著，而“出表”认定是一个复杂的过程，需根据交易实质等因素进行综合判断。例如实现“出表”，原始权益人将确认处置项目公司股权/资产损益；如未实现“出表”，投资人投入的资金在原始权益人合并财务报表中作为负债列示。

3.4 加强风险管理意识，不断提升底层资产运营管理能力

要进一步提升基础设施类项目资产证券化管理水平，要重视风险管理。项目管理者应充分准确了解资产证券化的优势和不足，制定完善的风险管理体系。同时，应提高精细化管理的积极性和主动性，不断提升底层项目的运营水和收益水平^[9]。

4 结语

笔者通过在基础设施类资产证券化业务上的实践，对此类模式进行深入剖析，旨在归纳总结出各类产品适用条件以及在优化央企指标改革体系的正向影响。总体而言，资产证券化作为新兴的资产盘活手段，是国家政策鼓励支持的方向，在实践中要不断摸索和思考，进一步探索更为有效的盘活途径。

参考文献

- [1] 袁野.优化中央企业经营指标体系 推动加快实现高质量发展[J].中国盐业,2023(2):4.
- [2] 臧宁宁.基础设施REITs推进国企投融资模式创新[J].上海国资,2022(4):5-8.
- [3] 吴康.PPP项目资产证券化应用探析[J].国际商务财会,2023(1):49-52.