

新阶段下 PPP 资产证券化风险防范研究

夏诗园

(中国社会科学院 北京 100028)

摘要 近年来,我国银行不良资产证券化需求迅速扩张,资产证券化成为众多金融产品发展方向。PPP 资产证券化能有效提高不良资产处置效率,缓解银行资产风险,是政府布局 PPP 项目融资的重要手段。但过程一般金融工具相比,PPP 资产证券化市场的风险属性更加复杂,防防范 PPP 项目资产证券化过程中的风险,加强对监管套利空间的管制,对于新阶段下积极稳妥去杠杆、改善国内金融环境有极其重要的现实意义。

关键词 PPP 项目;资产证券化;风险;障碍;建议

DOI:10.3969/j.issn.1003-9031.2018.04.01

中图分类号 F830.4

文献标识码 A

文章编号 1003-9031(2018)04-0004-06

当前,我国经济发展进入新阶段,改革进入攻坚期和深水区,推动 PPP 项目资产证券化,是顺利实现我国“保增长、调结构、促就业、惠民生”不可或缺的重要手段。十多年来,我国资产证券化市场发展迅速,基础资产类型丰富,参与主体更加多样,流动性明显提升,服务实体经济之能力日益增强。2006 年,我国设立不良资产证券化试点,2008 年全球金融危机后,资产证券化发展一度停滞,2012 年资产证券化重启。2014 年以来,PPP 成为我国全面深化改革的重要举措,有效推动了基础设施建设等产业的发展,我国 PPP 项目开始进入发展快车道。2016 年,资产证券化市场存量首次突破万亿元大关。同年 12 月,发改委与证监会联合发布《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化相关工作的通知》,正式给予 PPP 项目资产证券化的政策支持。2017 年 2 月,中央财经领导小组第十五次会议强调,防控金融风险,要通过体制机制改革创新来提高金融服务实体经济能力和水平,同时,相关监管部门出台了一系列政策引导市场机构规范开展各项业务。在此政策背景下,市场参与主体更为积

收稿日期 2017-03-19

作者简介:夏诗园(1987-),女,河南周口人,经济学博士,中国社会科学院金融研究所博士后。

积极开展规范化的资产证券化业务,以“真实出售、破产隔离”为发展核心,推动资产证券化市场朝着科学化、标准化、规范化的方向发展。同年3月,政府工作报告提出“促进企业盘活存量资产,推进资产证券化”,为资产证券化市场的进一步发展奠定了政策基调。同月,首批四单PPP资产证券化产品获批在上交所和深交所发行,标志着PPP资产证券化时代正式拉开帷幕。据统计,截止到2017年底,资产证券化三类产品合计发行总额为1.4万亿元,同比增长72%,新品种持续涌现,产品多元化格局逐渐形成。

资产证券化是一把“双刃剑”。一方面,PPP资产证券化项目在拓展融资渠道、改善资本结构、分散政府投资风险和盘活社会存量等领域效果显著。另一方面,资产证券化具有金融创新工具技术中性的天然属性,这就导致放贷机构经常通过资产证券化方式来攫取利益,不断扩大信贷规模,严重损害金融稳定。事实上,资产证券化释放出的流动性会强化银行的乐观情绪,降低其信息准确性。一旦外部冲击引发事实信任危机,投资者撤出资本等非理性行为以及主体间的相互影响会严重干扰资产证券化市场的正常秩序,引发市场衰退等问题。与西方发达国家相比,我国PPP项目发展尚欠成熟,在具体实践过程中仍存在落地率较低、社会资本参与积极性不高、退出渠道狭窄等问题。再加上,我国PPP与资产证券化的融合工作尚缺乏相关理论和实践经验的支撑,导致在具体实施过程中遇到诸多困难。为此,警惕PPP项目资产证券化发展中的风险,加强对监管套利空间的管制,对于新阶段下积极稳妥去杠杆、改善国内金融环境有着极其重要的现实意义。

一、PPP项目资产证券化的基本内涵及融资优势

“资产证券化”是指通过出售基础资产的未来现金流并发行资产支持证券的融资活动,“PPP项目融资”是公共部门与私人部门之间形成的、为提供公共产品或服务而建立的新型伙伴关系合作关系,它能有效盘活PPP项目资产、吸收社会闲散资金,为社会资本提供投资公共服务建设的合理、可行途径,而这些特点和资产证券化的基本要求相契合。“PPP项目资产证券化”是两者的有效融合,是拓展PPP项目的一种多元化融资渠道。与一般类型基础资产证券化相比,PPP项目资产证券化的运营管理权和收益权是分离的,其基础资产的合规性更强、期限更长、范围更大且要求更高。

按照基础资产类型来划分,PPP项目资产证券化主要包括收益权资产、债权资产和股权资产三种模式。“收益权资产”是PPP项目资产证券化中最主要的基础资产类型,“债权资产”则主要是以商业银行或金融租赁公司为主要发起机构、PPP项目银行贷款或PPP项目金融租赁债券作为基础资产在银行间市场发行信贷资产支持的证券,“股权资产证券化”是指当PPP项目进入运营阶段,可考虑以项目公司股东为融资主体,以其在项目公司中的股权或股权收益作为基础资产进行融资的方式。此外,股权资产证券化也可考虑以PPP项目公司为融资主体,通过资产证券化、流动资金贷款等融资工具进行债务结构调整。

PPP资产证券化能有效降低资产原始权人的融资成本,构筑风险传染的防火墙,提高项目财务的稳定性和企业融资能力,有效保护投资者的利益。从PPP项目公司角度。刚成立的项目公司通常信用等级较低,若在政府的特许经营授权下采用贷款亦或是发行债券的方式进行融资,成本会很高。与传统PPP项目的融资方式不同,PPP资产证券化属于表外融资,并不构成公司的实际负债,能有效盘活资产。另外,在PPP项目资产证券化融资方式下,项目公司经营管理权较少受到干预,这就有利于项目公司通过转让基础资产的方式快速收回投资,从而提

高企业资产的流动性。从政府部门角度。在传统的融资模式中,政府占据绝对地位,难以实现真正意义上的简政放权和降低财政压力。PPP资产证券化能吸引带动更多的社会资本参与项目,政府在整个项目中的主要职责为监督和完工检验,这能最大化的实现项目的社会效益。从投资者角度。PPP项目资产证券化能够弥补传统PPP项目中资金投入规模大、周期性长,以及资金退出机制不完善和社会资本参与度不够等缺点,让更多的投资者获益。从商业银行角度。PPP项目资产证券化能满足商业银行不良资产证券化的现实需求,通过引入风险偏好不同的投资者,有效改善银行资产流动性。而且,在经济增速放缓条件下,PPP项目资产证券化为商业银行提供了更具市场化、透明化的投放渠道,能帮助商业银行快速处置不良资产和实现规模效应的双重目的,丰富了信贷资产支持证券的品种、信用评级及收益率梯次结构,满足了商业银行多元化投资者的需求。

二、PPP项目资产证券化的主要风险

与一般证券化资产类型相比,PPP项目资产证券化业务流程中的业务技术含量较高,参与主体众多,PPP项目资产证券化不仅具有资产证券化的一般风险特征,也有其特有风险类型。

(一)PPP项目资产证券化未真实出售风险

作为资产证券化业务结构设计的核心,真实出售在PPP项目中较难真正实现,从而导致风险无法隔离,主要原因如下:一是我国目前的PPP项目主要围绕公共基础设施建设和公共服务,资产所产生的现金流主要依赖基于特许经营权而产生的收益,但行政法规中明确规定特许经营权不能自由流转,这就导致在资产证券化时,基于特许经营权而产生的特定收益权会出售给特殊目标载体,而特许经营权却仍然保留在PPP项目公司,最终造成特许经营权主体与收益权主体的分离。二是在PPP项目较长运营期内,社会资本负责PPP项目的运行、维护等,一旦PPP资产证券化项目出现事实违约,证券化产品对应的现金流便无以为继,最终PPP项目资产证券化也无法实现真实出售,从而埋下巨大风险隐患。

(二)地方政府信用风险

PPP项目资产证券化对地方政府信用也有较大影响。一是我国PPP项目资产证券化法律体系建设尚不健全,交易细节的制度设计不明确,导致公众对政策的理解也不尽相同,不利于PPP项目资产证券化的顺利实施。二是由于PPP项目期限较长,一些项目的财政补贴可能由于没有纳入财政预算或由于续任领导不认可等原因导致补贴无法按期到位,致使我国部分地方政府领导存在超越财政实力盲目承诺补贴等道德风险行为,这不仅会损害地方政府信用,同时也会累积大量系统性风险,不利于金融稳定。

(三)信用评级风险

目前,我国资产证券化过程中存在较强的信息不对称问题,在此背景下,投资者在对资产支持证券的认知上极其依赖信用评级机构。这就导致信用评级机构以其自身信誉垄断信用评级市场,一旦信用评级机构评级体系设计出现偏差,就会对整个PPP项目资产证券化市场产生重大影响。同时,PPP资产证券化项目与政府机构的天然联系,使信用评级合同无法保证其客观公允性,容易产生信用评级虚高等问题。

(四)其他风险

一是二级市场流动性不足风险。作为资产证券化市场中的新兴业务,我国资产证券化产品的二级市场交易和退出机制尚欠完善,在业务受理、审核及备案等方面仍缺乏机制设计,导

致社会资本投入表现出较强的被动性,PPP项目资产证券化产品在二级市场上的交易性能较差,流动性较低。二是基础资产质量风险。基础资产是证券化技术的根基,规范和高质量的项目作为基础资产可保障资金流稳定,提高社会资本的使用效率,保障证券化产品的安全性和投资者利益。三是利率变动风险。对于涉及债券融资的PPP项目,在整个债权周期里,利率变动是主要风险点,对项目评价和政府财政承受能力影响巨大。四是项目激励风险。过度资产证券化会扭曲项目实施的激励机制,导致PPP项目质量低下以及泡沫化与空心化等问题。五是责任转嫁风险。PPP资产证券化是盘活存量资产、优化融资安排的重要手段,而非退出途径,相关机构不应通过资产证券化将原应由股东承担的责任转嫁给公众投资者。为此,应明确划分责任和利益主体,调动各方积极性,加强风险控制,保护投资者利益。

三、PPP项目资产证券化发展面临的主要障碍

在业务发展过程中,PPP项目资产证券化尚存在诸多挑战,主要包括以下几个方面。

(一)政策法律保障不健全

首先,积极推动PPP项目资产证券化的相关立法工作。现有的PPP改革政策文件多为统领性指导文件,缺乏具体实施细则,存在操作性不强、规定欠完善、标准粗等弊端。这不仅严重损害了投资者的经济利益,同时,加剧了法律、信用和市场风险。其次,由于上位法体系缺失,相关部门和地方性政府之间职能界限划分不清晰,相关市场主体的税收责任并不清晰,导致在指导实践的过程中会出现冲突等一系列问题。另外,长期以来,PPP项目资产SPV信托法律关系主体地位缺乏《信托法》的明确支持,发行者一直以来都是以第三方担保或购买证券化次级债券的形式来承担底层资产的赔付责任,资产独立和破产隔离效果较差。

(二)期限错配

PPP项目的长生命周期与主要投资者的短期资金需求之间存在矛盾。PPP基础设施项目的经营期限为10-30年,而资产证券化产品的存续期只有5-10年,单个资产证券化产品期限较难覆盖PPP项目的生命周期。目前,我国PPP资产证券化产品的资金来源为中短期资金,而且连续发行新的资产支持专项计划不仅项目审批过程复杂,也增加额外的时间成本和创建费用,这显然难以满足PPP资产证券化产品短期收益的投资需求。另外,发改委和证监会联合发布的《通知》明确规定,PPP项目只能在其运营稳定期间开展资产证券化业务,而在项目建设初期不能借助资产证券化进行融资。

(三)PPP资产证券化产品的收益率与投资者的收益率预期存在差异

PPP项目的“公共”属性决定其项目的定价权实则掌握在政府手中,社会资本处于议价弱势,投资收益普遍较低,PPP资产证券化产品收益率与长期资金占用的低配比性,难以抵御贷款利率的上行风险。加之,目前信息披露机制尚不健全,社会资本的参与度不高,部分资产证券化产品面临销售困境。目前,各地靠使用者付费方式建设的基础设施项目的投资收益率较低,净现金流也不稳定。

(四)PPP项目资产证券化难以保证真正的破产隔离

首先,现阶段,PPP合同中的限制性条款提高了PPP项目资产证券化在实际操作中的“真实出售”难度,而我国实现“PPP+ABS”模式破产隔离仍缺乏具体的制度规范。其次,政府信用进行风险隔离问题。特别的,当PPP项目的未来收益权建立在地方政府付费或提供可行性缺口补助之上,若地方政府的财政收入不能覆盖这些支出,即“政府信用”不能合法合规兑现时,

PPP 资产证券化产品必将出现违约。再次,基础资产质押解除难。大多数 PPP 项目公司早在建设初期就把收费收益权质押给商业银行来作为贷款担保,若将收费收益权做为基础资产进行证券化,就需先解除收益权上的质押,而这需要足额资金做保证,这对许多项目公司来说是个不小的难题。

(五)PPP 项目的透明度有待提高

目前,我国 PPP 项目中存在明显的行政低效和利益寻租等信息不完全问题,从而导致政府诚信欠缺、契约意识淡薄以及市场信息透明度较低等问题。目前,我国地方政府面临财政压力剧增、融资渠道有限等困难,大部分地方政府推广 PPP 项目资产证券化只是试图将债务风险转嫁给社会资本,有些地方以换届、政策变更或财政困难等为由违反合同,致使资产证券化主体在与地方政府产权交割过程中积聚了大量风险,加上信用机制、定价机制以及明确的监管规则的缺失,社会资本参与 PPP 项目的投资信心较低。另外,我国入库 PPP 项目类型范围广泛,基础资产的选择界定标准较为模糊,社会资本方无法统一估值标准,同时缺乏从基础资产到产品设计、再到评级和增信等环节的一整套适用 PPP 项目资产证券化的规范,阻碍了 PPP 项目发展进程,降低了 PPP-ABS 的可推广性。

(六)市场双方意愿不足

从发行角度,优质的 PPP 项目更容易获得银行的低息贷款,而次优项目则无法承担和项目收益率持平的高融资成本。从投资角度,PPP 项目的公益性质使其资产证券化产品的收益率较低,且 PPP 资产证券化产品的周期较长,存在风险与收益不匹配的问题,势必会影响投资者的投资意愿。

四、化解 PPP 资产证券化风险、促进 PPP 项目资产证券化发展的政策建议

针对 PPP 资产证券化业务发展过程中存在的诸多障碍,结合国内外发展现实,我们需进行以下探索。

(一)完善法律体系,强化顶层设计

明确的制度设计是市场化机制实施的先决条件,而制度设计的核心是法律法规。结合中国的国情和项目的特殊性,相关部门应做到:明确 SPT 的法律地位,完善抵押变更登记制度和金融担保制度,尽快出台《资产证券化法》和《政府与社会资本合作法》,详细规范 PPP 项目的真实出售和风险隔离等核心问题,明确 PPP 资产证券化的税收政策,激发各方参与 PPP 证券化和购买相关产品的积极性,强化不良资产证券化的信息披露,明确各方参与主体的权责。

(二)创新产品交易结构,加强二级市场建设

优化交易结构设计,重点解决 PPP 证券化产品风险与收益不匹配的问题,提高证券化产品的信用等级,避免过于复杂的交易结构所带来的结构性风险。一是做含权设计。约定在运作周期期末,投资者具有回售选择权,以达到实现产品再销售的目的。二是续发以实现长期融资。证监会等相关监管机构应对原始权益人、基础资产和产品结构不变的产品续发申请作出快速反应,简化审批流程,做到 PPP 资产证券化产品在时间上的有效衔接,减少 PPP 项目长期融资的资金压力。三是规范 PPP 项目资产证券化的审查细则。规范 PPP 项目的回报机制、风险分摊机制、财务状况和财政承受能力审核,地方政府、监管部门将依此做好合法性、基础资产、项目合同条款等方面的尽职调查,减少因信息不对称带来的风险。四是构建完善 PPP 项目资产证券化产品二级市场交易的制度框架,搭建 PPP 项目资产证券化产品与互联网金融等新兴业态融合的渠道,提高二级市场活力和交易效率。

(三)健全内部控制机制,确保业务操作依法依规

健全的资产证券化业务内部控制机制,是确保业务操作依法依规进行防线。一是要完善金融机构内部评级体系,在按照监管规则要求对资产证券化业务实施外部双评级的同时,由金融机构内部部门对资产证券化业务风险进行内部评级,内外部评级进行比对分析,以进一步明晰和准确把握业务风险;二是金融机构风险控制部门要对资产证券化业务风险把好关,每项落实具体责任人负责风险防控,多级审核把关,定时、不定时相结合复核检查,根据实际情况及时反映曝光风险;三是实现内部审计监察部门对资产证券化业务经常性检查与评估,通过独立的事后检查考核业务风险,并重点关注结构化证券中异常高收益投资者风险与收益匹配情况,防范职工道德风险。

(四)加强信息披露,约束主体行为

在市场化机制中,PPP资产证券化项目涉及主体众多,交易过程十分复杂,因而必须要加强信息披露来约束各方行为,促进全流程合规运行。一是坚持信息公开,建立统一信息发布平台,强化相关部门的效率意识、管理意识和责任意识,定时向各方参与主体和社会有关方面提供权威信息。发挥社会公众的监督主动权,拓宽监管渠道,营造公正、透明的市场环境。二是PPP项目的“公共”属性决定了政府始终占据着主导者的地位,盲目融资等不良投资行为屡见不鲜,社会资本投资意愿更加迟疑。打造动态的PPP综合信息平台,建立分层次、有重点的滚动开发计划,为供需双方提供有效的对接平台。三是政府部门应转变心态,提高契约责任意识,防范和监管转嫁风险的高杠杆行为。四是夯实政府支付责任。要对政府的支付责任进行法律约束,加强违规行为和失信行为披露,对相关决策的领导人进行终身追责,约束各方行为。同时,扎紧政府支付责任的口袋,防止侵占有限的政府财力资源。

(五)创新破产隔离方式

为实现PPP项目资产证券化的顺利开展,严格落实基础资产的真实出售和风险隔离至关重要,为此相关机构应做到如下几点:首先,准确识别和评估风险,根据风险分配框架为各方分配适度风险。其次,严控PPP项目资产证券化的交易风险。对于有限制性约束条款的PPP项目,在资产证券化时应注意交易导致的资产权属变更,严控部分社会资本利用资产证券化短期套利。对于信息失真的情况,应进行严惩。再次,完善增信机制。外部信用增级可以采取保证金、担保等方式,PPP项目资产证券化还可以采用内部增级。最后,优化基础资产配置,加强未来现金流的预期管理和监测预警,加强PPP证券化产品的提前偿付风险研究,深入分析提前偿付的各种影响因子及其风险敞口,防止产品因较长期限可能造成的收益不确定性波动过大而形成的偿付风险。

(六)强化信用评级机构管理,建立责任追究机制

强化信用评级机构管理是PPP项目资产证券化顺利实施的重要一环。首先,积极培育国内信用评级机构,创建良性竞争的市场格局,提高信用评级质量。其次,提高信用评级信息和程序透明度,注重评级业务技术和细节,及时发现和纠正影响公正、公平和科学性的评级结论。最后,建立责任追查机制,相关监管部门对不合格的评级结果进行及时核查和监督,并建立责任追究制度,对信用评级机构由于未尽责任而造成的投资者损失进行相应的赔偿。■

(责任编辑 李兴发)

(下转第26页)

资,通过延长国内供应链、增加服务和知识附加值,向价值链两端延伸和升级。■

(责任编辑:夏凡)

参考文献:

- [1] Franke LA. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria [J]. June, 1998.
- [2] Hummel D. The Nature and Growth of Vertical Specialization in World Trade [J]. May, 2001.
- [3] 杜群阳, 朱剑光. 产业内贸易对东亚经济周期协同性影响的实证研究 [J]. 国际贸易问题, 2011(12): 81-89.
- [4] 程惠芳, 岑丽君. 产业结构与国际经济周期协同性研究 [J]. 经济研究, 2010(9).
- [5] 刘恩专, 刘立军. 贸易边际与经济周期协同性 [J]. 南开经济研究, 2012(3).
- [6] 刘仕国, 吴海英. 全球价值链和增加值贸易: 经济影响、政策启示和统计挑战 [J]. 国际经济评论, 2013(4).
- [7] 潘文卿, 娄莹, 李宏彬. 价值链贸易与经济周期的联动: 国际规律及中国经验 [J]. 经济研究, 2015(11): 20-33.
- [8] 潘文卿, 李跟强. 垂直专业化、贸易增加值与增加值贸易核算——全球价值链背景下基于国家(地区)间投入产出模型方法综述 [J]. 经济学报, 2014(4).
- [9] 徐继明, 郭晨. 低利率背景下保险基金以 PPP 模式支持地方建设研究 [J]. 北方金融, 2017(12): 24-28.
- [10] 赵亮. PPP 业务基本情况及租赁公司参与模式分析 [J]. 华北金融, 2017(04): 63-67.
- [11] 杨圣奎. PPP 中的金融服务: 模式、经济性及发展对策 [J]. 黑龙江金融, 2016(12): 22-24.

(上接第9页)

参考文献:

- [1] 李兆东, 丁慧颖. PPP 项目资产证券化、信息失真与审计信息保障 [J]. 财会月刊, 2017(34): 114-118.
- [2] 黎毅, 邢伟健. PPP 项目“明股实债”问题的研究 [J]. 海南金融, 2017(11): 37-44.
- [3] 何杰. PPP 的十个问题研究 [J]. 财政科学, 2017(10): 104-108.
- [4] 王经绫, 彭佼蛟, 赵伟. PPP 项目资产证券化政府债务性风险问题研究 [J]. 证券市场导报, 2017(9): 4-11+18.
- [5] 张璋, 周新旺. PPP 项目资产证券化问题 [J]. 中国金融, 2017(14): 67-69.
- [6] 孟艳. PPP 资产证券化的薄弱环节及改善策略 [J]. 经济研究参考, 2017(33): 25-28.
- [7] 邓冰. PPP 资产证券化风险思考 [J]. 中国财政, 2017(11): 51-53.
- [8] 晓宇. PPP 资产证券化新规将出炉 [J]. 经济研究参考, 2017(30): 17.
- [9] 张望军, 星焱, 马雪娇. 我国 PPP 项目资产证券化的障碍、风险与对策 [J]. 中国财政, 2017(10): 41-43.
- [10] 徐歆元. PPP 资产证券化“定位”金融机构 [J]. 金融市场研究, 2017(5): 63-71.
- [11] 星焱. 我国 PPP 项目资产证券化中的问题与对策 [J]. 证券市场导报, 2017(5): 40-44+52.
- [12] 郭上, 孟超, 孙玮, 张茂轩, 聂登俊. 关于 PPP 项目资产证券化的探讨 [J]. 经济研究参考, 2017(8): 20-25+30.
- [13] 李兆东, 丁慧颖. PPP 项目资产证券化、信息失真与审计信息保障 [J]. 财会月刊, 2017(34): 114-118.
- [14] 黎毅, 邢伟健. PPP 项目“明股实债”问题的研究 [J]. 海南金融, 2017(11): 37-44.