

# 银川：推进资产证券化的路径设计

李志坚 | 白雪娟

2015年底，国务院《关于进一步显著提高直接融资比重优化金融结构的实施意见》将大力发展直接融资作为一项长期战略性任务，提出“我国要发展企业资产证券化，推进基础设施资产证券化试点”。银川市作为宁夏回族自治区的首府，是我国西部地区的重要城市之一，面对新常态下的资本和金融市场的挑战，出台了《“金融强市”战略实施意见》，提出加大债券票据融资力度、释放政府存量资产等具体措施，为资产证券化提供了良好的制度环境。

一般来说，已经在市场中成功发行的基础资产被认定为“成熟”的基础资产。银川市国有资产中拥有控制权、满足监管部门要求并且符合“成熟”要求的基础资产为未来收益权类（包括天然气销售收入、液化气销售收入、公交销售收入、热力销售收入、自来水和污水收入）以及应收债权类（主要为BT合同债权）。从近期方案来讲，可以根据现有成熟基础资产的权属现状，将一类或多类基础资产打包整合，灵活设计交易结构，完成资产支持证券的发行。BT合同债权和公交收入收益权比较符合现阶段的要求，可以进行证券化的实践操作。当然，从长远来说，可以根据银川市的

城市发展规划和国有资产调整规划，通过资产划拨、经营权上收等方式集中公益类基础资产的权属，采取政府采购服务的方式实现预期稳定的现金流，完成资产支持证券的发行，实现公共服务的证券化转型。

## 目前开展资产证券化融资面临的主要问题

（一）单一主体规模普遍偏小。从经济总量的角度来看，宁夏以及银川地区的规模都不算大，同时，企业的个体规模普遍也偏小，带来如下融资问题：一是资本市场容易对主体的偿还能力产生质疑，如果融资规模相对主体规模偏大则会引发对于资金的运用和管理能力的质疑；二是融资规模小会因流动性差等效率问题导致高利率，造成融资成本过高。

（二）集合融资导致资金归集存在难度。在资产证券化过程中，证券化资产所产生的现金流要优先进入归集资金账户，并用于偿还本息。而当融资主体数量较多时，资金的归集和管理会出现很多问题，导致资金归集不顺畅、个别借款人“搭便车”等一系列问题。如果指定单一主体，例如城投作为受托管理人，则也会存在权属关系，即其与各个

融资主体的关系可能多种多样，其管理和监督各融资主体的能力和法律效力都存在问题。在这样的情况下，资产证券化产品在审批和销售过程中都会出现较大困难，不利于项目的顺利推进。

（三）融资主体的财政依赖弱化了资产证券化的积极性。十八届三中全会提出要使市场在资源配置中起决定性作用，但受计划经济思维惯性的束缚，对国有企事业单位这样的融资主体来说，更寄希望于由政府主导、通过财政补贴等方式来加以解决，这严重制约着资产证券化等直接融资现实需求的形成。

## 推进资产证券化的对策建议

（一）积极进行金融布局，加快兼并重组、做大做强的步伐。金融一直是中西部地区经济发展的短板，从2013年开始，银川市开始实施金融强市战略，初步搭建起金融体系架构。随着未来产业布局的日趋完善，金融的支撑作用将越来越突出。同时，通过打造通联资本、滨投、保投、房投等若干个融资、投资平台，把过去分散在各部门、融资功能差、经营管理落后的国有资产组合起来，为产业集群的形成和壮大奠定基础。

(二)打造公益类国有企业经营资产稳定的现金流预期。目前银川市的公益类国有企业基础资产的运营,尚不能形成稳定的净现金流预期,此类国有企业大多入不敷出,盈利性业务不能弥补整体业务的亏损,还需要政府财政的补贴。在这种情况下,市场对公益类基础资产的现金流预期主要取决于财政补贴的可持续性以及盈利性业务的稳定性。因此,打造具备稳定的、可预期现金流的公益类基础资产,存在两条可遵循的路径:确保业务的盈利稳定性以及建立稳定的财政补贴制度。盈利性业务的重大资本支出由统一的运营平台企业支出,以确保实际运营主体在可见的未来不发生大额资本支出;政府及相关的监管部门给予此类业务稳定的政策预期;加强公益类国有企业的预算管理和精细化管理,提高运营管理的标准化程度,挖潜增效。由于公用事业类业务涉及民生问题,通过价格改变目前的经营亏损

局面存在较大的阻力,只有在运营成本和运营效率上找准切入点。通过增强不同层面和口径公用事业运营业务的运营效率,提高谈判能力,减少运营内耗,实现公用事业运营的稳定性和微利性。

(三)加快推进事业单位改革的步伐,加大政府购买服务的力度。银川市还有为数较多的旅游景点、会展中心、体育馆等归口于事业单位管理,这在一定程度上造成了公共服务缺乏竞争、运行效率低下、供给方式单一、资源配置不合理以及服务质量不高的问题。而从资产证券化角度来看,整合后的这些基础资产可以成为较好的基础资产选项,因此,应改革政府提供公共服务的方式,加大政府购买公共服务力度,使提供公共服务的事业单位有竞争,从而提高政府提供公共服务的质量和效率。

(四)改变财政补贴方式,加大预算刚性。通过财政补贴等方式满足国有企业事业单位的融资和运营需求,由于其

偶然性、不确定性、资金到位慢等特点,很难得到较稳定的资金保证。一方面,从资金需求方来讲,由于信息不对称,容易引发“会哭的孩子有奶吃”和“谁哭的声音大,谁得到的资金多”这种逆向选择和道德风险行为;另一方面,从财政预算角度来讲,这种偶然性、不确定性的财政补贴方式,破坏了财政预算的严肃性和稳定性,增加了财政工作的工作量。反之,如果通过资产证券化等结构化直接融资方式,通过第三方中介结构和证券市场投资者的考验,将资金的支出固定于财政支出预算之中,既增强了预算的严肃性和稳定性,又增强了预算支出的可预测性,也会大大减少财政工作的工作量,可谓一举多得。□

【本文为宁夏哲学社会科学规划项目(16NXBYJ05)部分研究成果】

(作者单位:北方民族大学商学院宁夏回族自治区财政厅)

责任编辑 韩璐



银川中阿之轴夜色