

## 地方政府投融资平台信用评价方法研究

行业地区部 苏 英

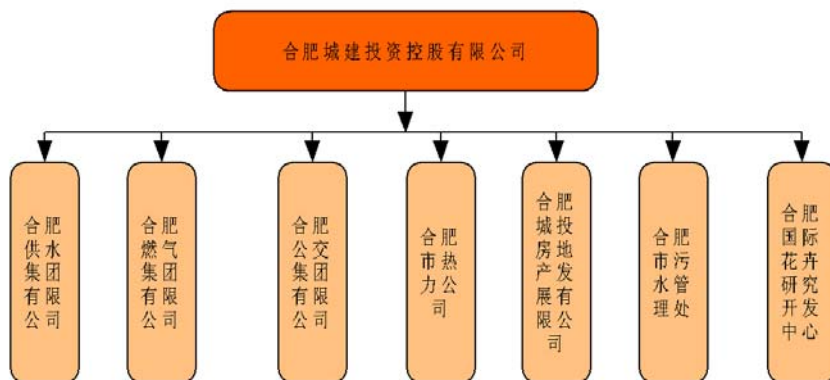
### 一、研究背景

上世纪末本世纪初，中国资本市场上出现了一类特殊的投融资主体，这类投融资主体的现实表现是各省级的基础设施投融资公司或是各市级的城市建设投融资公司，它们虽然以公司法人建制，但却表现出种种与一般公司不同的特征，其特殊性主要表现在如下的几个方面：

首先，此类公司与当地政府存在着直接的“血缘”关系，这一特征主要表现在三个方面，第一，在资本市场上公开融资的各省市投融资公司，它们的注册资本金（基本是100%）的来源是当地人民政府、地方发展与改革委员会或者是地方国有资产管理委员会；第二，这些投融资公司的董事会成员，与当地政府官员有着千丝万缕的联系，他们有的是前任政府官员，有的就是政府官员或职员，在公司兼职；第三，公司收入的一个重要来源是当地政府的财政补贴（某些案例中当地政府的财政补贴占公司总收入的近70%）。

其次，此类投融资主体经营行为存在特殊性。现有的各省市城市建设投资公司的资产很大一部分是地方基础设施和公益类资产（自来水公司或污水处理公司等）；同时公司投资的主要方向也是面向地方基础设施建设和公益类服务的供给。各地城建投资公司的基本经营范围虽然不完全一致，但大多数此类公司的基本经营范围的主要内容包括：主要从事城市建设项目开发经营，为市政设施建设服务、提供公共服务，作为城市建设、经营的平台，承担城市基础设施建设资金的管理和运营等。

第三，此类投融资主体运营模式的特殊性。由于城市基础设施的种类繁多，公益类事业也分布于不同的行业和部门，为此此类公司大多采用集团化的运作模式。最为典型的公司治理结构如下，以合肥城投为例（见图1）。



最后，此类投融资主体的财务报表中存在种种特殊性。例如，主营业务收入占总收入的比例较低；财政补贴是公司收入的重要组成部分；经营性净现金流量对债务保障能力有限；债务偿还方式的特殊性（许多公司债务的偿还依赖政府财政补贴或是政府专向基金）等。

由于上述的种种特殊性，现有的一般商贸类企业的评级方法对其的信用评级的合理性是有限的，种种问题在评级结果中有所体现，例如，评级结果的相应指标存在更多的正负异常值；另有，企业横向指标比较中，指标间表现的更为离散。

为此，一个基本的判断是可以确定的，现有的信用评级方法不适合此类新型事务的评级，同时缺乏恰当的信用评级指标体系。

### 二、研究意义与主要内容

探究此类投融资主体产生的根源，其根源是多方面的、多层次的，但体制原因是其形成和存在的主要原因。客观来讲，现有的各省、市普遍存在的投融资公司所发行的企业债，并

非通常意义上的企业债务，事实是地方政府的债务。

自 1994 年始，中国开始实施中央与地方政府分税体制，改变了以往财权和事权过分集中于中央政府的局面，地方政府在分权理念的安排下，有了较大的自主权。分税体制的实施与推行，大大激发了各级地方政府的积极性，促进了地方经济的发展。但与此同时，中央与地方政府间的关系矛盾也逐渐显现，主要表现为地方政府与中央政府的财权和事权分割并不十分明确，留给地方政府的主要预算内财源是地方税，这一税项根本无法维持地方政府财政支出。

矛盾的重点还在于，中国经济在近十年的快速增长是建立在地方经济快速增长的基础之上的，地方经济的快速增长带动的是各地对基础设施与公益服务的巨大需求。但现阶段，地方政府有限的财力无法满足地方基础设施建设和其他公共品投资的需求缺口，与此同时，中国现有的财政体制是不允许地方政府举债的，在我国《预算法》中明确规定不允许地方财政列赤字和发行债券。为此，面对上述双方面的压力，地方政府变相举债成为经济、政治体制改革中的一种普遍的做法。

各地方通过成立政府投融资平台式的公司，完成政府在基础设施建设和公益性服务供给过程中对资金的需求。从某种意义上讲，此类公司具备地方准财政的性质，即收入的部分来自于地方财政收入，支出的方向是行使地方政府的部分职能。在实行分税制的国家中，各级政府职能的划分的通常做法是，地方各级政府的职能主要限于提供那些具有地区受益性的公共产品和劳务，如地方基础设施、治安、消防、科教文卫及地方行政等。

此类公司特殊性显著的同时，其合理性也有待讨论。此类公司由于存在政府背景，在现有法制与制度环境构建并不完善的背景下，许多公司运用政府行政资源大大降低任何行业的进入壁垒；普遍的现象是，此类公司在有当地政府保护伞的关照下，并非仅满足于基础设施和公益事业领域，受高额利益驱动，在缺乏有效监控的情况下，此类公司常利用产业政策提供的便利，进行多元化经营。例如，某省建设投资总公司，其投资经营不仅集中于电力、高速公路等经营类基础设施项目，同时还经营水泥、造纸等高利润行业。在享受政府政策和补贴优惠的同时，此类企业在竞争类行业中，在有政府行政保护的垄断环境中，赚取高额利润。

从市场经济发展的角度来讲，这种运营模式的存在，会扰乱市场价格信息，导致市场竞争秩序的混乱；从企业自身发展角度讲，这种经营常常并非相关多元化经营，不能形成企业资本和资源的最优化的配置，致使企业只会获得短期效益，不会获得长期的发展，从而造成社会资源的巨大浪费和企业经营管理的短期行为。

为此，本研究的基本出发点虽然是：建立地方政府投融资平台的信用评级方法，但本研究在探寻深层次的理论基础的同时，也意欲探讨如下几个方面的问题：首先，如何界定中国地方政府与中央政府事权和财权的合理边界；其次，在中国特有的政治经济背景下，恰当的公共品与准公共品的供给和管理模式是怎样的；第三，讨论中国地方政府合理的融资模式的基础上，确立中国地方政府的信用评级方法。

在上述思考的基础之上，本研究的主要内容包括：（一）对现有地方政府投融资平台的案例研究；（二）对地方政府投融资平台的信用风险的系统研究；主要包括对城投类公司财务风险和对地方政府财政风险的研究；（三）地方政府投融资平台评级方法与评级指标体系的确定。

### 三、现有研究成果

#### 1. 地方政府投融资平台的主要风险面

地方政府投融资平台的信用风险评价主要需要考虑的风险面包括如下几个方面：

首先，对地方政府投融资平台经营风险的考察。由于地方政府投融资平台作为债务负担的现实载体，在中国政治、经济体制不发生重大变革的情况下，地方政府投融资平台应该是到期债务偿还的主体，为此，对其财务状况进行细致准确的分析，确定其对债务的保障能力

是信用风险分析的基础内容。

其次，对地方政府投融资平台所在地的地方政府的财政风险进行分析。对这一风险面的考察主要是考虑到地方政府投融资平台同地方政府的紧密关系，地方政府的财政状况直接影响到地方政府投融资平台的收入水平，以及到期偿还资金的来源，为此，需要考虑地方政府财政状况，包括地方政府财政收入和支出结构、财政显性和隐性债务水平，因为地方政府这些财务状况会直接影响到地方政府对地方政府投融资平台的支持力度；以及偿债基金的规范性和规模等，这些是直接影响地方政府投融资平台的债务到期能否如期偿还的必要条件。

第三，需要分析的是地方政府投融资平台所处的环境风险面。此处的环境风险包括广义和狭义的环境内容，广义的环境风险主要指宏观经济运行状况、金融市场的动向和国家的宏观调控政策的分析；狭义的环境风险主要指区域经济的发展水平，区域资本市场的发育程度以及区域法律、法规的完善程度。由于区域经济发展水平会直接影响到地方政府收入水平；区域资本市场的发育程度会影响到企业融资环境，直接影响企业的融资成本；另外，如果一个地区的法律、法规较为完善，则会大大降低企业逃避债务的机会主义，提高企业偿还债务的意愿。

## 2. 地方政府投融资平台的评级方法

本研究遵循大公现有的信用评级基本方法论，结合地方政府投融资平台的信用风险的基本特征，现确定大公地方政府投融资平台的信用评级方法如下。

### （1）宏观与中观经济环境的分析

宏观经济环境是任何形式的经济体赖以生存的基础，关注宏观经济运行的基本状况，把握宏观经济周期对企业、企业所在行业的影响，促进准确判断企业的未来发展态势。

宏观经济环境的分析还包括对整体资本市场和宏观经济政策的分析，对整体资本市场的运行状态和发育程度的准确分析，以及对宏观经济政策（主要指利率政策）发展趋势的判断有助于分析判断企业融资行为的规范性，判断其融资成本的发展趋势。

中观经济环境分析主要是对区域经济环境的分析，由于基础设施的非流动性特征，地方政府投融资平台的资产流动性和收入水平受区域经济环境的影响较为显著。

首先，区域经济环境直接影响到地方政府的财政收入水平，间接影响到地方政府投融资平台的收入水平；在一些地方政府投融资平台的案例中，地方经济发展水平还会直接影响到地方政府投融资平台的收入水平。

其次，区域资本市场的发展状况分析。资本市场发达地区，企业拥有更多的融资渠道，财务弹性较好，能够有效地降低自身的信用风险；现代金融业以完善的法律和良好的社会信用文化为基础，有助于形成良好的社会诚信环境；现代金融业要求企业的经营和治理具有很高的透明度，极大地促进当地企业建立完善的现代企业制度。

第三，对区域法律、法规环境的分析。法治环境是构成地区信用环境的重要因素之一；完善的法治环境能够有效地保护金融主体产权，有效遏制恶意信用欺诈和逃废金融债务行为的发生。

### （2）地方政府财政状况分析

地方政府财政状况的分析主要包括：对地方财政收入水平、地方财政支出水平、地方财政收支差额、地方政府的债务等方面进行分析。

地方财政收入来源与稳定性的分析，可以判断地方财政基本的状况和未来发展水平，只有地方财政的稳定性以及未来的增长趋势才能保证地方政府未来的支出水平和对地方基础设施投入的可能的增长；

地方财政支出水平和结构，以及地方财政收支差额的分析，能够反映出地方政府的财政资金的运作能力和行政水平，同时也可以判断地方财政对基础设施的支持方式和可能的最大力度；

对地方财政债务的分析，能够确定一定的债务到期偿付的集中度，若债项到期日，是地方政府债务偿还的集中期，则可以基本判断地方政府到期对地方政府投融资平台的支持将会大大降低，反之，预期会较好；

对地方政府或有负债的分析能够判断地方政府对地方政府投融资平台的最大支持保障度。由于中国政治、经济体制的特殊性，社会保障基金缺口和金融机构资本金缺口具有优先偿付权，在相应情景分析中，若在债券到期日，必须补充社会保障资金和地方政府所属的金融机构资本金缺口，则会大大影响地方政府对地方政府投融资平台的支持力度。

（3）地方政府投融资平台经营状况分析

首先，对地方政府投融资平台的基本经营和竞争地位的分析。正如上文的分析，地方政府投融资平台的基本经营模式主要为集团化和多元化的经营，分析方法侧重于这两个方面。地方政府投融资平台的竞争地位可以通过多项指标加以衡量，主要包括地方政府投融资平台的基础设施资产占当地基础设施资产总量的比例，地方政府投融资平台在地方政府财政中的地位，固定资产的结构、设备和技术水平等。

其次，对其管理层素质的分析。管理层的素质是决定受评对象信用状况的最重要因素之一，因为一个企业是否具有产生足够现金以偿还债务的能力最终取决于管理者能否最大限度地利用现存资源和市场机遇，也取决于管理者是否具有应付可能出现不利情况的能力。

第三，对其财务状况的分析。以地方政府投融资平台近三年的财务数据为基础，以现金流分析为核心，确定相应财务分析指标，进行定量分析。主要财务分析指标包括：盈利能力、现金流量充足性、资产质量、资产流动性、债务结构和财务弹性等方面。

通过相关财务指标的定量分析，并结合影响受评对象未来偿付能力各种因素的定性分析，对受评对象未来现金流量、其它现金来源和债务结构进行预测。

3.地方政府投融资平台信用评级指标体系

综上所述，现设定地方政府投融资平台的信用评价指标体系如表 1。

一级指标	二级指标	三级指标
区域经济环境 指标	经济发展指标	1. 人均 GDP 2. GDP 增长率 3. 固定资产投资的规模和增速
	资本市场成熟度	1. 上市公司数占全国比重 2. 股票当年筹资额占全国比重 3. 地区内企业直接融资的规模 4. 地区每万人注册的律师和会计师人数 5. 金融中介服务机构的数量
	法制建设水平	1. 产权保护力度（专利数量、专利诉讼量） 2. 司法执法力度（诉讼未执行比率）
地方政府财政 评价指标	地方财政收入	1. 总收入 2. 经常性收入的稳定性 3. 来自上级的拨款
	地方财政支出	1. 总支出 2. 经常性支出的变动幅度 3. 工资和养老金支出 4. 利息支出

	地方政府直接、显性债务	1. 政府借款（包括国内和国外）
	地方政府或有、隐性债务	2. 地方金融机构资本金缺口 3. 未来三年到期的由地方政府及其投资公司提供的担保 4. 社会保险金（养老、失业、医疗和“低保”）的缺口
地方政府投融资平台的财务指标	盈利能力	1. 主营业务毛利率 2. 总资产报酬率 3. 净资产收益率
	现金流量充足性	1. 投资活动产生的现金流量净值 2. 融资活动产生的现金流量净值 3. 现金流量净值对利息的保障倍数 4. 现金流量净值对总债务的比 5. 现金流量净值对流动负债的比
	资产和其它流动性来源	1. 总资产 2. 流动资产质量 3. 金融资产质量
	资产负债结构	1. 资产负债率 2. 长期负债与债务总额比率 3. 或有负债与总资产的比率

#### 四、结束语

地方政府投融资平台作为中国特色的新兴的事物,对其的准确评级和判断首先将影响到中国资本市场的稳定性,其次会影响到地方基础设施建设投融资模式的健康发展,同时还会影响到地方政府投融资模式的规范性,大公国际资信评估有限公司充分认识到这一历史责任,在自身基础方法论的基础之上,建立了一套恰当的地方政府投融资平台信用评级方法和指标体系,它不仅是对大公自身评级方法体系的充实,同时,也是对中国信用评级方法理论的重要贡献。