



No. C2014003

2014- 4

## 地方融资平台信用风险探讨

肖诗阳 汤宁越 张帆<sup>1</sup>

No. C2014003      2013 年 4 月 30 日

**【摘要】**地方融资平台自出现以来发展迅速,成为地方政府为公益性项目及其它城市开发建设项目进行融资的重要方式,主要通过商业银行贷款与发行城投债等方式融资。针对目前度量地方融资平台风险的相关研究的缺乏和评价体系单一性的问题,本文力图搭建一套多风险种类评价体系,从债务率水平、地方投融资平台财务表现、地方政府债务支出构成三方面分别对债务风险进行测量、评价。其中,本文重点对地方投融资平台的财务表现展开分析,利用 MDA 多元判别分析方法,建立以财务指标为切入点的针对投融资平台自身的违约风险预警模型。根据模型预测的融资平台遭遇财务困境比率为 5%,高于普通上市公司。本文通过三个角度的风险分析,总结了 2006 年以来融资平台企业经营状况的变化趋势,评价目前投融资平台面临的风险情况。

**【关键词】** 地方融资平台; 信用风险; 多风险种类评价体系

## An Analysis on the Credit Risk of Local Government Investment and Financing Platforms

**Abstract:** The local government investment and financing platforms have been experienced with a rapid development since the day they were created. They have become one of the most important financing channels for public welfare projects and other urban construction projects proposed by local governments. Considering the scarcity of researches on the quantification and measurement of the credit risks faced by local government investment and financing platforms, we try to build an evaluating system focusing on three different risks, and analyze these risks respectively. First, we check the debt ratio of central and local governments, and find that the debt ratio cannot

<sup>1</sup> 肖诗阳, 北京大学哲学、宗教学系。汤宁越, 北京大学城市与环境学院。张帆, 北京大学国家发展研究院。

---

accurately reflect the risks by itself. Then we look into the financial performance of these investments and financing platforms, and estimate the financial risk rates of the platforms (around 5%), which is absolutely higher than that of the common listed companies. In addition, we also discuss the unreasonable debt expenditure structure of local governments and try to disclose the recessive risks caused by it.

**Key words:** Local financing platforms, Credit risks, Multi-risks evaluating system

**JEL Classification:** G33, H63, H81

---

## 1 引言

自从 1994 年分税制改革以来，地方政府财力与其承担的城市建设、公益项目建设与经营义务呈现明显的不对等性。地方融资平台作为地方政府规避地方发债限制的一种方式，以城市建设投资公司、城市建设开发公司、资产经营公司、高新技术产业开发公司、土地储备中心等多种形式出现，成为地方政府为公益性项目以及基础设施建设等其他城市开发建设项目进行融资的重要方式。

然而数量和融资规模的飞速扩展不可避免地带来了风险与隐患。地方融资平台虽然以企业的形式出现，但受自身经营、投资内容的影响，或多或少地需要依靠政府的帮助来偿债、或是为债务提供保障。考虑到融资平台介于政府与企业之间的双重属性以及地方政府面对的预算软约束，平台投融资的非理性问题以及地方政府能否提供持续稳定的信用支持成为造成风险的重要因素。其次，许多地方融资平台的经营与土地开发相关，土地财政的不可持续性成为风险之二。

财政部、银监会近年来更加重视地方融资平台的整顿清理与监管力度。2010 年成为城投债全面收紧的一年，国务院颁发了《国务院关于加强地方政府融资平台管理有关问题的通知》，针对地方融资平台的融资范围等作出了规定。

本文对目前已有的各类涉及投融资平台风险问题的论文进行整合，发现两点不足。

首先，目前文献多缺乏对投融资平台风险大小与危害程度进行测量的实证类型的文章，但这类文章是不可或缺的。如果连问题本身是否存在以及问题的严重程度都无法把握，那么匆忙去分析问题形成的原因以及如何解决这些问题便是南辕北辙了。这类文献的缺乏与相关数据的不透明有关。幸运的是，到 2013 年末，各省市地区审计局分别发布了《政府性债务审计结果》，成为了我们目前能得到的比较权威的数据来源。另外，由于部分投融资公司发行了平台债，因此也使我们得以了解这部分城投公司的财务运营数据。本文试图利用上述数据对投融资平台的风险大小展开实证研究。

其次，在目前已有的针对地方投融资平台搭建风险预警模型的研究中，常用的思路是将包括平台财务数据的各微观数据以及涉及平台所在地区的发展情况、负债情况的宏观数据全部整合到同一个模型之中，对各个数据分别赋予权重，并最终搭建一个单一的风险预警模型。我们认为这一思路是有问题的。相反，搭建一个多种类风险预警模型，分别对不同种类的风险之大小进行评估而不是混为一谈会是更合适的选择。原因如下：

第一，融资平台债务面临的风险种类是多样的，存在质的不同，试图把各类风险整合起来形成一个统一的风险指标是不可行的。具体而论，风险可能是由地方政府债务存量造成的，也可能是由于投融资平台内部的流动性问题造成的，还可能是由于政府债务支出投向类别的偏向性造成的。事实上，不同类型的风险互不影响，并无替代关系，而如果硬要将这几类风险分别赋予权重统一起来，形成一个风险估值，那相当于默认，风险 A 较低就能够解除风险 B 带来的危害。但是显然，即使其他类型的风险并不存在，只要还剩下一类风险出了问题，就能给现实带来重大打击。因此，对不同类型的风险分开而论，而非统一成一个风险指标是更好的选择。

第二，即使得到了一个能够有效预测风险的统一指标，当我们发现某地区债务风险超过了指标所表示的预警线时，我们又如何准确确定风险的具体原因是什么呢？因为，这个统一的指标已经把各类风险整合在一起了，所以这时候我们就很难快速定位风险的具体原因，然后对症下药。相反，如果一开始就将不同的风险分类而论，分别根据不同的风险类型构建相应的风险评价方案，分别进行监控，那么一方面能更准确的反映风险，另一方面能在出现风险时更清晰地定位风险种类。

---

第三, 试图将各类微观及宏观数据整合起来构建统一的风险预警模型的尝试缺乏可行性。比如, 融资平台的财务指标与一个地区的 GDP 完全不是同种类型的数据, 试图对其分别给出一个权重的尝试, 多少都带有一定的主观性。

第四, 将各类宏观数据与地方投融资平台的微观财务数据融合在一起构建统一的风险预警模型会导致重复计算。因为, 在后文中, 观察平台数据我们发现, 融资平台的销售净利率以及营业利润同比增长的平均值远高于一般上市公司。之所以造成这种原因, 与投融资平台背后政府的支持作用有密切联系。也就是说, 在我们从微观角度考察平台内部各项财务指标时, 部分财务指标实际已经显示出了地方政府在背后发挥的支撑作用。因此, 再额外添加其他的地区宏观数据代表政府的支撑作用加入模型之中就是一种重复。具体分析将会在下一章节展开。

综上, 本文将摆脱之前论文试图寻求一个单一的风险预警模型的做法, 转而从“债务率”、债务支出投向类型的结构以及平台公司的财务表现三大方面分别评估地方投融资平台面临的三种不同类型的风险大小。首先从“债务率”角度展开讨论, 尤其对债务率的定义进行分析, 估测地方政府债务存量造成的风险大小。其次, 从地方投融资平台的财务状况展开分析, 估测平台内部面临的经营风险与流动性风险大小。由于目前地方融资平台缺乏统一、量化的风险评判标准, 我们采用上市公司的 ST (特别处理) 标准来建立模型。ST 是证券市场用于区分经营状况不佳的上市公司的标志, 将利润、净资产等不达到要求或有其他导致退市风险因素存在的企业冠以 ST 或\*ST, 并处以缩小涨跌幅度至 5% 的特别处理。在建立模型的过程中, 我们输入相对应的上市公司财务数据建立 MDA 判别模型, 最后将地方融资平台的财务数据代入该模型, 这样可以将地方融资平台作为一个企业分析它的经营状况与信用风险。信用风险评估是规范地方融资平台经营的重要方式, 通过信用风险评估, 不仅银行可以认定地方融资平台的偿债能力与违约风险, 政府本身也可更合理地划定建设与融资规模, 有利于经济的高效运行。地方融资平台作为一个企业, 和其他企业一样, 自身的财务状况是反映违约风险的最重要的方面。最后, 从各地区政府债务支出投向类别展开分析, 把握不合理的债务投向构成可能造成的不良影响。

本文核心在于搭建一套针对地方投融资平台的多风险种类评估体系, 分别从政府债务存量风险、投融资平台经营性风险以及政府债务支出结构风险三种风险角度考察地方政府投融资平台的风险大小。这三类风险彼此存在质的差异, 不可混同而论。针对前两类风险, 利用量化指标从宏观与微观两种视角出发, 分别测量政府债务存量风险与投融资公司经营风险。前者通过当前各类债务率水平进行分析, 而后者则通过对投融资平台的财务数据进行考察而得。其次, 我们认为除了针对当前的、可以通过量化指标测量的风险以外, 还存在无法量化测量, 也未通过现实数据表现出来, 但可能在未来诱发风险的第三类指标——地方政府债务支出结构。我们通过对政府债务支出结构的分析探究结构背后存在的隐性风险, 作为对前两种风险的补充。

## 2 文献评述

为有效应对 2008 年蔓延全球的国际金融危机, 中央采取了积极的财政政策, 实行赤字预算; 同时央行采用了适度宽松的货币政策, 与银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》, 首次正式对各地政府投融资平台公司予以认可<sup>2</sup>。以上措施都为地方投融资平台的快速发展创造了适宜的条件。在此之后, 地方融资平台无论是经济总量还是数量都得到了井喷式的发展。虽然近几年中央逐步加大了对地方投融资平台整顿、规范与监督的力度, 全国各地政府投融资平台负债总额仍从 2008 年的 1.7 万亿扩张为 2013 年 6 月份的 20 多万亿。这种惊人的增长速度也引发了学者们对于地方融资

---

<sup>2</sup> 杨跃东, “对地方政府投融资平台债务的研究”, 中华人民共和国审计署审计资讯, 2012 年 3 月。

---

平台可能造成的各类风险的担忧。杨跃东（2012）指出，地方政府融资平台债务具有多重弊病。首先，投融资平台债务扩张速度过快，远超平台所在地区经济的承受力。其次，平台债务大量依赖土地出让金偿还，这种情况可能会阻碍国家对宏观经济的正常调控。再次，地方政府投融资平台多有内部管理混乱的问题，政企不分，责任主体不明，监管责任难落实。最后，平台债务风险防范制度不完善，缺乏合理的风险预警系统与严格的审贷程序。巴曙松（2009）提出，地方平台公司可能存在十分严重的风险。一方面，地方投融资平台公司的财务状况不明晰，银行对于当地平台公司未能进行有效的风险管理约束，使得平台债务积累日益扩张，失去控制。另一方面，地方政府投融资平台面临软预算约束，导致地方政府在设计、挑选项目时缺少投资理性与风险意识，可能造成盲目投资、过度扩张等问题，同时将投资的风险转移到中央与银行体系。林晓君（2011）认为，考虑到地方融资平台与政府的紧密联系，平台偿债能力必然受到国家相关政策、政府未来规划、财政经常性开支等因素的干扰，具有很大的不确定性；而且考虑到中长期贷款时间跨度长，如果经过政府换届，出现“新官不理旧账”的问题，将面临贷款不能正常偿还的巨大风险。

针对各地投融资平台面临的危机，学者们提出了诸多建议。其中被反复提到的一个重要观点是实现“地方政府投融资平台的市场化”。孙雯（2012）认为，所谓“平台的市场化”主要指两点：首先是投资方应当按照市场化的标准对地方政府投融资平台的信用风险与运营能力进行考核，通过合适的风险预警模型对融资平台做出评价；其次是各相关监管机构应当按照市场主体的标准严格对地方投融资平台公司进行监管，防止其因自身的管理混乱与盲目扩张造成严重的债务风险。类似的，学者孟玲剑（2012）提出，为解决不断扩张的平台债务对我国经济的未来发展造成的风险，中央应督促各级政府披露平台运营的各项信息，实现平台公司的透明化，规范化；同时搭建平台的自我约束体系，强化各监管部门对平台公司的严格监管；建立完善的风险预警机制。

实现地方政府投融资平台的市场化，关键一环在于建立适用于平台公司的风险预警模型。只有搭建了合理的风险预警模型，才能有效对平台风险实行监管。针对一般企业的信用风险预警模型的建立，国内外学者已经做出了大量研究。这类研究中基本都运用了企业的财务数据。Beaver（1966）利用 1954 至 1964 年的 79 个破产企业和 12000 个持续运作企业的财务数据，鉴别具有违约风险的公司和健康公司特定财务指标的分界线。Altman（1968）提出的 Z-score 模型，其模型运用的 MDA 判别方法至今仍然被多个国家广泛运用。他利用“营运资本与总资产的比值、留存收益与总资产的比值、息税前利润与总资产的比值、股权价值与总负债的比值、销售收入与总资产的比值”五个变量计算出 Z 值用于区分有违约风险的企业和健康企业。Altman(1983,2005,2010)还在之后的几十年中对初始的 Z-score 做了修改，使其使用于不同国家企业以及主权债务风险评定。除了 MDA 外，Logit 模型也是国内外运用较为广泛的方法，可以预测企业破产概率（Ohlson，1980）。

在对企业进行风险估算的方法论基础上，国内学者试图通过各种手段搭建适用于地方政府投融资平台的风险预警模型。要实现这一点，比较棘手的是地方政府投融资平台作为政府和企业混合体的双重属性。平台公司既是从事投融资及市政项目运营的经济法人实体，又是国有资本的经营运作者（孙雯，2012）。这意味着，我们对地方政府投融资公司的信用评价不仅要考虑其作为市场主体的各项财务指标状况，同时也要考虑它与当地政府财政的紧密联系。正是由于投融资平台的双重属性，使得学者们在试图搭建适用于平台的风险预警模型时遇到了不小的困难。单看平台本身或是单看地方政府的表现都有问题，因此关键是如何实现一套能够充分考虑各类影响因素的风险预警模型。

目前已有的研究如下。考虑到缺少银行贷款违约的相关资料以及目前中国发行的城投债尚未出现违约的情况，林晓君（2011）将发行城投债的平台公司的主体信用评级（从 A+到 AAA）作为信用风险的代理变量，采用了多分类 logistic 模型对十四个财政指标进行筛选，

再引入地方政府赤字率以及 GDP 增长率作为反映当地政府信用的指标，利用物元可拓模型搭建融资平台的风险预警模型。霍定远（2012）考虑到影响平台公司的风险变量存在不确定性，因此采用了模糊数学的方法，确立风险因子指标体系，在此基础上利用专家评测的方法明确各指标权重，搭建平台预警模型，确定各级因子的风险等级。王丽（2012）认为，Credit Metrics 模型相比于其它模型能够比较好的回避我国目前信用数据样本不足，信息不透明的特点，因此利用该模型对地方投融资平台公司的贷款信用风险进行了度量。周青（2011）结合微观、中观以及宏观三个层级搭建平台风险指标体系，在此基础上运用模糊综合评价法以及层级分析法搭建平台公司风险预警模型，并给出了该模型的实际运用。

在引言部分，我们已经指出目前许多试图搭建地方投融资平台风险预警模型的尝试存在的问题，之后我们将在试图提出一套多指标风险模型。

### 3 地方政府投融资平台发展情况概述

在展开具体讨论之前，先要明确地方政府投融资平台的定义。根据银监会的定义，地方政府投融资平台是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体<sup>3</sup>。投融资平台主要具有四个特征：政府掌控；主要业务为投融资以及公共项目的开发经营；融资行为的偿债责任或担保全部或部分由地方政府财政承担；融得资金主要投向基础设施建设等市政项目。<sup>4</sup>

从平台公司主要承担的项目来看，平台资金主要流向基础设施建设以及公共项目的投资运行。这类项目多具有资金需求量大、使用周期强、公共产品属性强、盈利能力较弱等特点<sup>5</sup>。主要承担项目可以大体分为（1）城市道路建设、环境整治与水利建设；（2）供水、供热、供气、公交；（3）电力、电网、高速公路、铁路、港口、机场；（4）各类开发区、工业园区、产业园区等平台项目<sup>6</sup>。这四类项目的盈利能力从前到后逐步增强，公共属性逐步减弱。

目前地方投融资平台融资方式主要有四种，第一种为银行贷款，是目前融资平台公司最主要的融资方式。第二种为债券融资，包括政府债券和城投债两类。这种融资方式一般对平台本身的要求更高，操作也更规范。第三种为信托筹资，在目前中央对于银行及城投债的监管越来越严厉的背景下，更多城投公司开始悄悄将融资渠道向信托转移。最后一种为股权融资方式，主要针对已经上市的平台公司<sup>7</sup>。

回顾历史，地方政府融资平台的出现具有其必然性。1994 年分税制改革之后，除了营业税以外，增值税、企业所得税、个人所得税这几大地方政府主体税种最终都变成了共享税。大量税收被中央转移，导致地方政府可支配财力不足。另一方面，预算法对于地方量入为出、不得存在赤字、且除特殊规定外不得发行地方政府债券的规定也堵死了政府借债的可能。地方政府职能的繁重与其财权的贫弱形成尖锐的冲突，这种冲突造就了地方政府融资平台的诞生与繁荣<sup>8</sup>。可以说，分税制改革促成了平台公司的繁荣，同时也在平台公司的未来发展道路上埋下了风险的种子。

面对地方投融资平台日益加剧的风险，财政部、银监会等机构陆续推出了多项政策对各地方融资平台进行整顿清理，同时加大了对各平台公司的监管力度。2010 年 6 月《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》一文中规定，“对只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台公司，今后不得再承担融资任务”，同

<sup>3</sup> 银监会 2010 年 19 号文件。

<sup>4</sup> 杨跃东，“对地方政府投融资平台债务的研究”，中华人民共和国审计局审计资讯，2012。

<sup>5</sup> 同上。

<sup>6</sup> 孙雯，“地方政府投融资平台市场化运作研究”，重庆：西南财经大学，2012。

<sup>7</sup> 林晓君，“地方政府融资平台的风险评估——以某省份为例的考察”，上海：复旦大学，2011。

<sup>8</sup> 杨跃东，“对地方政府投融资平台债务的研究”，中华人民共和国审计局审计资讯，2012。

时规定“地方各级政府及其所属部门、机构和主要依靠财政拨款的经费补助事业单位，均不得以财政性收入、行政事业等单位的国有资产，或其他任何直接、间接形式为融资平台公司融资行为提供担保”。这意味着监管部门开始逐步重视平台本身的运营能力，逐步降低平台公司对地方政府财政的依赖，为未来地方投融资平台公司的市场化奠定基础。2012年12月《四部门关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》中明确规定“地方各级政府不得将储备土地作为资产注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源”，进一步约束了地方投融资平台依赖土地出让金偿还债务的行为，降低了未来土地价值更迭对地方投融资平台风险的影响，同时也加剧了未来地方投融资平台的还债压力。2013年发改委相继发布《国家发展改革委办公厅关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》及《国家发展改革委办公厅关于对企业债券发行申请部分企业进行专项核查工作的通知》两份文件则是对于企业债尤其是城投债的发行审核与监督提出新的要求。

## 4 财务风险预警模型

本文试图搭建适用于测量地方投融资平台风险大小的多种类风险预警模型，从地方政府债务存量风险、地方投融资平台企业的财务风险以及债务支出投向构成造成的风险三个角度进行评估。我们认为，这样一种评估模式是有效的，而且能够在未来用于跟踪测算地方投融资平台的风险程度。

### 4.1 从债务率角度分析地方政府债务存量风险

当我们试图分析某地方政府面临的债务存量风险时，一个比较好的出发点是对“债务率”的分析。针对“债务率”我们要解决两个问题，一是如何定义“债务率”，二是如何比较“债务率”。一种常用的方法是将债务率定义为“中央政府债务占 GDP 的比重”或者“地方政府债务总和占 GDP 的比重”，再将得出的结果与其他国家比较，比如日本、美国等。我们认为这种方法并没有很大的参考价值。单纯比较中央政府债务占全国 GDP 的比率或者是地方政府债务总和占全国 GDP 的比率都有片面性。不同的国家中央与地方政府的事权、财权分配情况都不相同，看中央债务率或者看地方债务率只能带来顾此失彼的结果。因此，更合理的一种办法是将中国总的公共债务（中央与地方政府债务加总）占 GDP 的比例与其他国家对比。国际货币基金组织（IMF）2013年预测结果显示，日本政府债务占国内生产总值之比达到244%，而美国政府为105%，希腊政府为175%，中国政府接近50%。而审计署发布的《全国政府性债务审计结果》显示，截至2013年6月底，全国各级政府负有偿还责任的债务206988.65亿元，中央政府负有偿还责任的债务为98129.48亿元。再考虑到2013年中国国内生产总值为568845亿元，由此计算得到的债务率（（地方政府负有偿还责任的债务+中央政府负有偿还责任的债务）/2013年GDP总额）约为56.4%，与IMF的估计结果类似。当然，这里面还存在隐性负债的问题，学者黄益平认为，即使考虑这部分债务，预计总负债也不会超过GDP的100%<sup>9</sup>。因此，通过与世界其他国家的债务存量水平进行比较，我们认为目前中国总体的债务率水平还是比较安全的。

在将全国的债务率水平与其他国家对比之后，我们再试图将视角拉近，观察不同的省市、地区的债务率水平。下表列出了2013年各地方政府债务率水平。

表1 各省债务率与逾期债务率

省份	债务率	逾期债务率	省份	债务率	逾期债务率
----	-----	-------	----	-----	-------

<sup>9</sup> 黄益平，“化解地方债风险”，《财经》2014年第2期，第60页。

安徽	44.65%	2.44%	北京	98.93%	0.25%
福建	49.85%	0.94%	甘肃	40.38%	2.98%
广东	54.41%	1.90%	广西	47.70%	4.33%
贵州	83.62%	2.28%	海南	70.18%	0.24%
河北	66.94%	2.56%	河南	45.39%	3.40%
黑龙江	45.86%	2.36%	湖北	77.64%	1.91%
湖南	60.33%	4.10%	吉林	75.98%	1.79%
江苏	53.62%	1.38%	江西	53.10%	1.55%
辽宁	68.78%	2.56%	内蒙古	68.39%	3.66%
青海	55.15%	0.78%	山东	48.77%	2.76%
山西	33%	1.94%	陕西	56.78%	3.65%
上海	76.12%	0.56%	天津	57.46%	0
云南	77.14%	4.09%	浙江	63.48%	0.15%
重庆	69.90%	2.46%			

这里的“债务率”是以地方政府年末债务余额与当年政府综合财力的比率来计算得到的，而当年政府综合财力则等于地方一般预算本级收入、转移支付和税收返还收入、国有土地使用权出让收入以及预算外财政专户收入之和；逾期债务率用年末逾期债务余额占年末债务余额的比重表示。这里首先要指出一个数据的误导性因素。由于逾期债务率取决于逾期债务余额占年末债务余额的比例，如果某地区年末债务余额高，就会自动拉低其逾期债务率水平。因此，逾期债务率就不能有效反映地方政府无法按时偿还债务的风险大小了。我们认为更合适的指标（我们称之为第二类逾期债务率）应该等于年末逾期债务余额占当年政府综合财力的比率。也就是说，第二类逾期债务率=债务率\*逾期债务率\*100%。得到结果如下表。

**表 2 各省债务率与二类逾期债务率**

省份	债务率	二类逾期率	省份	债务率	二类逾期率
安徽	44.65%	1.09%	北京	98.93%	0.25%
福建	49.85%	0.47%	甘肃	40.38%	1.20%
广东	54.41%	1.03%	广西	47.70%	2.07%
贵州	83.62%	1.91%	海南	70.18%	0.17%
河北	66.94%	1.71%	河南	45.39%	1.54%
黑龙江	45.86%	1.08%	湖北	77.64%	1.48%
湖南	60.33%	2.47%	吉林	75.98%	1.36%
江苏	53.62%	0.74%	江西	53.10%	0.82%
辽宁	68.78%	1.76%	内蒙古	68.39%	2.50%
青海	55.15%	0.43%	山东	48.77%	1.35%
山西	33%	0.64%	陕西	56.78%	2.07%
上海	76.12%	0.43%	天津	57.46%	0
云南	77.14%	3.16%	浙江	63.48%	0.10%
重庆	69.90%	1.17%			

如上表所示，各省平均的债务率为 60.87%，高于平均水平的有北京、贵州、湖北、云南、上海、吉林、海南、重庆、辽宁、内蒙古、浙江；各省第二类逾期债务率（以下称“逾



---

期率”)的平均值为 1.24%，高于平均水平有广西、湖南、云南、内蒙古、陕西、河南、湖北、山东、河北、重庆、贵州、辽宁、吉林。值得注意的是，在债务率较高的各省中，北京、上海、海南、浙江四省的逾期极低，而债务率为 57.46%的天津目前并没有逾期债务记录，表明这些省目前的债务状况安全，而湖南、陕西、广西、河南等省，虽然债务率偏低，但逾期率高，违约风险大。

这表明，各省的“地方债务率”与逾期率并没有明显的相关性，甚至出现了某些债务率极高的地区逾期率低的情况。这种现象并不难理解。根据我们前面的分析，地方投融资平台面临的偿债风险不仅仅包括可以通过债务率反映的地方政府债务存量风险，还包括平台自身财务运营可能存在的风险以及债务支出投向可能造成的风险。这也是本文的风险预警模型试图从三种不同的风险类型展开分析的原因。

前面我们提到，如果将“债务率”定义为中国总的公共债务占 GDP 的比例（简称为“全国债务率”），根据 2013 年的数据，这个债务率在 100%左右，和世界其他国家如日本、美国、希腊等国相比，债务存量风险并不严重。另一方面，如果将“债务率”定义为地方政府年末债务余额与当年政府综合财力的比例，就得到了“地方债务率”。观察上述表格各地区债务率水平，再考虑世界货币基金组织对债务率 90%-150%的控制标准，这似乎暗示着各地方政府的债务率目前仍处于相对安全的水平。但是，我们认为，全国债务率可以在一定程度上反映中国面临的债务存量风险，但“地方债务率”仅仅能够提供参考作用，不能有效反映地方政府面临的债务风险。这是因为，由于中国面临的特殊的分税制度，各地方政府财力来源相当大程度依赖于中央的税收返还、专项补贴等。根据学者周非舟的统计，1994 年分税制改革后，各地方政府 20%-30%的财政支出依赖于中央对地方的转移支付补助<sup>10</sup>。而地方政府的债务率，在计算地方政府综合财力时，已经加入了中央对于地方的各项转移支付补助。由于各地方政府与中央在财政上的这种紧密关联，很难单独谈某个地方政府的“地方债务率”以及地方政府面临的债务存量风险，“地方债务率”水平不再能准确有效反映各地区实际面临的债务存量风险。综上所述，对于债务存量的分析，可以作为评价标准的只有“全国债务率”，可以通过比较中国与其他国家的“全国债务率”来评估中国的债务存量风险，而各地区的债务率水平更多起到参考作用，不能被看做评价风险的关键指标。从“全国债务率”的角度来看，我国债务存量风险基本可控。

## 4.2 从地方投融资平台财务数据分析平台内部的流动性风险

第二部分，我们试图对各地方投融资平台的财务运营情况进行分析。对于各地平台公司的风险预警分析，我们首先要明确一点，人们所担心的因为过度负债而无法偿还的情况几乎还没有在任何一家融资平台公司真正发生过，而所有平台公司的表现变成了一系列连续的值<sup>?</sup>。这意味着，我们不存在一个现有的指标来作为我们搭建风险预警模型的依据，或者说，我们无法画出一条“风险预警线”来衡量一家平台公司的表现。但是，如果我们放任平台债务的不断扩张而无作为，直到真的出现了一批无力偿债的平台公司作为我们划线的标准之后再这个标准限制平台的发展，这种做法无疑是荒谬的。这样一个悖论告诉我们，针对地方投融资平台的风险研究与预警，需要首先人为定下一个标准区分平台的好坏。因此，本文的一个策略是人为划定一条“风险预警线”，而划定的标准则依据一种“类比”的方法——我们认为，各地投融资平台公司面临的现金流无法覆盖债务利息的风险与上市公司面临的风险具有相似性，而且，目前已经有一批平台公司成功上市，因此我们通过引入上市公司债务风险模型来对平台债务风险进行评估。

通常来说，评判一个企业违约风险有三大方法：第一，企业的违约记录；第二，企业的信用等级（或公司所发行债券的信用等级）；第三，上市公司被特别处理（ST）的纪录。对

---

<sup>10</sup> 周非舟，“分税制十年\_制度及其影响”，《中国社会科学》2006 年第 6 期，第 104 页。

于第一种方法来说，我国目前只有 2014 年 3 月发生的首例债务违约——上海超日债券违约就案例，样本量不足以建立判别模型，该标准也很难被广泛运用来判断企业风险。对于第二种方法来说，我国的企业绝大部分都拥有 A 级以上的信用评级，这样的级别都属于投资级别，且评级机制复杂、考虑因素很多，将 A 级、AA 级、AAA 级的企业强行区分成“有违约风险的企业”和“健康企业”显得很牵强。本文采用第三种方法建立模型。

ST 是证券市场就针对经营状况不佳（连续 2 年以上利润为负、净资产为负或经历重大动荡，有退市风险）的股票冠以 ST 或\*ST，意为特别处理。被特别处理的公司涨跌幅幅度缩小为 5%。财务状况异常的上市公司将会被冠以“ST”作为“风险警示”标志，ST 公司会受到包括缩小涨跌幅幅度在内的特别处理。从以上规定中我们可以看出，利用 ST 标准，我们可以单纯地从“财务”和“经营状况”方面考察一个公司是否具有较大的违约风险。通过搜集上市公司的财务数据，建立预测上市公司 1 年后是否会被 ST。再利用建立的模型和融资平台公司的数据，判断若将融资平台公司放置于“上市公司 ST 制度”的标准下，对于融资平台是否财务健康将如何划分。由于融资平台公司和普通企业最大的区别在于“政府对还款的支持”，上述方法有助于我们将“财务”和“政府”两方面分离开，单独从“财务”方面衡量地方融资平台的风险。

#### 4.2.1 判别分析法

本文利用判别分析方法建立财务风险预警模型。判别分析方法最早运用于 Altman(1968)的 Zscore 模型，该模型通过一系列变量值的线性组合结果将研究对象分类。其模型公式如下：

$$Z = \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{ij}, \quad (1)$$

其中，z 是在(1)式中带入财务数据计算的结果，不同性质的对象的 Z 值会倾向于聚集在不同的区间，因此，Z 是用于区分有违约风险企业和财务健康企业的变量； $X_{ij}$  表示被选中的财务指标，这些指标往往反映了公司财务状况的不同方面，如盈利能力、流动性、杠杆率等，这些方面综合在一起可以区分有违约风险的企业和财务健康的企业； $\beta_i$  表示判别系数，其确定标准是选取适当的 $\beta_i$ 使得 $Z_1$ (违约风险企业的 Z 值)和 $Z_0$ (财务健康企业的 Z 值)期望之差的平方与 $\text{Var}(Z_{ij})$ (所有 Z 值的方差)之比最大化：

$$\max_{\beta_i} \frac{[E(Z_1) - E(Z_0)]^2}{\text{Var}(Z_{ij})} \quad (2)$$

#### 4.2.2 指标选取与数据来源

本文选取 2006-2012 年全国各地的上市公司，这些上市公司的主营业务局限为“水力、电力、交通设施、能源、化工、房地产、建筑业”这些行业，经营内容与地方政府融资平台类似，一共得到 3316 条数据。在全体样本中，共有 ST 公司数据 64 条，健康公司数据 3252 条。总体样本中健康公司的数据是 ST 公司的数据量的近 52 倍，但建立模型是二者数量不宜相差太多，否则模型不能有效辨认作为“少数”的 ST 公司的财务数据特征。随机选取 32 条 ST 公司财务数据和 100 条健康公司财务数据建立模型，其余 32 条 ST 公司财务数据和 3152 条健康公司财务数据用于模型判别能力检验。ST 公司选用被特别处理前 1 年的数据。所有数据来源于 Wind 数据库。

本文初步选取指标如下：

表 3 初选变量

变量	说明
----	----

X <sub>1</sub> 总资产收益率	总资产报酬率=净利润 / [(年初总资产+年末总资产) / 2]
X <sub>2</sub> 销售净利率	销售净利率=净利润/总销售额
X <sub>3</sub> 主营业务比率	主营业务比率=主营业务利润 / 利润总额
X <sub>4</sub> EBIT/营业总收入	EBIT=息税前利润=净利润+所得税+利息
X <sub>5</sub> 资产负债率	资产负债率=负债总额/资产总额
X <sub>6</sub> 权益乘数	权益乘数=资产总额/权益总额
X <sub>7</sub> 流动负债占比	流动负债占比=流动负债/总负债
X <sub>8</sub> 非流动资产占比	非流动资产占比=非流动资产/总资产
X <sub>9</sub> 现金比率	现金比率=现金及其等价物/流动负债
X <sub>10</sub> 总负债/EBITDA	EBITDA=息税折旧摊销前利润=净利润+所得税+利息+折旧+摊销
X <sub>11</sub> 存货周转率	存货周转率=已售商品成本/存货
X <sub>12</sub> 应收帐款周转率	应收帐款周转率=销售总额/[ (年初应收帐款额+年末应收帐款额) / 2]
X <sub>13</sub> 总资产周转率	总资产周转率=销售总额/[ (年初总资产+年末总资产) / 2]
X <sub>14</sub> 固定资产周转率	固定资产周转率 =销售总额/[ (年初固定资产净值+年末固定资产净值) / 2]
X <sub>15</sub> 营业利润增长率	营业利润增长率=(当年营业利润-上一年营业利润) / 上一年营业利润
X <sub>16</sub> 非流动资产占比	非流动资产占比=非流动资产/总资产
X <sub>17</sub> 规模	规模=ln(总资产)
X <sub>18</sub> 净利润增长率	净利润增长率=(当年净利润-上一年净利润) / 上一年净利润
X <sub>19</sub> 留存收益/总资产	留存收益=盈余公积金+未分配利润
X <sub>20</sub> 速动比率	速动比率=(流动资产-流动负债) / 流动负债
X <sub>21</sub> 营运资本/总资产	营运资本=流动资产-流动负债

初步选定的变量均是财务分析中常用的指标。净资产收益率、总资产报酬率、销售净利率以及 EBIT/营业总收入主要反映了企业的盈利状况。其中，净资产收益率反映了企业利用自有资本盈利的能力，也是股权交易时的重要参考指标。主营业务比率和经营活动净收益比率均在一定程度上反映了企业的经营结构，一般来说，主营业务比率越高，说明企业的盈利状况越会保持稳定，未来获得进步的空间越大。对于企业的财务状况和违约可能性来说，流动性是最重要的一个方面，因此本文选用了现金满足投资比率、流动负债占比、流动资产占比、现金比率、速动比率和营运资本/总资产六个指标反映企业流动性的状况。一个企业的流动性越高，它应对突发状况和短期大量资金需求的能力就越强，违约的可能性就越小。资产负债率、权益乘数和总负债/EBITDA 反映了企业的总体负债状况和资产结构。许多研究企业违约风险的文献证明，规模是影响该风险的重要因素。存货周转率、应收帐款周转率、总资产周转率和固定资产周转率表示企业的资产管理和运用效率、经营效率，存货周转率越低，存货的积压状况越明显，存货转变为销售利润的效率越低，这样的状况往往反映了企业销售链上的问题。营业利润增长率、净利润增长率和留存收益/总资产均反映了企业未来增长的可能性。本文建模部分意在评估公司的财务风险，从而反映公司的实际经营状况。由于地方融资平台足够的违约记录，缺乏评判标准，本文首先利用上市公司的数据建立模型，将融资平台与上市公司放在同一个标准下评估，后半部分在“财务风险”的基础上，引入宏观经济数据及财政数据，来体现融资平台与非融资平台公司的区别。

本文设定 ST 公司的判别变量 ST=1，健康公司的判别变量 ST=0，将针对 21 个财务变量的数据导入 SPSS 软件，在判别分析的过程中利用逐步回归确定最终进入模型的变量，得出形式与 (1) 式相同的风险预测方程。逐步回归利用新变量进入模型后的 F 统计量变化决定该变量是否留在模型内，如果 F 统计量显著增加，则变量进入模型，否则放弃该变量。

### 4.2.3 实证分析

经过 SPSS 中的判别分析,  $X_2$ (销售净利率)、 $X_3$ (主营业务比率)、 $X_{10}$ (总负债/EBITDA)、 $X_{15}$ (营业利润增长率)、 $X_{17}$ (规模)、 $X_{19}$ (留存收益/总资产)和  $X_{21}$ (营运资本/总资产)进入了财务风险预警模型:

$$Z = -6.654 + 0.013 * X_2 - 0.01 * X_3 - 0.003 * X_{10} + 0.002 * X_{15} + 0.324 * X_{17} + 0.051 * X_{19} + 0.021 * X_{21} \quad (3)$$

如表 4 所示, Wilks Lambda 是用于判别分析的一个变量。针对每一个变量, 计算组内离差平方和与总体离差平方和得比值。Wilks Lambda 越小, 表示组间的差距越大。因此, 判别分析中应当按照 Wilks Lambda 由小到大选择进入模型的变量。表 4 显示, 模型中的七个财务变量均对上市公司的财务风险有显著影响, 且都在 1% 的水平上限制, 这表明在水力、电力、交通设施、能源、化工、房地产、建筑业这些行业经营的公司若出现财务问题时, 其 1 年前在盈利能力、资产集中度、负债水平、增长潜力、规模、流动性这些方面会出现非常明显的征兆。

表 4 模型财务变量参数分析

	参数估计	Wilks' Lambda	F	显著性
$X_2$	0.013	0.444	39.742	0.000
$X_3$	-0.01	0.519	59.680	0.000
$X_{10}$	-0.003	0.371	30.026	0.000
$X_{15}$	0.002	0.378	29.136	0.000
$X_{17}$	0.324	0.423	34.305	0.000
$X_{19}$	0.051	0.477	46.714	0.000
$X_{21}$	0.021	0.396	31.834	0.000

由于该模型最主要的用途是预测企业违约风险, 因此在选定“ST 企业”和“健康企业”的分界点时, 我们设立两个标准: 第一, 确保第一类错误(把 ST 企业误判为健康企业的错误)小于 10%; 第二, 在满足第一条标准的情况下, 选择最合适的分界点, 以尽量减小第一类错误和第二类错误(把健康企业误判为 ST 企业的错误)之和。图 1 显示了在不同的分界点下, 第一类错误和一、二类错误之和的变动。按照两个标准, 当区别 ST 企业和健康企业的 Z 值设为 -0.6 时, 第一类、第二类错误之和最小, 且第一类错误小于 10%。因此, 选择 -0.3 的 Z 值作为区别 ST 企业和健康企业的分界点。

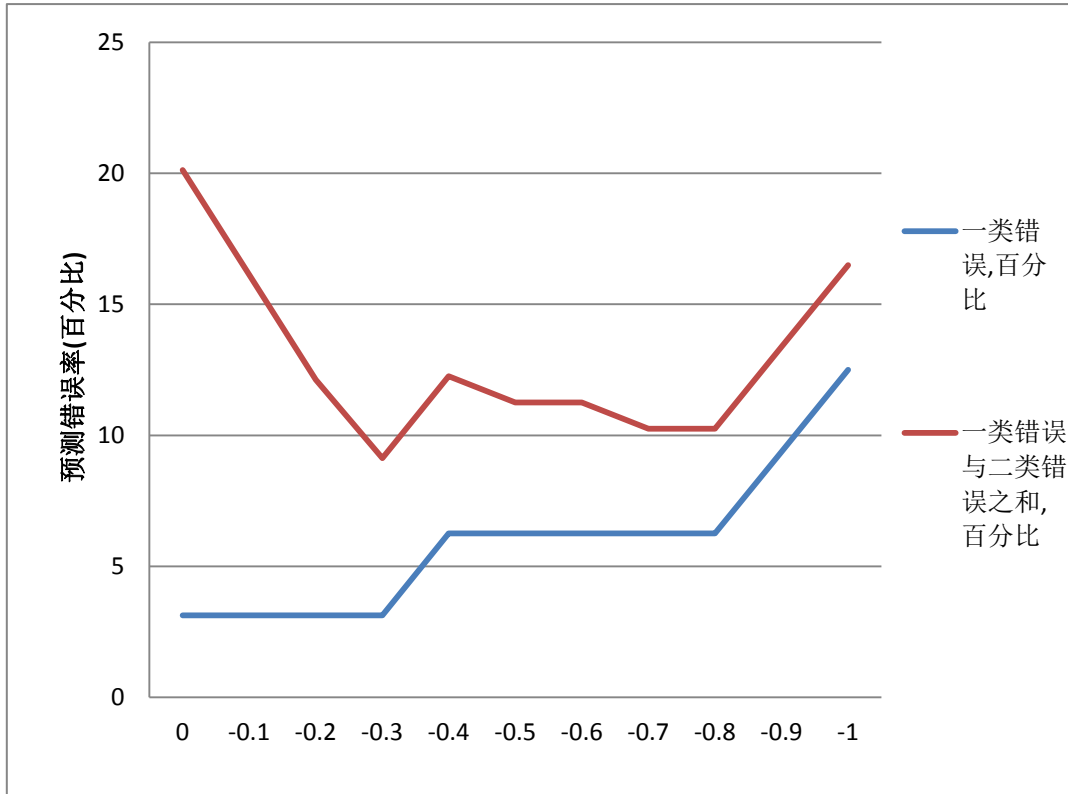


图 1 在不同分界点下的一类错误、一类错误与二类错误之和

我们先用模型计算样本组的 Z 值，根据 Z 值判断公司是否会在 1 年后被加上 ST（从而表示公司的违约风险），再对比判断结果和公司实际 1 年后的是否被加上 ST，来计算预测准确率。接着，我们在样本组中加入未被用于建立模型的 37 条 ST 公司财务数据和 3165 条健康公司财务数据，对全组重复上述过程。表 5 所示，对于用于建模的样本组而言，模型对全部上市公司的预测准确率达到 96.20%，对于健康公司的预测准确率和对于 ST 公司的预测准确率也分别达到了 95.83% 和 97.37%。为了预测模型预测准确率，我们加入所有未被用于建立模型的 37 条 ST 企业数据和 3165 条健康企业数据。全组的 ST 公司预测准确率达到 96%，对健康公司的预测准确率为 94.03%，对于全部上市公司的预测准确率达到 94.08%。这显示了该模型较强的预测企业 1 年后遭遇财务困境和违约风险的准确率。

表 5 模型预测能力测试

预测上市公司 1 年后财务困境（ST）的准确率		
	样本组	全组
对于健康公司的准确率	95.83%	94.03%
对于 ST 公司的准确率	97.37%	96.00%
对于全部上市公司的准确率	96.20%	94.08%

#### 4.2. 4 地方融资平台风险分析

本文首先从地方融资平台作为一家“企业”的角度，分析其财务风险和经营状况。由于地方融资平台没有足够的违约记录，缺乏评判标准，我们利用上市公司的数据建立模型，如(3)式所示。如前文所分析，地方融资平台以企业的形式存在，并且已有少量上市公司。而前文中我们提到过，众多学者认为，“地方投融资平台的市场化”能有效地抑制平台的债务风险。所谓“市场化”，一方面指用市场的标准对平台的经营与财务进行评价；另一方面指按照市场主体的要求对平台进行监管。因此，这里我们试图从一个企业的角度，运用上述模型预测地方融资平台遭遇财务困境的风险和违约风险。在本节中，我们首先针对模型的结果分析企业2006-2011年的经营状况和财务风险变化，并通过上市公司和融资平台的重要财务数据对比，可以发现融资平台的经营特点；其次，统计各省份的融资平台经营状况，再从该省的负债情况出发，分析政府对于融资平台经营和偿债的保障力度与风险。

利用(3)式显示的模型，我们分别算出了每家融资平台公司的Z值并以之为标准判断其为健康公司还是存在违约风险的公司。所有数据来源于Wind数据库。下图展示出2006-2011年有违约风险平台数量的变化情况。我们发现，尽管2008年后各地方投融资平台数量激增，但单单从各融资平台的财务数据来看，财务数据上有违约风险的融资平台的实际数量确实是增加了，但是有违约风险的融资平台公司的比率并没有显著上升。甚至还有下降的趋势，尽管幅度并不明显。

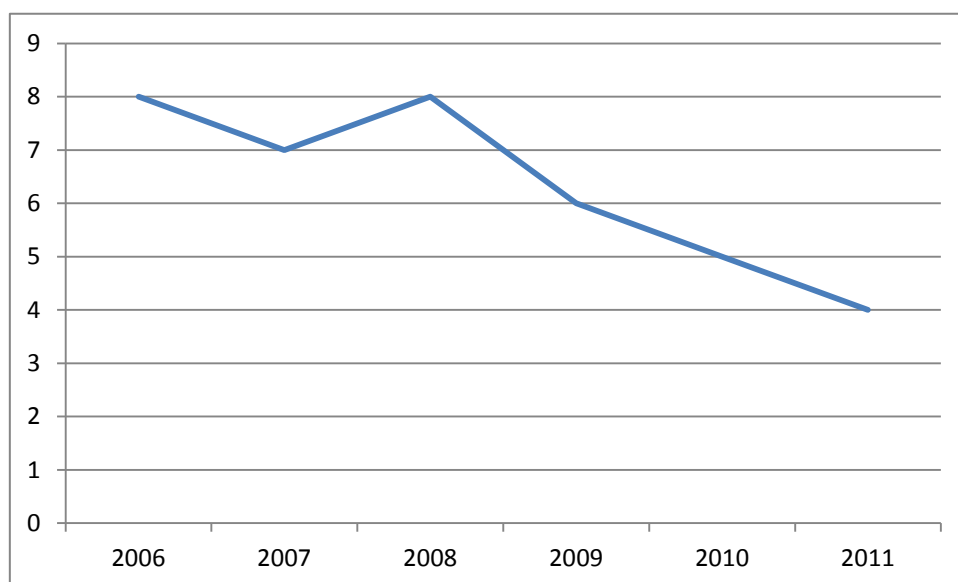


图2 有违约风险的融资平台公司占融资平台公司总数比率

为了更好地理解地方平台的性质及政府对于地方平台的作用，我们尝试将地方债务平台与普通上市公司的上述五个财务指标进行对比。下表为利用WIND数据库2006-2011年中的普通上市公司以及平台公司计算出的各财务指标的均值。

表6 非融资平台上市公司与融资平台公司的财务变量平均值对比

	销售净利率	主营业务比率	总负债/EBITDA	营业利润(同比增长)	规模	留存收益/总资产	营运资本/总资产	预测违约比率
上市公司	9.51	72.82	3.62	27.17	21.76	16.05	19.62	1.93
融资平台	84.83	27.97	15.67	160.59	23.31	0.06	0.24	5.00

在前文中我们提到过，地方投融资平台“销售净利率”以及“营业利润”都远高于一般上市公司。但是与之相对的是，我们计算出的平台公司“总资产收益率”则远低于一般上市公司。之所以产生这种现象，原因在于背后地方政府对平台的支撑作用。也就是说，当我们从微观角度考虑平台公司的各项财务指标时，部分指标实际上已经反映了政府在其中起到的作用，这也证明了我们单独拎出平台财务数据而不加入其他宏观指标展开风险分析的合理性。具体而论，销售净利率这个指标，在销售利润的计算中，只减去了直接成本，而没有减少一开始投入进去的固定成本，对于融资平台多承担的地方基础建设项目等市政项目而言，特点是前期建设资金投入大，运营过程中的直接成本则比较小，这也是为什么融资平台销售净利率异常高的原因。而事实上，平台财务数据中“留存收益占总资本的比例”又远低于一般上市公司，这一指标普遍表现不佳的平台公司还能享受到如此丰富的资本资源，只能说是背后政府的巨大作用。另外，营业利润增长率高于一家公司很可能也是因为政府在背后起到的作用。首先，计算营业利润时减去的是营业成本，而营业成本又以主营业务成本为核心。主营业务成本包括公司生产和销售与主营业务有关的产品或服务所必须投入的直接成本，主要包括原材料、人工成本（工资）和固定资产折旧等，而前期固定资产投入同样没有计算在内。因此，只要政府持续加大固定资产的投入，营业利润增长率如此高就比较好理解了。

从主营业务比率上看，融资平台的数据显著低于上市公司。这意味着，平台公司盈利的稳定性较差，预示着平台公司内部在定位、规划与经营上存在不足，平台公司在未来面临更大的不确定性。

从留存收益/总资产来看，融资平台公司的表现甚至不及上市公司的两百分之一。这表明，融资平台负债情况严重，公司抵御外部冲击的能力极低。

从营运资本/总资产的数据来看，融资平台不及上市公司的百分之一。营运资本 = 流动资产 - 流动负债。当营运资本过低时，代表该公司或企业对于支付义务的准备不充足，短期偿债能力弱，这家企业的营运可能随时因周转不灵而中断。从这个角度看，地方投融资平台公司面临较大的流动性风险。这正是我们应该警觉的。

从总负债/EBITDA 来看，融资平台该项指标接近一般上市公司的 5 倍。这种惊人的差异反映出投融资平台在未来面临着相当大的偿债压力，而且流动性堪忧。这种情况可能与平台公司自身的特点有关。一方面，平台公司承担大量市政项目，这些项目多带有一定的公益性质，盈利能力不强。另一方面，平台公司所承担的许多基础设施建设项目存在建设周期长，资金需求量大等特点，因此收益率上明显弱于普通公司。平台公司的这种特殊属性也意味着通过平台公司本身的盈利偿还债务将面临较大的压力，意味着更大的风险，也意味着对于此类项目应该给予更多的关注与监管。可惜的是，结合这几年的情况看，虽然目前融资平台负责的项目由于其本身的特性面临更大的偿债风险，但由于预算软约束的存在以及对其背后政府的过度信任，这类项目反而多享受了更宽松的融资环境，这不得不值得人们反思。

综合上述各项财务指标，我们根据平台财务指标得到的由违约风险的平台数比率达到 5%，高于一般上市公司 2% 的水平。而且，这还仅仅限于那些有能力发行平台债的大型投融资平台公司，对于剩下那些无法得到准确财务数据、未发行债券的小型平台公司，可能面临违约风险的比率会更大，这更警醒我们更多地关注各个平台本身的财务运营情况，尤其是对平台偿债能力、流动性的关注，而不要将平台自身的表现与背后地方政府的财务状况混为一团而论。

**表 7 有违约风险的融资平台公司与健康融资平台公司的变量平均值对比**

销售净利率	主营业务比率	总负债/EBITDA	营业利润（同比增	规模	留存收益/总资产	营运资本/总资产
-------	--------	------------	----------	----	----------	----------



				长)		产	产
违约风险	16.23	120.59	48.02	-994.32	22.72	0.04	0.11
健康	88.82	22.59	13.97	227.69	23.35	0.06	0.25

观察表 5，非常明显的是，根据上面的模型计算出来的有违约风险的融资平台在销售净利率、总负债/EBITDA、营业利润、留存收益/总资产以及营运资本/总资产等指标的表现都远不及健康的融资平台。我们认为，上述模型能够有效反映出平台面临的财务风险，并起到风险预警的作用。这个模型比较充分地考虑到了平台公司的长期与短期负债问题、流动性风险问题、稳定性问题、盈利能力等问题。而且，由于其包含了销售净利率以及营业利润同比增长率这两个指标，因此实际上也考虑了地方政府对平台的支撑作用。再者，通过这个模型筛选出的有违约风险额平台数量占 5% 左右，是一个比较合适的违约比例，不会因为太少而完全不起作用，而不会因为违约比例过大而显得草木皆兵。在理论上缺乏现实依据构建一个风险预警模型的前提下，我们认为这是人为规定一条预警线的一个非常适用的模型体系。

### 4.3 从各地方政府债务构成来评价债务平台风险问题

资金所投入的项目决定了还款来源、还款的稳定性和可持续性，以及对财政资金的依赖程度。土地收入在分税制改革后至今一直作为地方政府收入的重要部分，城市化进程的大力推进，带动了房地产开发、基础设施建设和园区建设的高潮。地方政府通过低价设立开发区并通过开发完成后的制造业引入、商业用地开发来最大化出让金收益，土地升值利润一度给融资偿还提供了极大强度的担保。但随着近年来中央对于房价调控的举措、房地产税的调整、经济增速的放缓以及人们对于产业结构调整的关注，土地财政的可持续性成为地方融资平台债务风险的重要来源。例如近年来的园区开发热，许多开发区缺乏恰当的规划组织，引入的企业只能占据产业链下端，企业之间无法实现信息交流与创新，使得园区开发渐渐成为盲目圈地的行为，建设项目开发后期的资金回收、对于经济发展的带动作用以及宏观调控下土地出让收入的增长不太可能如预期发展。本节将针对地方政府土地存储负债占比，研究评价债务平台的风险。

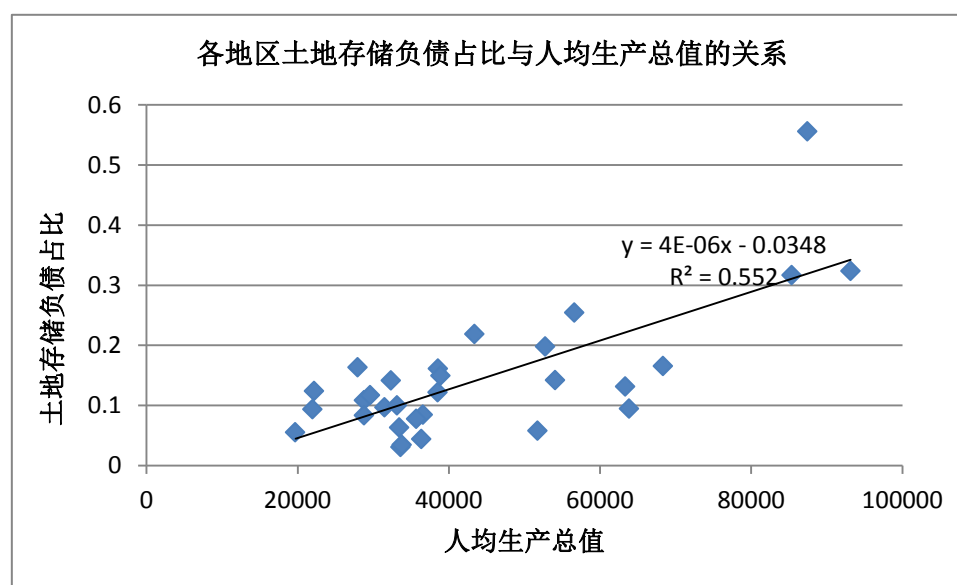


图 4 各地区土地存储负债占比与人均生产总值的关系



根据 2014 年全国 30 个省、直辖市、自治区的政府性债务审计结果报告上的数据，我们计算出了各地区用于土地收储的债务占地区政府负有偿债责任的总债务的比例，并描绘出了各地区土地收储债务与人均生产总值的散点图。如图 4，我们发现各地区土地存储债务占比与地区人均生产总值成明显的正相关关系。这表明经济发展良好地区的政府更倾向于将债务资金投向土地存储。

**表 8 地方性债务融资资金去向<sup>11</sup>** (亿元)

	全国平均地方性 政府债务	北京	天津	上海
土地收储负债占比	16.69%	55.56%	32.37%	31.66%

具体来看，北京、天津、上海的人均生产总值同时位列全国前三位。如表 8 所示，全国平均地方性政府债务水平为 16.69%，北京土地收储负债占比位居全国之首，高达 55.56%，远高于全国平均水平。排名第二位的是天津，其土地收储占比达到了 32.37%；第三位的上海在这一数据上达到了 31.66%，均远高于全国平均水平。对于诸如北京、天津、上海这些城市而言，一方面基于它们自身强大的政治、经济地位，它们的融资平台财务风险在信用评级中存在低估的可能性，另一方面，这些城市的融资平台资金大量流入土地收储，还款又大量依赖土地收入，这将成为地方融资平台融资的直接风险。

## 5 主要结论

本文试图搭建一个适用于描述投融资平台风险程度的分析体系，考虑风险类型的多样性与质的不同，以弥补以往学者整合所有影响因素搭建一个单一的风险预警模型的办法的不足。具体而言，本文从债务存量风险、平台财务风险（尤其是流动性风险）以及地方政府债务支出投向造成的风险这三类风险进行分析，揭示平台面临的上述三类风险分别的大小。针对债务存量风险，我们着重观察了“全国债务率”以及“地方债务率”，认为到 2013 年为止，“全国债务率”与世界其他国家债务率相比处于可控范围内。而考虑到地方政府与中央政府财务上的密切关联，我们认为针对单独每一地区政府的“地方债务率”只能作为参考指标，**实际上不能准确反映地方政府面临的债务存量风险。**针对平台财务风险，我们运用类比的方法，利用上市公司数据得到一个反映公司财务状况与流动性风险的模型，再将平台公司数据代入该模型进行分析。通过对比一般公司与平台的各项财务数据，我们发现平台在销售净利率以及营业利润同比增长两项指标上远高于一般公司，但在包括“总资产收益率”等指标上远低于一般公司。我们认为这种现象揭示出地方政府对平台的扶持。这也意味着，平台的某些财务指标实际上已经包含了政府的支撑作用，也进一步证明了我们在这部分单独考虑平台自身的财务数据而不混入其他宏观数据的合理性。我们发现违约风险的平台比例达 5%，高于一般上市公司的违约风险比例。平均而言，平台公司的盈利性、稳定性以及流动性均远不及一般公司，同时在未来面临更大的偿债风险，意味着这类公司应该受到比一般公司更多的关注与监督而不是相反。我们认为，在缺乏实际已经违约的平台数据下，上述针对平台财务状况的风险模型能够相对有效地测量平台自身的财务风险、流动性风险。最后，针对政府债务支出投向，我们发现，地方融资平台的资金去向与还款保证与土地的出让与开发紧密相连，并且数

<sup>11</sup>数据来自于审计署网站公布的审计报告。

---

据表明人均生产总值高的地区更倾向于将负债资金投向土地存储。也就是说,越发达的地区反而更热衷于对土地投资。然而,土地财政的不可持续性加上大众普遍对这些发达地区债务风险的忽视也为债务的信用问题留下了隐患。

基于本文的结果,针对国内地方融资平台经营与负债的现状,我们认为在对地方融资平台进行风险评估时,应该打破原来将所有风险类型混为一谈建立单一预警模型的做法,针对不同的风险类型采用不同的方法进行风险评估。针对债务存量问题,我们重点从“债务率”角度入手展开分析。针对平台流动性风险,我们重点从平台本身的财务数据出发展开分析。针对债务支出的结构问题,我们着重观察了土地存储占负债支出的比例。目前普遍存在债务增长较快以及对土地出让收入依赖性过高的问题,因此,建立严格的债务偿还保障与监督机制是应对风险的重要手段。

另外,相关单位应在申请贷款与发行债务前对项目的未来资金流与担保的可靠性做出合理的评估,并设立专门的偿债基金,银行贷款审批的相关部门也可在批准贷款前对于贷款人以及还款担保人自身的信用、财务状况以及项目的可行性作出全面的评估,并对偿债基金的管理、项目的运行情况进行及时的监督。相关部门在对地方投融资平台及项目进行监督、评估时,不应该赋予地方财力过大权重,而应该严格针对平台以及项目本身的运营状况与效率进行评价。另外,完善地方融资平台融资的相关法律规定也是必不可少的风险防范措施,可在相关法律中对发债资格、发债额度、资金运用范围、信用评级以及债务偿还机制等作出明确的规定。

#### 参考文献:

- [1] Altman E I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy [J]. The Journal of Finance, 1968, 23(4): 589-609.
- [2] Altman E I. An emerging market credit scoring system for corporate bonds[J]. Emerging Markets Review, 2005, 6(4): 311-323.
- [3] Altman E I, Spivack J. Predicting Bankruptcy: The Value Line Relative Financial Strength System vs. the Zeta® Bankruptcy Classification Approach[J]. Financial Analysts Journal, 1983: 60-67.
- [4] Beaver W H. Financial ratios as predictors of failure [J]. Journal of Accounting Research, 1966: 71-111.
- [5] Ohlson J A. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy[J]. Journal of Accounting Research, 1980, 18(1): 109-131.
- [6] Zhang L, Altman E I, Yen J. Corporate financial distress diagnosis model and application in credit rating for listing firms in China[J]. Frontiers of Computer Science in China, 2010, 4(2): 220-236.
- [7] 巴曙松. 地方政府融资平台的发展及其风险评估[J]. 西南金融,2009,(9): 9-10.
- [8] 曹红辉. 地方融资平台: 风险成因与治理[J]. 财政研究, 2010,(10): 56-58.
- [9] 丁志凤. 我国地方政府融资平台风险防范问题研究[D]. 武汉: 华中师范大学,2011.
- [10] 付俊文. 基于银团贷款模式防范和化解地方融资平台风险的思考[J]. 山西财经大学学报, 2010,(2):117-1118.
- [11] 林晓君. 地方政府融资平台的风险评估——以某省份为例的考察[D]. 上海: 复旦大学,2011.
- [12] 刘畅. 中国地方政府融资平台风险管理研究[D]. 长春:吉林大学,2013.
- [13] 孟玲剑. 我国地方融资平台规范发展的对策研究[D]. 北京: 中国社会科学院研究生

---

院,2012.

- [14] 瞿定远. 中国地方政府投融资平台风险研究[D]. 武汉: 华中师范大学,2012.
- [15] 孙雯. 地方政府投融资平台市场化运作研究[D]. 成都: 西南财经大学,2012.
- [16] 田立南. 地方政府融资平台信用评级方法研究[D]. 昆明: 云南大学硕士学位论文,2010.
- [17] 王丽. 商业银行对地方融资平台贷款信用风险管理研究[D]. 西安: 西北大学,2012.
- [18] 王利娜. 企业破产预测实证模型评述[J]. 河北经贸大学学报, 2012, 33(3): 52-54.
- [19] 闫亚磊. 信用债评级体系之城投债[R]. 天津: 渤海证券研究所,2013.
- [20] 杨跃东.对地方政府投融资平台债务的研究[J/OL].中华人民共和国统计局,2012(3):  
<http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992576/2946521.html>
- [21] 周飞舟. 分税制十年\_制度及其影响[J]. 中国社会科学. 2006, (6).
- [22] 周青. 地方政府投融资平台风险管理与度量研究[D]. 重庆: 重庆大学,2011.