

分类推进地方融资平台市场化转型： 标准界定与模式选择*

贾君怡¹ 詹加佳¹ 陈经伟²

(1.北京工商大学经济学院,北京 100048;
2.中国社会科学院金融研究所,北京 100710)



内容提要:分类推进地方融资平台市场化转型,剥离政府非经营性项目融资职能,是公共领域正确处理政府和市场关系、从源头化解地方政府隐性债务风险的重要举措。本文手工检索摘录1813家融资平台债券评级报告和财务报告相关信息13051条,从业务模式、营收能力、资产负债结构三个维度提出市场化转型迹象、成效和持续性的判断标准,以此绘制我国地方融资平台市场化转型实践全景图,并总结出现阶段转型实践“四个集中”特点,即集中于地市级融资平台、集中于发达地区、集中于成立时间长的融资平台、集中于转型初见成效阶段。进一步地,基于扎根理论展开多案例研究,尤其聚焦市县级融资平台转型实践,提炼出四种市场化转型模式:公益资产主导模式、特有资源协同模式、产业投资控股模式、商业经营运作模式。最后,通过回溯不同模式赖以形成的历史条件、运行机制和转型结果,为不同融资平台转型模式选择、因地制宜建立转型政策框架提供参考。本研究丰富了我国国有企业改革和地方政府债务理论研究,并为地方融资平台市场化转型提供参考借鉴。

关键词:地方政府隐性债务 地方融资平台 市场化转型 多案例分析

中图分类号:F812.5;F812.7 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2023)12—0063—18

一、引言

2014年以来,国务院相继出台了有关债务甄别、财政资金偿还、债务置换、地方政府专项债等“化债组合拳”,一方面,采取“修明渠”手段,鼓励地方政府通过发行地方政府债、政府和社会资本合作(PPP)以满足合理基础设施建设需求;另一方面,则采用“债务置换”方式,将存量债务中的短期限高利率贷款、非标债等置换为长期限、低利率债券;前者旨在满足地方债务融资增量需求,后者实质上是以“时间换空间”解决到期存量债务兑付的“燃眉之急”。但现有政策均未有效降低存量债务体量,未来地方融资平台(以下简称“融资平台”)仍需面临存量债务到期偿还问题(郁芸君等,2022)^[1]。在当前政府刚兑逐步被打破背景下,推动实现融资平台市场化转型,促使其成为能够自主经营、自负盈亏、偿还债务的市场化企业,尽可能从制度源头化解债务风险将成为重要“治本”途径。

实践中,融资平台市场化转型面临着政策变化、职能转变、能力限制、资源约束等诸多挑战,是

收稿日期:2022-12-13

*基金项目:国家社会科学基金青年项目“结构性宏观债务杠杆的微观形成机制与对策研究”(19CJY058)。

作者简介:贾君怡,女,副教授,经济学博士,研究领域为地方政府隐性债务、财政金融风险,电子邮箱:jiajunyi_uibe@163.com;詹加佳,女,研究助理,电子邮箱:sevenzhan7@163.com;陈经伟,男,副研究员,经济学博士,研究领域为经济金融理论和技术创新,电子邮箱:chenjw1112@126.com。通讯作者:陈经伟。

一个复杂而艰难的长期过程。部分经济发达地区的融资平台率先发起转型探索并取得了一定成效,例如合肥模式、上海城投模式、苏州工业园区模式等。然而,我国半数以上融资平台为县(区)级平台(样本占比44.7%),相对于省级、地市级融资平台,它们普遍存在资源匮乏、有效资产不足、盲目多元化扩张、增收不增利等问题(毛捷和徐军伟,2021)^[2],经济不发达的中西部地区则更加突出,存在“不愿转、不敢转、不会转”现象。因此,深入探索融资平台市场化转型成功实践,尤其是中西部地区县级平台实践,明确不同融资平台适合的转型模式、必要条件和路径,对于促进我国融资平台转型发展、推进地方财政治理现代化、防范化解地方债务风险意义重大。

本文从“业务模式—营收能力—资产负债结构”维度提出融资平台市场化转型的判断标准,并基于1813家融资平台债券评级报告和财务报告手工摘录13051条文本信息,绘制出现阶段我国融资平台市场化转型全景图,以此归纳出四种市场化转型模式,为推进融资平台转型提供理论与实践改革支撑。本文边际贡献如下:第一,提出融资平台市场化转型的判断标准。现有研究针对市场化转型提出了初步设想,尚未构建系统的判断标准,本文提出市场化转型迹象、成效和持续性的判断标准。第二,绘制了现阶段我国融资平台市场化转型实践全景图,归纳出当前融资平台市场化转型呈现的“四个集中”特点。第三,从微观具象的多案例出发,建立因地制宜地分类推进融资平台市场化转型的模式框架。现有研究或从宏观角度阐述融资平台转型目标与路径,或聚焦于某地区、某平台、某个转型实践,本文紧密结合多个微观案例归纳出四类市场化转型模式,并比较不同模式赖以形成的历史条件、运行机制和转型结果。第四,融资平台是一类特殊国有企业,本文研究丰富了我国国有企业改革理论和地方政府债务理论研究。

二、文献综述

1. 地方政府隐性债务研究

现有地方政府隐性债务研究主要沿着扩张根源、经济效应和化解治理三条理论脉络展开。关于地方政府隐性债务扩张根源,学者从财政体制、金融资源、政治晋升等角度阐述了其与融资平台的紧密联系。财政体制方面,自分税制改革以来,地方政府财权与事权不匹配,产生通过成立融资平台公司举债的动机,导致债务规模攀升(郭玉清等,2016^[3];毛捷等,2019^[4])。金融资源配置方面,相较于一般公司,融资平台具有金融势能(徐军伟等,2020)^[5]和更强“议价能力”(宋傅天和姚东旻,2021)^[6],更容易在资本市场取得低成本融资。“借新还旧”动机和新融资需求也会加剧地方政府隐性债务持续攀升(吴德胜等,2021)^[7]。政治晋升方面,地方官员晋升竞争引致了地方政府投资需求和通过融资平台举债的动机(曹婧等,2019^[8];王文甫等,2020^[9];Wu等,2021^[10])。

地方政府隐性债务经济效应研究,主要从融资平台本身、金融稳定、宏观经济效应等不同层面展开。首先,融资平台经营业务的公益性使其经营难以为继,有发生资金链断裂最终引发财务风险的可能(徐鹏程,2017)^[11]。此外,融资平台在转型过程中还可能面临政策风险、法律风险、内部机构缺陷以及运营困境等难题(王玉春,2016)^[12]。其次,金融体系中,地方政府向融资平台注入土地资产以缓解信用饥渴的“土地财政”模式可能会引发金融资源错配(徐鹏程,2017^[11];刘元春和陈金至,2020^[13])。进一步地,无序扩张的地方政府债务被银行吸收,债务风险可能转换为银行流动性风险和系统性风险(毛锐等,2018^[14];熊琛等,2022^[15])。最后,从宏观经济效应来看,一方面,融资平台发行的绿色城投债有助于发挥债务风险和环境污染统筹治理的协同效应(毛捷等,2022)^[16],生产性融资平台债务可以有效促进城市创新力提升(吴海军等,2023)^[17];另一方面,融资平台债务可能会放大经济波动风险(徐鹏程,2017^[11];饶品贵等,2022^[18]),并降低企业投资、减缓经济增长速度(Huang等,2020)^[19]。在“刚兑信仰”情境下,政府与社会之间的信用差不断增强(张牧扬等,2022)^[20],进一步通过挤出中小企业贷款显著影响资源配置效率(刘畅等,2020)^[21]。

关于地方政府隐性债务治理研究,学者分别立足政府部门、金融市场、投资者等相关方面提出相应对策。首先,解决融资平台的债务问题,中央政府应更多发挥宏观调控者作用,完善相关法律法规(张洁梅等,2019)^[22],而地方政府应明确与融资平台的关系,破除“刚性兑付”动机,硬化“预算软约束”(张路,2020)^[23]。其次,目前信用定价并未较好反映政府隐性担保和资产的收益-风险关系,完善债券信用评级体系迫在眉睫(汪莉和陈诗一,2015)^[24]。最后,金融投资机构加大地方政府隐性债务管理和控制融资平台贷款力度,注重与融资平台的沟通,事先预估担保能力和信用状况,采用银团贷款的形式共同防范融资平台风险(张洁梅等,2019)^[22]。此外,也有研究提出,支持有条件的融资平台充分发挥自身优势,转型成为城市发展新载体,引导实现融资平台的市场化转型(国务院发展研究中心“国有企业改革突出矛盾与对策研究”课题组,2016^[25];毛捷,2021^[26])。

2. 国有企业改革与地方融资平台市场化转型研究

中国国有企业改革是一个复杂的经济现象,学者围绕如何促进国有企业与市场经济体制融合发展的现实问题形成了诸多理论,其中国有企业分类改革是重要研究成果(戚聿东等,2017^[27];黄群慧,2022^[28]),主要有以下几方面:一是着眼企业规模大小,提出“抓大放小”国有经济战略性改组方案(杨启先,1996)^[29];二是根据产品性质不同,分为公共产品企业、准公共产品、竞争性产品国有企业(杨瑞龙,1999^[30];中国宏观经济分析与预测课题组,2017^[31]);三是从企业功能出发(戚聿东和刘健,2013^[32];黄速建,2014^[33]),将国有企业分为竞争性和非竞争性两类,提出“界定功能、划分类别、分类改革”思路;四是从业务属性和资本功能目标进行分类,判断业务是否属于商业性业务、资本功能是否追求盈利回报(黄群慧,2022)^[28]。在分类改革背景下,国有企业改革困难主要体现在企业规模、行业、产权形式、经营状态存在巨大差异,需要从现实困难出发,建立相适应的国有资产管理模式(金碚,2000^[34];黄速建和金书娟,2009^[35];黄群慧和余菁,2013^[36];黄速建等,2019^[37]),并基于适应的内部化策略合理选择产业链布局模式(谢莉娟等,2016)^[38]。

地方融资平台作为一类特殊国有企业,国有企业分类改革可以为融资平台市场化转型提供经验基础。但相较于一般国有企业,融资平台在业务模式、市场主体地位、政府参与程度、风险特征等方面有特殊性,不同融资平台在功能、区域和层级上拥有不同资源、动能以及市场禀赋,市场化转型面临的困难也有所不同(毛捷和徐军伟,2021)^[2]。主要表现为市场化转型过程自身定位与发展目标存在偏差、偿债能力不足、债务置换难度大等(岳俊杰,2020)^[39],以及经营上无实业主业支撑、限制性领域融资成本高、资金管理粗放等问题(胡兆成,2021)^[40],这在市场化改革起步晚的县级融资平台中尤为突出(吴婷,2019)^[41]。此外,融资平台债务具有集聚、传导和共振效应,也是影响市场化转型效率的重要因素(刘骥和卢亚娟,2016)^[42];宋樊君,2022^[43]。

针对上述痛点问题,诸多学者就如何促进融资平台市场化转型展开研究,从政府、融资平台、市场环境等层面提出建议,但大部分文献集中在理论分析层面。地方政府层面,学者提出应当科学界定融资平台的转型发展(王玉春,2016)^[12],支持融资平台以普通企业身份参与项目建设、以管资本为主投资运营国有资产(国务院发展研究中心“国有企业改革突出矛盾与对策研究”课题组,2016)^[25]。地方融资平台层面,毛捷和徐军伟(2021)^[2]提出融资平台的市场化转型需要分类和分步进行,应首先妥善处理存量债务(成涛林,2015)^[44],对内建立符合市场化要求的公司治理体系(吴婷,2019)^[41],对外明确发展定位,结合地方经济发展拓展业务范围和创新融资模式。市场环境层面,应建立金融机构主导的监督机制促进融资平台转型成为融资成本敏感的市场化主体(马恩涛和陈媛媛,2017)^[45];沈红波等,2018^[46]。

综上,现有文献针对融资平台应该实施市场化转型问题已经达成一定共识,但对于“如何改革”及其路径等问题仍待深入研究。第一,现有文献对于如何界定“融资平台市场化转型以及进展阶段”仍未给出清晰的框架,尚未构建转型融资平台数据库并对转型现状形成总体把握,对当前融

资平台转型现状的研判可能存在偏差。第二,分类推进融资平台转型亟需微观、具象的多案例比较研究,仅有的少量案例研究存在案例单一、地域集中、行业范围受限等问题。第三,现有转型政策研究集中在宏观理论层面,缺乏兼具具象化和可推广性的转型举措。本文将融资平台市场化转型的改革实践界定为多阶段、共演化的过程,研究得出融资平台需综合考虑个性化特征及资源禀赋,因地制宜建立与所处情境适配的转型方向与模式。

三、地方融资平台转型标准界定

1. 市场化转型标准界定

融资平台市场化转型的实质,是通过变革业务模式、提升营收能力和优化资产负债结构,逐步脱离政府投融资职能,实现从依赖政府补助到自负盈亏,再到能够独立承担债务偿付,最终实现商业化运营的跨越式转变。本文结合文献和业界访谈,从业务模式、营收能力、资产负债结构对融资平台市场化转型做出判别,并根据进展程度划分为迹象、成效和持续性三个阶段,如图1所示:

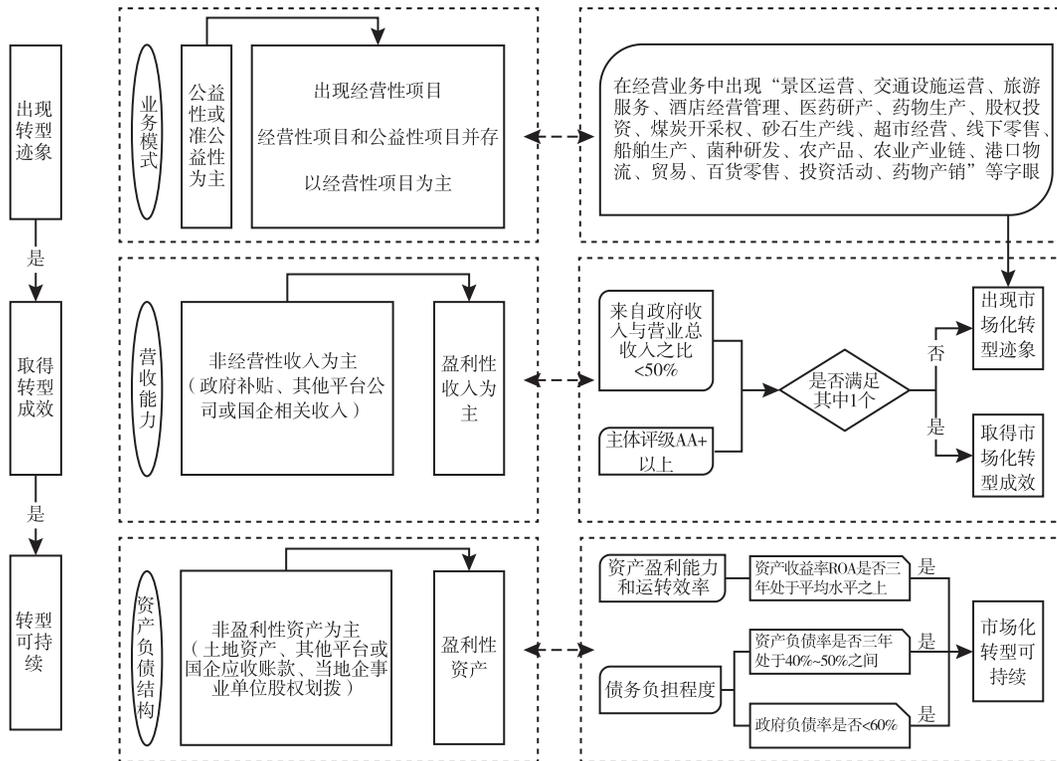


图1 地方融资平台市场化转型判别标准

资料来源:作者整理

(1)从业务模式变化判断融资平台是否出现转型迹象。融资平台主要从事城市基础设施建设等公益业务,很少或基本没有市场化收入,从而缺乏自身“造血”功能,是融资平台难以实现商业化运作的根本原因。因此,判断融资平台是否出现市场化转型迹象的重要依据是,业务模式是否从“公益性项目和准公益性项目为绝对主导”,转向“出现经营性项目、经营性项目与公益项目并存或以经营性项目为主”^①。

^① 当融资平台的经营业务出现有“景区运营、交通设施运营、旅游服务、酒店经营管理、医药研产、药物生产、股权投资、煤炭开采权、砂石生产线、超市经营、线下零售、船舶生产、菌种研发、农产品、农业产业链、港口物流、商贸、贸易、百货零售、投资活动、药物产销”等经营性项目字眼时,则界定为融资平台有转型迹象。

(2)从营收能力判断融资平台转型是否取得成效。经营性现金流不充足从而导致资不抵债,是融资平台债务风险的主要来源,而实现盈利、化解债务风险是融资平台市场化转型的最终目的。在政府投融资功能模式下,融资平台收入以财政补贴为主,运营极度依赖政府。因此,市场化转型是否取得成效的一个重要评判标准是,收入结构是否从“以政府补贴为主”转向“以经营性业务收入为主”。此外,主体评级是关于融资平台经营能力的综合性指标,代表了市场对融资平台转型发展的认可程度。沿用国家发展和改革委员会及中国证券监督管理委员会相关规定^①,若政府性收入占比低于50%,或者主体评级AA+以上,则认为融资平台市场化转型取得成效。

(3)从资产负债结构变化判断融资平台转型是否具有可持续性。优质盈利性资产、高效的资产运转效率是企业稳定持续发展的核心基础,而合理的债务负担水平能为融资平台持续转型奠定良好基础。本文判断融资平台市场化转型是否可持续的依据是,该融资平台是否逐步剥离非盈利性资产从而建立以盈利性资产为主的资产结构,以及是否具有合理的债务负担程度。为此,本文从两个维度构建持续性指标:一是资产收益率(ROA),衡量融资平台资产盈利能力和运转效率;二是融资平台资产负债率或政府负债率,衡量债务负担程度。因此,若融资平台ROA至少三年高于总样本平均水平,或资产负债率至少三年维持在40%~50%,或融资平台所属地方政府负债率小于60%^②,则认为该融资平台市场化转型可持续。

2. 判定步骤与结果

通过中国货币网、上海证券交易所、深圳证券交易所等公开信息网站,本文下载收集2849家融资平台在2017—2021年发布的债券发行报告、评级报告和年度报告等文件,手工检索摘录关于经营业务、收入构成、资产负债结构相关的文本数据信息,整理得到业务板块、政府收入占比、ROA、资产负债率等指标。筛选具有三类判定标准完整数据信息的融资平台1813家,共计13051条文本数据信息,判定转型融资平台共158家,其中出现迹象29家、转型取得成效68家、转型具有可持续性61家。

表1为转型融资平台描述性统计情况,反映出我国融资平台市场化转型实践“四个集中”特征:(1)主要集中于经济发达地区。融资平台所处地区变量从1~3取值,分别代表西部、中部、东部地区。变量均值为2.4且50%分位数以上为东部地区,具体分布为东部地区融资平台占比55.92%,中部地区26.32%,西部地区仅17.76%。这可能与中东部地区高市场化程度助力融资平台转型意识提升,以及财政实力为转型提供资源支持有关。(2)主要集中于地市级融资平台。行政级别变量从1~3取值,分别代表区县级、地市级、省级。变量均值为1.91,且50%和75%分位数上是地市级融资平台,具体分布为地市级42.76%,区县级32.89%,省级24.34%。相较区县级融资平台,地市级融资平台不管是外部资源还是自身实力都更具优势,赋予其更强劲的转型动力,而省级融资平台虽有更大的资金资源优势,但由于存在政府强兜底且偿债压力较小,转型紧迫、动力不足。(3)主要集中于成立10年以上融资平台。转型融资平台的平均成立时间为18年,成立时间越

^① 中国证券监督管理委员会2016年《公司债券发行与交易管理办法》中关于融资平台发债“单50”规定:融资平台公开发行债券,需满足最近三年来自地方政府的收入占营业总收入的比例不超过50%。国家发展和改革委员会《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金(2015)1327号,以下简称“1327号文”)规定:对于主体评级达到AA+及以上的企业发行债券,可相应放宽资质要求。

^② 关于ROA指标,参考国务院国有资产监督管理委员会《2019企业绩效评价标准值》中关于国有企业绩效的评价方式:以平均值为标准,高于平均值为“良好”或“优秀”,低于平均值为“较低”或“较差”。关于资产负债率指标,一般企业资产负债率区间为40%~60%,参考周天勇(1995)^[47]国有企业应降低至50%以下才不至于亏损。关于政府债务负担指标,参考交易商协会关于融资平台发债需满足“六真”原则中的“当地政府债率不超过60%”要求。

长,发展积累的业务经验更丰富、资金资产更多、管理制度更好,为转型奠定较好基础。(4)市场化转型主要集中于初见成效阶段。转型阶段变量从1~3取值,分别代表出现迹象、成效、可持续三个阶段,该变量均值为2.2,且50%分位数上是初见成效。具体地,在158家转型融资平台中,取得成效68家(占比43.04%),具有可持续性61家(占比38%),对应指标表现为政府收入占比均值42.62%、主体评级均值2.81(处于AA~AA+之间)、ROA均值1.01%、资产负债率均值55.87%、政府负债率均值75.11%。

表1 市场化转型融资平台描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%	50%	75%	最大值
融资平台所处地区	790	2.4	0.76	1	2	3	3	3
行政级别	790	1.91	0.72	1	1	2	2	3
成立时长(年)	790	18.02	6.61	4	13	18	22	34
转型阶段	790	2.20	0.73	1	2	2	3	3
主体评级	790	2.81	0.97	1	2	3	4	4
政府收入占比	790	42.62	28.78	0	18.68	42.93	64.94	98
资产收益率	790	1.01	1.29	-6.39	0.34	0.72	1.29	12.73
资产负债率	790	55.87	12.57	13.43	48.35	57.59	65.42	90.68
所属政府的负债率	790	75.11	30.91	16.75	53.82	76.76	92.72	168.7
总资产(亿元)	790	801.1	1120	23.2	166.2	411	908	7144

注:样本为158家融资平台于2017—2021年期间的面板数据,因此每个指标样本量为790条
资料来源:作者整理

四、地方融资平台市场化转型模式

1. 方法选择与案例筛选

在理论层面,市场化转型模式主要是针对融资平台转型过程所形成的某种典型特征、相对稳定的政府—平台关系和融资平台运行机制的一种抽象性概括。在外部环境引导和自主寻求发展等因素驱动下,融资平台转型呈现出不同的模式选择。为此,本文采用多案例研究方法(Yin, 2014)^[48]展开比较研究,按照如下原则筛选出九家转型融资平台(如表2所示):第一,典型性原则,选取案例既有行业讨论较多的“合肥模式”,也有经过全样本扫描得到的具有借鉴意义但尚未引起足够重视的融资平台,尤其是欠发达地区和区县级融资平台,为深入全面地分析案例特点、总结转型模式奠定基础。第二,可比性原则,选取案例覆盖了公益性、半公益性和综合性三类融资平台,且地理区位(七个省份、九个城市)、行政层级(六个地市级、两个区县级、一个省级)、转型阶段与特色各不相同(出现迹象三家、取得成效两家、可持续性四家),有利于使研究结论兼具普适性和针对性。第三,完整性原则,案例融资平台成立时间较早(最长为20年)、资产规模较大(高至4978.55亿元),转型已开展一段时间且资料相对丰富完善,这对于理论提炼极为重要。

表2 本文所选取转型融资平台案例信息

公司名称	成立时长	省份	行政级别	资产规模(亿元)	主体评级	市场化转型阶段
江苏洪泽湖神舟旅游开发有限公司 (江苏洪泽湖旅游)	14年	江苏省 (淮安市)	区县级	160.76	AA	迹象

续表 2

公司名称	成立时长	省份	行政级别	资产规模 (亿元)	主体评级	市场化转型阶段
六盘水市农业投资开发有限责任公司 (六盘水农投)	11年	贵州省 (六盘水市)	地市级	64.49	AA-	迹象
河北渤海投资集团有限公司 (渤海集团)	18年	河北省 (沧州市)	地市级	505.67	AA	迹象
青岛西海岸新区融合控股集团有限公司 (青岛融控集团)	5年	山东省 (青岛市)	地市级	989.40	AAA	成效
嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司 (嘉服集团)	13年	浙江省 (嘉兴市)	地市级	337.71	AA+	成效
邹城市城市资产经营有限公司 (邹城城资)	20年	山东省 (邹城市)	区县级	512.68	AA+	可持续
合肥市建设投资控股(集团)有限公司 (合肥建投)	17年	安徽省 (合肥市)	地市级	4978.55	AAA	可持续
泰州华信药业投资有限公司 (泰州华信)	18年	江苏省 (泰州市)	地市级	818.15	AA+	可持续
长春新区发展集团有限公司 (新发集团)	5年	吉林省 (长春市)	省级	1406.89	AAA	可持续

2. 数据编码与分析

本文采用扎根理论研究对资料进行编码(凯西·卡麦兹,2009^[49];吴肃然和李名荟,2020^[50]),如表3所示:(1)初始编码。主要对资料中能反映融资平台市场化转型行动的词汇进行概括。例如,根据嘉服集团2021年债券评级跟踪报告,“公司商贸流通业务主要由子公司戴梦得负责经营,下属直营连锁超市已拓展至77家,经营方式主要分为直营和联营两种,与嘉兴菜农业发展集团完成重组”“毛纺业务主要产品为毛绒纱制品、毛衫制品和呢绒制品,采用按订单生产的经营策略,同时经营纺织物进出口业务”。本文尽可能地保留能反映该融资平台市场化转型的原始数据文字,将其简化为“商贸流通业务”“直营连锁超市77家”“毛纺生产业务”,从而形成初始编码。(2)聚焦编码。主要针对初始编码所反映的核心要素予以凝练,并使用最重要或出现最频繁的核心要素,对多家融资平台转型实践进行分类和整合,对蕴藏的市场化转型模式进行理论抽象。一方面,从初始编码中不难得出嘉服集团业务涉及零售行业,因此确认“零售行业”为嘉服集团市场化转型的核心要素信息;另一方面,通过比较分析行业特征、业务经营及与传统城投业务关联等,归纳提炼出公益资产主导、特有资源协同、商业经营运作、产业投资控股四大转型模式,如嘉服集团属于商业经营运作模式。

3. 转型模式分析

黄群慧和余菁(2013)^[36]、黄群慧(2022)^[28]提出基于“企业使命”的国有企业分类改革理论,即“企业使命决定战略定位、战略定位决定战略内容,进而决定组织结构”。依据该理论,本文从融资平台使命出发,综合考虑融资平台转型定位、自身实力和资源禀赋等因素,挖掘融资平台如何分类寻找市场化转型途径,构成本案例分析的理论基础和逻辑框架,如图2所示。

表 3 市场化转型模式编码分析

公司名称	转型路径	典型证据	初始范畴	核心要素	聚焦编码
江苏洪泽湖神舟旅游开发有限公司	挖掘经营性基建业务	1.公司目前以洪泽区交通基础设施建设和旅游景区开发等业务为主,后续将侧重于旅游景区自营项目	1.旅游景区自营业务 2.国家5A级景区古堰景区、淮安方特计划 3.门票、讲解费、停车费、观光车租赁	旅游服务业务	
	政府帮助	1.洪泽湖下游生态环境综合治理项目建成,公司将获得18年经营权 2.公司部分旅游项目为自营加政府补贴的模式 3.2020年10月起,经洪泽区发改委批复,同意对古堰景区大堤片区实行门票收费			
	拓展主营业务	1.目前旅游景区自营业务由子公司洪泽县旅游发展投资集团负责,旗下古堰景区为国家5A级景区,包含洪泽湖大堤、水釜城和渔人湾等旅游片区。古堰景区目前免费对外开放,公司旅游业务收入主要来自讲解费、停车场停车费、观光车和自行车租赁收入等 2.方特计划于2021年底开园,届时将带来当地客流量的快速增长,公司旅游业务收入仍有望实现增长			
河北渤海投资集团有限公司	挖掘经营性基建业务	1.通过子公司港务集团从事黄骅港港口建设、维护及相关运营业务 2.子公司港务集团主要采取自营的方式进行黄骅港航道和土地吹填业务的运营。公司本部和子公司港务集团在政策允许的情况下,从事港区内吹填造陆工程建设	1.港口配套服务业务、港口运营业务 2.航道及防波堤租赁等 3.自建输油管道,从事原油接卸、储运业务	港口服务	公益资产主导模式
	政府帮助	1.河北渤海集团获得黄骅港综合港区5万吨、10万吨级航道的经营权			
	拓展主营业务	1.港口建设及配套服务业务板块主要由航道及防波堤租赁、货物港务费及锚地停泊费、拖轮业务、管道收入及装卸、运输等业务构成。2020年上半年的航道及防波堤租赁业务收入2095亿元,货物港务费及锚地停泊费0.73亿元,拖轮业务收入0.63亿元 2.公司下属子公司黄骅港海丰船舶燃料供应有限责任公司承接黄骅港液化码头原油接卸、储运业务,通过自建输油管道向当地石化企业输送原油。2020年,管道业务实现收入0.71亿元;毛利率为100%			
泰州华信药业投资有限公司	挖掘经营性基建业务	1.公司是泰州市发展大健康产业的实施主体,在医药高新区土地开发、服务平台租赁等相关领域具有区域专营优势,同时依托高新区发展的药品物流和销售业务亦拥有一定的资源优势	1.国家级医药高新技术产业开发区 2.药物销售与运输 3.医药营销网络,覆盖26省市地区、800多家企业	医药产业	
	制度完善	1.公司率先开展“三定三建”改革,对内设机构、部门职责、人员编制进行重新调整。公司规范人事管理和各类经营性行为,目前已印发3本内容全面、覆盖面广、针对性强的《管理制度汇编》			
	拓展主营业务	1.收入主要由医药商品销售和贸易业务贡献,2020年分别为9.35亿元和19.30亿元,分别占营业收入的28.43%和58.72%。其中,医药商品销售收入同比增长63.60% 2.医药商品销售主要由子公司江苏华为医药物流有限公司经营,品种囊括中成药、中药材、中药饮片、一类精神药品、麻醉药品及体外诊断试剂、医疗器械等 3.截至2021年3月末,华为医药合计物流仓储面积约3.6万平方米。营销网络覆盖全国26省市地区,与上游800多家企业建立合作关系			

续表 3

公司名称	转型路径	典型证据	初始范畴	核心要素	聚焦编码
六盘水市农业投资开发有限公司	挖掘区域资源禀赋	1.结合公司实体化转型需求,充分利用建成的特色农产品仓储物流园配套服务设施,成立酒店运营 2.公司作为六盘水市农业投融资平台,近年大力发展猕猴桃产业	1.发展猕猴桃产业、红茶产业 2.围绕猕猴桃产业,建有生产基地、产品深加工、生态观光、冷链物流中心 etc 3.布局线下一线上销售市场	猕猴桃、茶叶产业	特有资源协同模式
	政府支持	1.公司作为六盘水市农业产业投融资平台,持续获得政府补贴			
	拓展主营业务	1.2020年公司六盘水市猕猴桃特色农业生产基地建设项目猕猴桃年产量约4000吨,预计猕猴桃基地二期建成后,满产产量约36000吨 2.公司围绕猕猴桃进行了一些深加工,目前已经推出的产品有猕猴桃果酒、果干系列等深加工产品、特色农产品 3.在建项目主要有猕猴桃特色农业生产基地、猕猴桃酒项目、猕猴桃花粉加工项目、瑞民农业生态观光园、特色农产品仓储交易物流园等 4.公司茶叶销售收入主要来自于子公司六盘水高山红茶基地建设投资有限公司,收入规模较小。主要销售铁皮石斛伴生红茶和铁皮石斛精粉,2020年铁皮石斛伴生红茶销售收入占茶叶销售收入的88.64%			
邹城市城市资产经营有限公司	挖掘区域资源禀赋	1.境内矿产资源丰富,以煤炭、花岗石、石灰石为主,其中藏煤面积357平方公里,地质储量41亿吨以上,年产原煤4000多万吨	1.煤矿产业与销售、铅银粉矿 2.拥有横河煤矿、红旗煤矿2个煤矿的探矿权	煤矿	特有资源协同模式
	政府支持	1.公司后备煤炭资源主要为以1.5亿元购买的德州潘店煤田和通过资产划拨方式取得的山东兖州小孟煤田,已取得两煤矿的探矿权 2.红旗煤矿地处山东嘉祥县境内,2010年获得采矿许可证			
	拓展主营业务	1.煤炭业务主要由子公司宏河控股运营,开采红旗煤矿和横河煤矿。(1)红旗煤矿地处山东嘉祥县,约71.22平方公里,煤层埋深在200-450米,平均厚度约5.3米,2020年末核定产能为2201万吨/年。(2)横河煤矿可采储量为718万吨,核定产能为78万吨/年。 2.2018-2020年煤炭销量分别为161.88万吨、163.71万吨及153.87万吨,煤炭开采收入分别为7.59亿元、7.51亿元及7.73亿元 3.煤炭业务除煤炭采掘及贸易收入外,还包括其铅银粉矿收入及其他业务收入中的部分贸易收入			
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	挖掘区域战略性新兴产业	1.合肥市政府于2005年出台了《优先加快工业发展行动纲要》,明确了“工业立市”的地区发展战略,构建了以战略性新兴产业为先导、高新技术产业和传统优势产业为主导的先进制造业体系。	1.通过直接股权投资和设立产业基金两种模式,承担产业项目投资和引导职能 2.参与芯片、半导体等10余产业投资项目	持股多家上市公司、设立产业投资基金	产业投资控股模式
	组建专业人才团队	1.投资蔚来项目是做了大量严谨的调研分析后再做的决策。当时,合肥建投同时在4个方面开展工作,一是组建专业团队,对蔚来公司进行认真的分析研判;二是高度关注国家相关部门对新能源汽车行业发展的态度;三是委托专业的会所和律所,从财务和法务等领域开展全面尽职调查;四是开展严谨细致的商务谈判。最终形成了上报市委、市政府决策的投资方案			
	拓展主营业务	1.公司承担了重大产业项目投资及引导职能,两种模式:(1)直接股权投资。(2)基金投资。 2.2020年4月,蔚来汽车有限公司与公司等战略投资者签署了关于投资蔚来中国的最终协议,公司持股7.51% 3.截止至2021年3月末,公司持有上市公司“合肥百货”“丰乐种业”股权比例分别为38.05%和29.24% 4.2020年6月,欧菲光集团披露定增预案,其拟向公司等特定投资者非公开发行股票不超过8.08亿股,其中公司计划认购12亿元 5.2020年12月,清华控股向公司转让启迪控股14.84%股份。交易完成后,公司持有启迪控股14.84%的股份 6.截至2019年末,公司先后设立合肥芯屏产业投资基金、合肥建琪城市建设发展合伙企业等,参与芯片、半导体等10余产业投资项目			

续表 3

公司名称	转型路径	典型证据	初始范畴	核心要素	聚焦编码
长春新区发展集团有限公司	挖掘区域战略性新兴产业	1.从产业发展来看,长春新区已形成装备制造、生物医药、光电信息和新能源新材料等支柱产业 2.生物医药产业依托亚洲最大疫苗产业基地、全国最大基因药物生产基地和长春国家生物医药产业基地,代表企业有亚泰集团和长春高新	1.生物制药、中成药 2.依托亚洲最大疫苗产业基地、全国最大基因药物生产基地、长春国家生物医药产业基地 3.医药研发投入占比8.81%	控股上市公司(长春高新)	产业投资控股模式
	政府支持	1.政府专项债方面,截至2021年末,公司收到用于项目建设的政府专项债金额为113.95亿元 2.长春新区新型城镇化建设项目为PPP模式,采用可行性缺口补助,可行性缺口补助部分由长春新区管委会与公司逐年结算后支付			
	拓展主营业务	1.公司制药业务运营主体仍为旗下上市公司长春高新。长春高新主要生产生物制药产品与中成药产品。生物制药产品主要由子公司金赛药业和百克生物生产、中成药主要由子公司华康药业生产 2.2021年,制药研发投入同比增长84.74%,占营业收入的8.81%			
嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	挖掘区位优势	1.嘉兴奋力打造长三角一体化发展新增长极,全面打好枢纽嘉兴、创新嘉兴、品质嘉兴、开放嘉兴“四大会战” 2.嘉服集团属地政府及相关单位,全力打好“菜篮子”保供攻坚战	1.商贸流通业务 2.下属直营连锁超市77家 3.毛纺生产业务	零售行业	
	实体产业经营	1.公司商贸流通业务主要有子公司戴梦得负责经营,下属直营连锁超市已拓展至77家,经营方式主要分为直营和联营两种,与嘉兴菜农发展集团完成重组 2.毛纺业务主要产品为毛绒纱制品、毛衫制品和呢绒制品,采用按订单生产的经营策略,同时经营纺织物进出口业务			
青岛西海岸新区融合控股集团有限公司	挖掘区位优势	1.青岛西海岸新区战略定位为海洋科技自主创新领航区、深远海开发战略保障基地、军民融合创新示范区、海洋经济国际合作先导区、陆海统筹发展试验区	1.船舶制造业务 2.造船专用设施齐全 3.业务收入主要来自船舶销售 4.军民融合投资主体和市场运营主体	船舶制造	商业经营运作模式
实体产业经营	1.2019年,京鲁船业纳入公司合并范围,主营船舶制造业务,年生产能力100万载重吨,拥有30万吨干船坞1座,5万吨船台1座,5000吨举力浮船坞1座,1000吨和500吨造船门式起重机在内的造船专用设备设施齐全 2.公司生产制造业务收入为11.71亿元,同比增长44.75%,主要来自船舶销售收入。2020年,京鲁船业交付船舶72艘,吨位达39万载重吨,包括13艘商船、5艘远洋渔船、4艘公务船和50艘坞修船 3.在建船舶包括31艘商船、7艘远洋渔船和1艘公务船,合同金额合计34.00亿元,同期在建35000吨举力的浮船坞1座				

注:资料来源为作者手工整理公司评级报告、财务报表

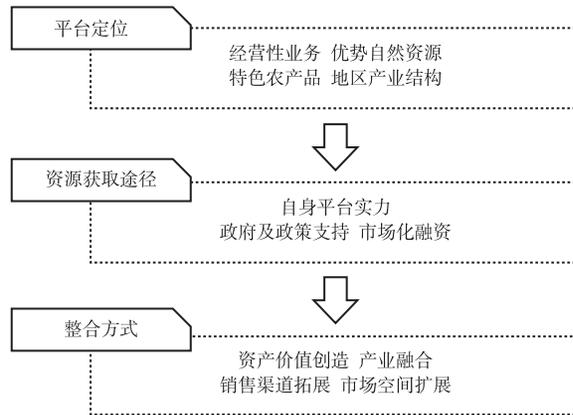


图2 研究框架

资料来源:作者整理

(1)公益资产主导模式。融资平台依托早期开展的城市建设所形成的交通设施、旅游文化资源、产业园区等,将相关公益资产进行市场化拓展运营,实现融资平台由基础设施“开发建设者”向“运营服务商”转变,由传统“资产做大导向”向“价值提升导向”转变,促进融资平台市场化转型发展

与新型城镇化发展的双向支撑。如图3所示,此模式主要涉及三类融资平台:一是交通设施类融资平台,主要从事城市道路、地铁、轨道、航道等交通基础设施建设,在项目建设完成后取得特许经营权获得经营性收入,比如轻轨交通、船舶港口、高速公路等。二是文化产业类融资平台,主要从事地方古城维护、景区开发等文化旅游基础设施建设,项目完成后负责景区市场化经营,通过售卖门票或景区周边产品实现收入。三是产业园区开发类融资平台,依托园区开拓配套服务业务,例如依托医药研产区开拓医药商品销售与配送业务。

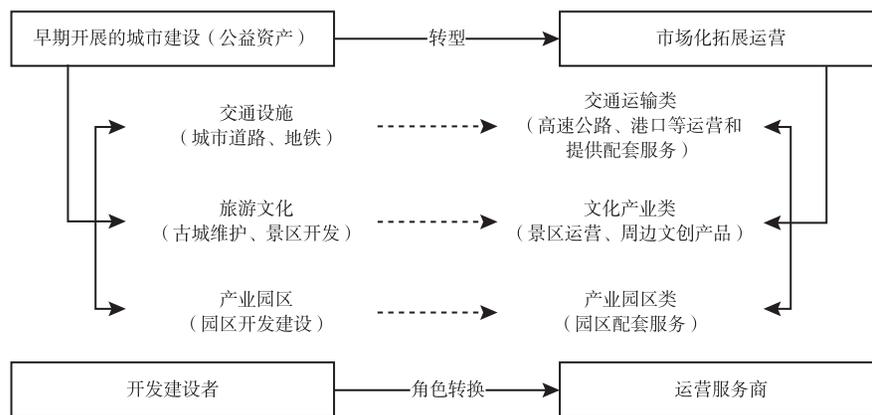


图3 公益资产主导模式实现路径

资料来源:作者整理

公益资产主导模式下,首先,融资平台挖掘基础设施的经营属性,并以此制定转型定位。如渤海集团在完成渤海港区开发建设基础上,以综合物流园为引擎,明确了打造内外贸易物流集散中心和现代物流园区的发展定位;江苏洪泽湖旅游主要从事旅游景区相关基础设施建设,并围绕此建立经营旅游景区业务的定位;泰州华信主要参与泰州医药高新区开发建设,并聚焦于大健康产业的发展定位。其次,融资平台完善自身管理制度,并积极寻求政府政策支持,泰州华信开展“三定三建”改革,对内设机构、部门职责、人员编制进行重新调整;渤海集团获得黄骅港综合港区5万吨、10万吨级航道的经营权;江苏洪泽湖旅游取得景区门票收费权,且部分项目采用“政府补贴+平

台自营”方式,均为市场化转型奠定基础。最后,结合特有市场环境优势拓展主营业务,增加价值创造。渤海新区黄骅港位于渤海之滨,多条铁路直通港口且已建成20万吨级航道和25个万吨级以上泊位,渤海集团充分运用黄骅港优势,开展包括航道及防波堤租赁、锚地停泊、拖轮等服务业务,以及自建输油管道开展原油装卸和储运业务获取经营性收入;位于医药生产科研基地的泰州华信,借助药品物流和销售方面优势,建立了与园区相适应的销售网络、物流仓储和终端配送等服务。

(2)特有资源协同模式。融资平台依托当地重要自然资源或特色生态环境,开拓市场化运营业务和产品,获取的经营性现金流构成公司收入重要补充。该模式高度依赖当地资源禀赋和生态环境,以及政府对相关资源开采权或经营权的行政特许。区别于公益资产主导模式,该模型与传统城投业务关联性小。如图4所示,依据所依赖资源不同可划分为两类融资平台:一类依赖当地矿产自然资源,通过获得政府授予的开采经营权,建立矿产开采线和生产线获取经营性收入,例如煤矿、砂矿、林产、湖泊等;另一类凭借当地特有土壤、山区、气候等生态地理环境,从事特色产品种植、开发与销售等,例如香菇、猕猴桃、茶叶等。

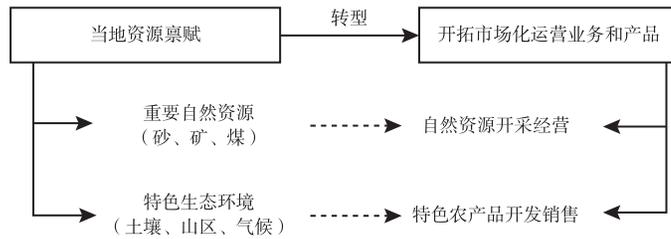


图4 特有资源协同模式实现路径

资料来源:作者整理

特有资源协同模式下,首先,融资平台基于地区资源禀赋寻找转型发力点。邹城城资位于矿产资源丰富的山东济宁,因而将煤炭板块业务作为实体化经营的重要组成部分;六盘水农投则依托当地猕猴桃产业,主要从事农业设施项目代建。其次,政府助力融资平台谋求特有资源经营权。在当地政府支持下,邹城城资通过资产划拨、招标投资等方式,取得了横河煤矿、山东嘉祥红旗煤矿的采矿权,以及德州潘店煤田、山东兖州小孟煤田的探矿权;六盘水农投在政府引导下,立足当地农业产业资源,促进六盘水市猕猴桃产业的良性发展,并持续获得相应政府补助。最后,产业链资源有效整合加快转型。邹城城资有效利用丰富的煤炭资源储备,发挥在煤矿销售领域中的专营优势,与下游钢铁、煤化厂、电厂建立了长期合作关系,维持了销售渠道稳定;六盘水农投自主建成并经营六盘水特色农业产业基地和特色农产品仓储交易物流园,实现猕猴桃年产量约4000吨,销售范围覆盖以六盘水、贵阳为核心的省内市场,并辐射至华东、华南等全国战略区域市场,还推出猕猴桃果酒、果干等系列特色农产品。

(3)产业投资控股模式。融资平台结合宏观政策环境,通过收购上市公司股权、运作产业投资基金等方式,布局重点产业和战略性新兴产业投资,以实现资产结构优化与利润增长点拓展。实践中,主要聚焦于汽车、地产等当地重点发展产业,以及高新电子技术、新能源、生物医药等国家战略性新兴产业。该模式最大特点是兼顾金融回报与社会发展的双重目的(如图5所示):一重目的,融资平台通过挖掘、孵化和培育优质产业投资项目,实现多元化业务扩张从而锁定新利润增长点;另一重目的,充分发挥国有资本引领作用,引进和发展一批重点企业和新兴产业,推动实现当地产业集群式、规模式的高质量发展。

产业投资控股模式下,首先,融资平台立足地区发展战略谋划转型定位。合肥建投、新发集团均是当地重要的国有投资运营主体,其中合肥建投立足当地“工业立市”战略布局新兴产

业投资,在引入培育高新技术产业项目方面发挥引领作用;新发集团则围绕长春市装备制造、生物医药等支柱产业,聚焦于医药研发生产投资和生物医药产业运营。其次,产业布局十分重视上下游联动和产业集聚效应。如合肥建投出资持股蔚来中国7.51%、京东方28.33%、启迪控股22.82%等高新技术产业,带动当地70多家配套企业发展,与当地的中国科技大学、合肥工业大学等高校资源相辅相成。最后,政府提供强有力的政策、资金和人才保障。如运作蔚来项目时,合肥建投在地方政府支持下积极引进投融资领域技术人才,组建专业团队尽职调查并对公司技术、供应链和市场前景等开展论证研判。又如,先后设立合肥芯屏产业投资基金、合肥建投城市建设发展基金,由合肥市财政局划拨的财政专项资金提供支持;新发集团的自建自营项目获得大规模财政专项债资金支持,基础设施建设项目则采用了政府和社会资本合作(PPP)模式。

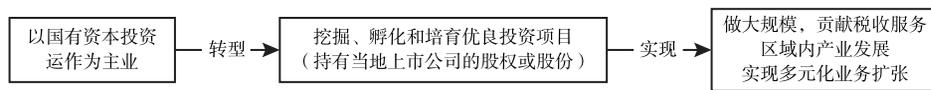


图5 产业投资控股模式实现路径

资料来源:作者整理

(4)商业经营运作模式。通过设立市场化全资子公司,投资建设厂房、生产线、自有仓库或线下门店,实际开展生产、销售与运营以获取经营性收入。该模式下,融资平台直接或间接介入实体经济的生产经营,例如运营超市、农产品销售、船舶制造等。与“以销定购”“上游买、下游卖”“以销定采”等形式的短期贸易不同,该模式下的融资平台在建立贸易链或生产线过程中,采取“平台自主”或“平台主导,政府辅助”形式,在业务运营和管理过程中体现更强的自主性和独立性,从“虚”到“实”转变从而提升“造血”能力和市场竞争力。

进一步地,该模式下市场化转型路径是:一方面,以区位优势论证转型发展定位。如嘉服集团紧跟嘉兴市政府“品质嘉兴”“枢纽嘉兴”发展战略,依托原有民生保障工程基础,向商贸流通、农产品交易、体育产业、毛纺生产等实业领域转型发展,疫情期间更是承担起民生保供职责;青岛融控集团围绕青岛西海岸新区“海洋科技自主创新领航区、深远海开发战略保障基地、军民融合创新示范区”战略定位,向船舶专业制造转型发展,推进军民融合政策转化与产业集聚。另一方面,拓展实体产业经营,深入实体经济寻求盈利方向。如嘉服集团积极拓展直营连锁超市,构建现代物流平台体系,提升公司商业化运营能力,同时购置高端纺织装备建成毛纺生产线20余条,形成以羊绒类产品生产为主导的毛纺业务板块。青岛融控集团则建立完善的船舶生产线,开展船舶制造、混凝土与铸铁生产销售等生产制造业务,从融资平台转型为实业企业。

特别值得注意的是,目前存在通过整合多家小规模、弱资质的县级融资平台重组为一家综合性融资平台来探索市场化转型的情况,如甘肃省“以市带县”方式、湖南省“上层新设”“平级合并”方式。但“重组整合”不等于“转型”,也无法独立构成一类转型模式:整合后的融资平台的确会拥有更高行政级别和更大资产规模,但若整合后资产经营价值未提升、融资平台自身造血能力未实质增加,则不存在实质转型。实践中,整合重组可以为转型奠定基础,但转型归根到底仍要落到市场化经营与自身造血能力培育上,因此重组整合后的转型实践仍可归纳到本文的四类转型模式中,如整合重组后的贵州贵龙实业集团,一方面坚持基础设施建设融资;另一方面通过产业投融资寻找利润增长点。

4. 市场化转型模式适用性研究

(1)公益资产主导和特有资源协同模式,主要体现为一种保守的内涵式转型思路,依托过去积累的资产或结合区域资源禀赋拓展市场化业务与产品。两者关键区别在于,公益资产主导模式与

融资平台传统业务紧密相关,融资平台成立时间普遍较长,已基本完成基础设施开发建设,并获得相应经营权或管理权,同时,基础设施的市场化运营能够产生规模效应从而实现盈利。因而该模式的前提条件是,早期城市建设所积累的资源与资产具有较强的经营性质或盈利潜力,能够使融资平台的核心能力实现由“开发建设者”向“经营服务商”的迁移。如渤海集团早期参与渤海港区开发建设,获得港口、航道等具有经营盈利潜力的资产,逐步以此搭建物流产业板块,并利用综合大港优势实现油品传输业务转型。

而特有资源协同模式则高度依赖所在地的自然资源储备,或者凭借当地特色生态环境拓展市场化业务,很大程度上依靠政府划拨的特许经营权、开发权等,与传统城投业务的关联不大。该模式的前提条件是所在地区拥有丰富的自然资源或特色生态环境。如邹城有横河煤矿、嘉祥红旗煤矿等自然资源,矿产资源销售不仅可以避开传统业务盈利小且周期长的弊端,还能凭借特许经营权建立竞争壁垒。再如,六盘水农投在资产规模小、区域经济发展不足等困境下,将融资平台战略与地方产业经济发展紧密结合,建立了猕猴桃产业链,降低了进入市场难度。

综合来看,内涵式转型模式优势在于转型业务是对历史的累积和延续,转型门槛较低、风险较小、较为稳健,劣势则为盈利能力提升缓慢,转型业务主要为准公共或自然资源等资源依赖型业务,易发展成为相关领域的垄断者,存在一定垄断风险。因此,当融资平台面临资金、技术、创新能力等自身限制,以及区域经济、财政支持等外部约束时,可采用保守的内涵式转型模式。综上,本文认为:公益资产主导模式的必要条件为,融资平台早期因承担基础设施建设所积累的公共资源具备较强的经营性质以及盈利潜力,特有资源协同模式则需要融资平台所处区域具备丰富的自然资源或特色生态环境。两类模式适用于区域经济和自身实力有限的融资平台,需要资金注入、政府补贴、经营权转让等政府财政支持。

(2)产业投资控股和商业经营运作模式,则是激进的外延式转型探索,融资平台基本脱离传统城投业务范畴,转向产业投资与实体商业运作的全新领域。产业投资控股模式重点在于有为政府和有效市场相结合,立足城市战略产业定位找准产业链关键环节与重点企业,借助融资平台的国有资本带动社会资本共同培育产业项目。项目成熟后,国有资本以市场化方式安全退出并转投其他产业项目,不断延伸拓展地方产业链条。因此,该模式对于融资平台的资金实力、资源协调能力、投资管理与风控能力提出较高要求,更需要政府明确发展战略方向、构建良好市场环境、提供丰富资金资源。例如合肥市构建的以“芯屏气合”“集终生智”为代表的战略性新兴产业发展,为融资平台搭建了产业投资控股转型基础,合肥建投也通过投资蔚来、启迪控股等公司提升了市场活力。

而商业经营运作模式更偏向于产品生产与服务,例如嘉服集团的直营连锁超市和毛纺生产线、青岛融控集团的船舶生产制造。关键在于建立生产线、线下门店、销售网络等实体要素,聚焦当地商贸、物流、纺织等基础性民生行业,可以是融资平台自主运营,如青岛融控的生产制造业务主要由本部负责,也可通过设立或整合全资子公司实现业务经营管理,如嘉服集团的商贸流通和毛纺业务均由全资子公司负责,这不仅需要融资平台积累的资产实力、产业经营能力作为基础,更需要专项补贴等财政支持和各类形式的非财政支持,如嘉兴市政府以政府消费券形式助力连锁超市经营,组织谈判小组促进集团与相关主体对接以获得资源支持。

综上,外延式转型模式的优势在于,投资运营具有可预测的价值和可观的盈利,不仅能够为融资平台带来市场化业务,还能服务所在城市的民生、产业聚集等发展。但两种模式都对当地政府协调能力和融资平台综合能力要求较高,若缺乏与之相适应的管理制度、技术人才培养,转型过程将面临较大风险。因此,当融资平台实力较强、聚焦基础性民生行业,或所属地区

产业综合性、多元化发展且宏观政策环境良好,可采用外延式转型模式。因此,本文认为:产业投资控股模式的必要条件是区域产业多元化发展,商业经营运作模式的必要条件是聚焦基础性民生行业,融资平台具备强劲的资本运作和产业经营能力。外延式转型模式适用于所属地区经济发展和自身实力较好的融资平台,更加需要政策环境优化、专业人才引进、管理构架改革、资源的跨区域协调等政府的非财政支持。

五、主要结论与政策建议

1. 研究结论

本文手工检索摘录1813家融资平台相关信息13051条,围绕分类推进地方融资平台市场化转型开展系统研究。首先,构建涵盖业务模式、营收能力、资产负债结构的融资平台市场化转型判断标准体系,并分为出现转型迹象、成效和可持续三个转型阶段。其次,绘制出我国融资平台市场化转型全景图,发现呈现“四个集中”特点,即集中于地市级融资平台、集中于发达地区、集中于成立时间长的融资平台、集中于转型初见成效阶段。再者,基于扎根理论展开多案例研究,提炼出四类转型模式:公益资产主导模式、特有资源协同模式、产业投资控股模式、商业经营运作模式。最后,回溯不同模式赖以形成的历史条件、运行机制和转型结果发现,前两类模式体现了保守的内涵式转型思路,后两类则为激进的外延式转型探索,适用融资平台和所需资源存在很大差异,为因地制宜建立转型框架提供参考。

2. 研究启示与政策建议

第一,立足地区资源与发展规划寻求差异化定位。引入和盘活经营性业务是转型关键,而融资平台面临的资源禀赋和政策环境不同,所选择的经营性业务和转型模式存在很大差异。为此,一方面,立足当地人文历史、资源禀赋、经济水平和产业结构等现实条件,主动作为、超前谋划,科学论证准确发展定位,如青岛融控集团立足区位优势开展船舶制造业务、泰州华信基于医药高新区开展药品销售和物流业务等;另一方面,善于借助“政策东风”,将自身发展与国家政策紧密结合,敢于向地方政府争资源、争政策、争机制,如合肥建投围绕“工业立市”城市发展战略布局国家战略性新兴产业重大项目投资。

针对经济欠发达地区的弱资质区县级融资平台,一方面,可首先考虑采用保守的内涵式转型模式,依托城市交通运营、景区经营、园区服务、自然资源、特色生态环境等现有资产资源培育市场竞争力,如邹城城资依托当地矿产资源开展实体化经营,六盘水农投依托当地农业基础设施推动猕猴桃产业链发展;另一方面,借鉴发达地区融资平台经验,聚焦农业农村发展和乡村振兴、新基建与城市更新、碳中和战略与低碳转型发展等国家重大战略,成为民生保障、城乡建设、产业聚集和区域发展的引擎和“排头兵”。

第二,评价考核与支持引导并举发挥政府作用。权责分明的政企关系是转型基础,地方政府既要拿出魄力让融资平台面临市场竞争和绩效考核,又要拿出“真金白银”给予支持和引导。一方面,围绕业务模式、营收能力、资产负债结构等维度,尽快构建与融资平台市场化转型相适应的评价体系与绩效考核制度,以预算硬约束为前提、以市场经营业绩为导向促进有效转型,实现地方政府从“管理者”到“引导者”的转变;另一方面,市场化转型并非一味要求融资平台完全脱离政府,而是可以立足当地公共资源转型为具有一定综合实力和市场竞争力的地方国有企业,而这仍然需要政策资源的大力支持。

在政府支持引导方面,可供借鉴做法是,一方面,提供必要财政支持,在“摸清家底”基础上,协调明确融资平台实物资产和无形资产等特色权益归属,代表性的案例有矿产资源开采权(如邹城城资)、交通设施收费权(如渤海集团)、旅游景点运营权(如江苏洪泽湖旅游)等;另一方面,积极探

索非财政支持,比如协调组建由金融机构、会计师事务所、咨询机构等组成的专家组,针对融资平台拟实施的重大项目提供综合服务方案,促进支柱产业转型升级和战略性新兴产业聚焦发展,如合肥市针对战略性新兴产业项目组建专业投资评估团队;探索推动融资平台开展基础设施公募REITs等资产证券化产品,通过盘活存量资产缓释债务压力,为融资平台市场化转型奠定良好基础,如长春新发集团采用PPP模式建设新型城镇化项目。

第三,建立健全市场化管理体制夯实制度与人才保障。市场化的公司组织管理架构与人才机制是转型保障,而融资平台难以转型或转型失败的一个重要原因是,公司组织管理结构难以满足转型要求,特别是缺少战略、投资、风控等相关职能以及金融、会计、管理、法律、风控等专业技术人才是核心要素。因此,地方融资平台应以公司治理为核心点,尽快完善现代法人治理体系,设计组织架构并明确部门职责,建立市场化选人用人机制、激励约束机制(如泰州华信开展“三定三建”改革),为融资平台市场化、实体化、集团化转型发展提供效率支撑与风险控制的双重保障。

第四,注意防范地方融资平台的垄断问题。在转型过程中,融资平台在公益资产拓展、特有资源运营等业务中往往享有地方政府各部门各类支持,易形成垄断或衍生寻租行为。因此,应建立完善的制度规范,如合理限定政府投融资活动范围、建立资金池偿债保障基金等方式,积极引入市场竞争性主体,引入社会资本发展混合所有制经济,防止出现新的“挤出效应”。

3. 研究不足与展望

一是本文研究视角聚焦于融资平台自身“造血能力”,但市场化转型涉及财政体制、市场监管、公司治理等多领域改革,未来可针对外部环境构建更具有一般性的研究框架。二是融资平台转型是一个长期过程,本文探索了融资平台转型标准、转型模式和模式适用性问题,未来可进一步探讨融资平台转型过程中市场影响、债务风险效应、经济效应等内容。

参考文献

- [1]郁芸君,张一林,陈卓,蒲明.缓兵之计?地方债务展期与隐性违约风险——来自地方融资平台“借新还旧”的经验证据[J].北京:经济学(季刊),2022,(3):955-976.
- [2]毛捷,徐军伟.地方融资平台公司的市场化转型研究——制度溯源、个性刻画与实现路径[J].北京:财贸经济,2021,(3):28-43.
- [3]郭玉清,何杨,李龙.救助预期、公共池激励与地方政府举债融资的大国治理[J].北京:经济研究,2016,(3):81-95.
- [4]毛捷,刘潘,吕冰洋.地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角[J].北京:中国社会科学,2019,(9):45-67,205.
- [5]徐军伟,毛捷,管星华.地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角[J].北京:管理世界,2020,(9):37-59.
- [6]宋傅天,姚东旻.“城投部门”议价能力与地方政府债务扩张[J].北京:管理世界,2021,(12):92-110.
- [7]吴德胜,曹渊,汤灿,郝希阳.分类管控下的债务风险与风险传染网络研究[J].北京:管理世界,2021,(4):35-54.
- [8]曹婧,毛捷,薛熠.城投债为何持续增长:基于新口径的实证分析[J].北京:财贸经济,2019,(5):5-22.
- [9]王文甫,王召卿,郭岭沂.财政分权与经济结构失衡[J].北京:经济研究,2020,(5):49-65.
- [10]Wu H., J. Yang, and Q. Yang. The Pressure of Economic Growth and the Issuance of Urban Investment Bonds: Based on Panel Data from 2005 to 2011 in China[J]. Journal of Asian Economics, 2021, 76, (619): 101341.
- [11]徐鹏程.新常态下地方投融资平台转型发展及对策建议[J].北京:管理世界,2017,(8):8-13.
- [12]王玉春.融资平台公司转型中政府债务管理研究与探讨[J].长沙:金融经济,2016,(24):148-149.
- [13]刘元春,陈金至.土地制度、融资模式与中国特色工业化[J].北京:中国工业经济,2020,(3):5-23.
- [14]毛锐,刘楠楠,刘蓉.地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J].北京:中国工业经济,2018,(4):20.
- [15]熊琛,周颖刚,金昊.地方政府隐性债务的区域间效应:银行网络关联视角[J].北京:经济研究,2022,(7):153-171.
- [16]毛捷,郭玉清,曹婧,等.融资平台债务与环境污染治理[J].北京:管理世界,2022,(10):96-118.

- [17]吴海军,杨其静,阳镇.生产性政府债务与城市创新力——基于中国城市面板数据的经验研究[J].北京:中国工业经济,2023,(10):42-60.
- [18]饶品贵,汤晟,李晓溪.地方政府债务的挤出效应:基于企业杠杆操纵的证据[J].北京:中国工业经济,2022,(1):151-169.
- [19]Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza. Local Crowding-out in China[J]. Journal of Finance, 2020, (6): 2855-2898.
- [20]张牧扬,潘妍,余泳泽.社会信用、刚兑信仰与地方政府隐性债务[J].北京:金融研究,2022,(10):1-19.
- [21]刘畅,曹光宇,马光荣.地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?[J].北京:社会科学文摘,2020,(6):12-14.
- [22]张洁梅,王钰沛,张玉平.利益相关者视角的地方政府融资平台风险管理研究[J].北京:管理评论,2019,(3):61-70.
- [23]张路.地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据[J].北京:中国工业经济,2020,(2):44-62.
- [24]汪莉,陈诗一.政府隐性担保、债务违约与利率决定[J].北京:金融研究,2015,(9):66-81.
- [25]国务院发展研究中心“国有企业改革突出矛盾与对策研究”课题组.地方投融资平台转型的方向与政策[J].北京:国家治理,2016,(4):42-48.
- [26]毛捷.警惕两个比重持续上升 深化政府债务管理改革[J].北京:中国财政,2021,(3):32-35.
- [27]戚聿东,刘泉红,王佳宁.垄断行业国企的竞争化改造与国企分类改革趋势[J].重庆:改革,2017,(6):5-20.
- [28]黄群慧.国有企业分类改革论[J].北京:经济研究,2022,(4):4-12.
- [29]杨启先.“抓大放小”分类推进加快国有企业改革[J].成都:党校科研信息,1996,(3):2-3.
- [30]杨瑞龙.国有企业分类改革的战略选择[J].北京:中国工业经济,1999,(8):9-11.
- [31]中国宏观经济分析与预测课题组,杨瑞龙.新时期新国企的新改革思路——国有企业分类改革的逻辑、路径与实施[J].北京:经济理论与经济管理,2017,(5):5-24.
- [32]戚聿东,刘健.深化国有企业改革的方向和路径——“深化国有企业改革研讨会”观点综述[J].北京:中国工业经济,2013,(12):31-38.
- [33]黄速建.中国国有企业混合所有制改革研究[J].北京:经济管理,2014,(7):1-10.
- [34]金碚.论国有资产管理体制改革[J].北京:中国工业经济,2000,(3):11-15.
- [35]黄速建,金书娟.中国国有资产管理体制改革30年[J].北京:经济管理,2009,(1):23-29.
- [36]黄群慧,余菁.新时期的新思路:国有企业分类改革与治理[J].北京:中国工业经济,2013,(11):5-17.
- [37]黄速建,肖红军,王欣.竞争中性视域下的国有企业改革[J].北京:中国工业经济,2019,(6):22-40.
- [38]谢莉娟,王晓东,张昊.产业链视角下的国有企业效率实现机制——基于消费品行业的多案例诠释[J].北京:管理世界,2016,(4):150-167.
- [39]岳俊杰.地方政府融资平台风险控制分析[J].北京:中国市场,2020,(6):43-44.
- [40]胡兆成.地方政府融资平台公司资金管理存在的问题与对策[J].昆明:时代金融,2021,(22):81-83.
- [41]吴婷.县级地方政府融资平台发展转型的路径研究——以贵州贵龙实业(集团)有限公司为例[J].长沙:金融经济,2019,(14):16-18.
- [42]刘骅,卢亚娟.转型期地方政府投融资平台债务风险分析与评价[J].北京:财贸经济,2016,(5):48-59.
- [43]宋樊君.转型视角下的地方融资平台信用风险治理研究[J].北京:财政科学,2022,(5):65-78.
- [44]成涛林.地方政府融资平台转型发展研究——基于地方债管理新政视角[J].南京:现代经济探讨,2015,(10):55-58,73.
- [45]马恩涛,陈媛媛.我国地方政府融资平台转型发展研究[J].济南:公共财政研究,2017,(3):4-12.
- [46]沈红波,华凌昊,张金清.城投债发行与地方融资平台主动债务置换——基于银行授信视角[J].北京:金融研究,2018,(12):91-104.
- [47]周天勇.国有企业对银行的债务危机及其解决思路[J].北京:经济研究,1995,(8):22-27.
- [48]Yin, R. K. Case Study Research: Design and Methods[M]. California: Sage Publication, 5th Edition, 2014.
- [49]凯西·卡麦兹.建构扎根理论:质性研究实践指南[M].边国英译.重庆大学出版社,2009.
- [50]吴肃然,李名荟.扎根理论的历史与逻辑[J].北京:社会学研究,2020,(2):75-98,243.

Promote the Market-Oriented Transition of Local Government Funding Vehicle on a Classified Basis:Standard Definition and Mode Selection

JIA Jun-yi¹,ZHAN Jia-jia¹,CHEN Jing-wei²

(1.School of Economics,Beijing Technology and Business University,Beijing ,100048,China;

2.Institute of Finance & Banking,Chinese Academy of Social Sciences,Beijing,100710,China)

Abstract: It is an important policy measure to divest Local Government Funding Vehicles (LGFVs) financing functions for local governments' non-operational projects and promote market-oriented transition of LGFVs, which is crucial for preventing local implicit debt risks. In this paper, 13051 articles of information from 1813 LGFVs were manually retrieved and compiled based on bond rating and financial reports. Firstly, this paper proposes the determining criteria of LGFVs' market-oriented transition from three dimensions of business mode, revenue capacity and asset-liability structure, and divides transition into three stages including showing signs, achieving success and get sustainable development. Secondly, this article draws a panoramic picture of LGFVs' market-oriented transition practices in China and summarizes "four concentrations" characteristics, namely concentration on prefecture level LGFVs, developed regions, long established LGFVs and initial stage of transition.

Furthermore, this paper conducts Multi-Case Study on nine representative LGFVs' transformation practices from a micro perspective, especially focusing on cases of county-level LGFVs from less-developing regions. Four transition modes were summarized: Public Asset Leading Model, Unique Resource Coordination Mode, Industrial Investment Mode and Commercial Operation Mode. Moreover, competitive analysis refines the internal logic of mode selecting: platforms with primary business of infrastructure construction are suitable for Public Asset Leading Mode, platforms with rich natural resources or ecological environment are suitable for Unique Resource Coordination Mode, platforms located in areas with friendly policy environment or diversified industries are suitable for Industrial Investment Mode, and platforms focusing on basic livelihood industries and with strong industrial operation capabilities are suitable for Commercial Operation Mode.

The possible contributions of this paper are: Firstly, determining criteria of LGFVs' market-oriented transition are proposed for the first time. Existing research has proposed preliminary ideas for market-oriented transition, but no systematic criteria have been established. This article proposes determining criteria of market-oriented transition with three stages, including showing signs, achieving success and getting sustainable development. Secondly, it has drawn a panoramic picture of LGFVs' market-oriented transition practices in China and concludes "four concentrations" characteristics, which promotes the overall grasp of LGFVs' transition. Thirdly, different from existing literatures focusing on certain region, platform or transformation practice, this article summaries four transition modes based on multi-case studies and establishes mode selection framework by comparing conditions, operating mechanisms, and transformation results on which different modes are formed. Lastly, LGFVs are a special type of state-owned enterprise, so this study also enriches the research in state-owned enterprises reform theory.

Based on the research findings, this paper proposes the following policy recommendations: First, LGFVs should seek differentiated positioning based on regional resources and development planning. LGFVs should not only be rooted in local cultural history, resource endowments, economic levels, and industrial structures, but also can leverage "policy support" and scientifically demonstrate its development positioning. Second, it is crucial to play local governments' role of both supervision and support. Local government should not only empower LGFVs to face market competition and performance assessment, but also provide substantial support and guidance. Third, LGFVs should establish a sound market-oriented management system to solidify institutional and talent support. Fourth, beware of the possible that LGFVs could become market monopolist, and it is essential to promote the development of a mixed ownership economy with social capital and prevent new "crowding-out effects".

Key Words: local government implicit debt; local government funding vehicles; market-oriented transition; multi-case study

JEL Classification: G31, H63, H74

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2023.12.004

(责任编辑:吴海军)