

城投公司整合及其对信用质量影响研究



城投公司整合及其对信用质量影响研究

联合资信 公用评级二部

刘沛伦 赵思羽

2014年,《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)和《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预〔2014〕351号)先后颁布,财政部对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理,并以政府债务置换的方式对城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。其后,中央多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2015年新修订的《预算法》生效后,地方政府可通过发行政府债券解决建设资金不足的问题,理想状态下,城投公司将逐步退出历史舞台。但鉴于多方面的原因,在部分城投公司退出资本市场的同时,仍不断有新成立的城投公司登陆资本市场初亮相。这些初亮相的城投公司较多情况下是城投公司整合的产物。本文将探讨城投公司整合及其对信用质量的影响。

一、城投公司整合的背景分析

从国家层面看,自党的十八届三中全会首次提出国有资本投资、运营公司概念为始,国有企业改革以推动国有资本做强做优做大为方向,试点改组组建国有资本投资、运营公司,对上承接授权履行出资人职责,对下主导国有资本布局 and 激发微观主体活力。在此背景下,多地政府对当地国有企业搭建1+N架构,“1”即国有资本投资或运营公司,其持有“N”即所有其他国有公司的股权;也有部分地区按照国有企业的产业属性分类搭建多个1+N架构。对城投公司数量较多的地区而言,源自国务院国资委的国企改革是城投公司整合的重要原因之一。此外,部分地区行政架构发生变化,也会导致城投公司间发生大规模整合。

从地方层面看,当下城投行业的重点任务是在不引发风险的情况下加强债务管控,除了按照中央层面的要求做好债务监控之外,为了更好地完成化解政府性债务的指标,很多省、市自发研究推出了更加具体的实施举措,其中部分省份提出了压缩城投公司数量的要求。例如湖南省发布了《关于严控政府性债务增长切实防范债务风险的若干意见》(湘发〔2018〕5号),要求清理整顿平台公司,“注销一批,整合一批,转型一批,市级控制在3个以内,县级不得超过2个,乡镇一律不得设立融资平台公司,整顿后对平台公司实施名录管理,未纳入的平台公司不得承担棚户区改造、易地扶贫相关融资,各级政府不

得对其项目投资和建设安排资本金”。陕西省要求“各市（区）要结合实际情况，合理压减平台数量、扩充平台资产”[《关于我省融资平台公司转型发展的意见》（陕发改投资〔2021〕349号）]。为了完成压缩城投公司数量的目标，同时避免对既有人员和企业产生过大影响，城投公司之间的整合是最易实现的途径。

从企业层面看，目前在资本市场开展融资的城投公司大都在寻求转型发展，虽然为了借新还旧、保证已开工民生项目继续建设等原因仍在积极开展融资，但同时也在开拓融资职能之外的业务。例如结合基础设施建设项目管理经验将业务延伸至建筑施工、建筑材料的生产或贸易，结合当地农业或旅游资源开发相关市场化经营项目，结合园区入驻企业的制造和办公需求投资建设物业并经营，对符合地区产业发展方向的入驻企业提供战略性投资等。企业间的整合对融资和转型发展均有益处。从融资需求看，扩大规模在一般情况下有助于降低融资成本（虽然市场对此的认识已经有所变化），而整合是快速扩大规模的方式之一。此外，企业整合后，一些对外担保可以转变为对内担保，有利于降低担保比率，优化风险指标表现。从转型发展来看，整合已开展相关业务或具有相关经验的企业是开发新业务的途径之一，因此城投公司在进行整合时，可以不限于与其他城投公司整合，当地的水务、燃气等民生类国有企业、优质民营企业均可以是整合对象。从实践看，为了发挥国有企业对地方经济发展的带动作用，以及提高与资本市场的连接程度等目标或目的，许多城投公司也积极与上市企业商谈收购事宜。

二、城投公司整合的目标、主要路径和方式

对一般企业而言，整合的目标主要是提高占有率、增强竞争力，或者是降低成本，提高效率，提高盈利能力等。常见的整合路径主要包括以下三个方向：一是横向/水平整合，即为了提高规模效应与市场占有率，整合与自己生产相同商品或提供相同服务的企业；二是垂直整合，即沿着原有业务的上下游开展整合，达到一体化生产从而降低成本或保证生产的连续性；三是混合/跨界整合，一般以经营多元化为目的，与企业原有业务没有直接关系。

在选择整合路径时需要充分考虑整合的目标及面临的约束。结合前文背景分析，我们可以归纳出城投公司整合的目标主要有以下三个方面：一是按照行业、区域等类型规范梳理城投公司，根据政策要求进行裁撤合并，以加强债务管理，提高运营效率，更好为地方政府服务。为实现此目标可主要选择横向/水平整合。二是为了提高融资能力。城投公司的优势之一是融资功能较强，应进一步发挥其功能。为实现此目标可主要选择横向/水平整合。三是为了转型发展，

成为政府控股的公用事业企业或有关行业的企业等。为实现此目标可主要选择垂直整合和混合/跨界整合。在实践中，上述三个目标和三种整合思路往往同时存在，只不过所占的比重或优先级有所不同。同时，作为地方国有企业，城投公司在筹划整合时也面临一定约束。从国有企业属性出发，需要考虑稳定就业等社会责任、扶持小微企业发展等引导政策、保值增值国有资产等年度考核指标；从所处的区域出发，需要考虑地方经济基础及产业特征、区域内各城投公司质量的差异等。

以规范梳理城投公司为目标进行整合比较重要，也相对容易实现。以提高城投企业融资能力和转型发展为目标而进行的整合，目前仍是主流。

为了提高融资能力而进行城投公司整合，其主要路径包括“强强联合”和“强弱联合”。如果该地区融资环境和城投企业质量整体较好，为了寻求区域城投公司信用水平的进一步提升，地方政府往往选用强强联合的路径，以当地质量最好且旗鼓相当的城投公司为核心进行城投公司整合。如果该区域仅有一家规模明显大于其他公司的城投公司，而质量较为一般的城投企业占多数，甚至陆续发生融资受阻的情况，城投公司整合的路径则采取强弱联合的方式。在此整合模式下，需要关注的问题是，整合是否仅止步于完成股权变更手续，后续对公司内部进行实质业务整合和管理整合的情况，能否达到提高公司融资能力的目标需要具体研究。

若地方政府对城投公司转型发展的重视程度较高，其会将重心更多放在发展业务多样性方面，在整合城投公司的同时积极引入从事非城投类业务的公司股权，以实现城投公司快速转型。

企业整合的具体方式较多，从整合完成后各法人主体发生的变化来区分，比较常见的方式包括新设合并、吸收合并（兼并）、股权整合、资产剥离等。在新设合并和吸收合并（兼并）的方式下，被吸收公司解散、不再具有法人资格；在股权转让和资产剥离的方式下，各法人主体虽然发生变化但仍然存续。其中，股权转让的变化仅发生在股东层面，对企业的影响最小，且能通过增加层级达到减少同级企业数量的效果，因而成为多数城投公司整合时的首要选择方式。

表 1 企业主要整合方式对比

整合方式	新设合并	吸收合并 (兼并)	股权转让	资产剥离
含义	$a+b=C$ 两个以上企业合并设立一个新的企业，合并各方解散	$a+b=A$ 一个企业吸收其他企业，被吸收的企业解散	$a+b=A(b)$ $a+b=C(a+b)$ 一个企业成为另一个企业的控股股东，或搭建一个共	$a+B=A+b$ 一个企业将下属部门资产转让给另一个企业

			同的控股股东	
优势	实质的业务整合和管理整合	实质的业务整合和管理整合	人员变动小，更好地保障原业务的继续推进	集中优质资产或优势业务
劣势	短时间内即对公司组织结构及人员影响很大	对公司组织结构及人员影响较大；易发生企业文化冲突	整合易浮于形式，需要在公司内部对业务和管理再度整合；对公司治理提出很高要求	公司数量未减少；需妥善处理剥离后的非优质资产或非优势业务

三、城投公司整合对信用质量的影响

通过整合，做大企业规模、压缩城投企业数量的目标很容易完成，但做优做强以及提高融资能力、转型发展的目标实现情况需要研究和观察，拓展非擅长领域的业务也可能给城投公司带来一定业务风险。通过整合来提高城投公司融资能力这一目标，受限于多方面条件，与地区经济水平及政府债务偿还能力、企业债务偿还能力等存在较大关联。

不同路径下的城投公司整合，常见的可实现的效果如下表所示。无论采用何种路径，法律层面的整合完成后，业务及管理上的实质整合和不断优化均对公司的长远发展尤为重要，我们建议在制定整合方案的同时制定公司整合后的战略规划和行动方案，找准公司在市场中的定位，提高市场竞争力。

表2 城投公司整合效果分析

整合路径 主要效果	强强联合	强弱联合	转型发展
做大企业规模	√	√	√
压缩城投企业数量	√	√	√
做优做强	√	○	○
提高整体融资能力	○	○	○
转型发展	○	○	√

注：√、○ 分别指代基本符合、不确定

（1）强强结合。由于主要被整合的城投公司综合实力相当，整合推出一家规模更大的城投公司后，地方政府对其的支持更为集中，整合后的城投公司信用水平有望在地方政府信用水平限度内得到提升。若整合之后，公司后续开发的商业化业务的竞争力很强，则有可能不再依赖地方政府的支持，脱离地方政府的信用水平限制，达到更高的信用水平。

(2) 强弱结合。由于被整合城投企业中，有部分企业相较其他企业综合实力明显偏弱，虽然地方政府对整合后城投公司的支持更为集中，但其信用水平较难突破整合前综合实力较强的企业的信用水平。

(3) 转型发展。引入非城投类业务后，公司资产和业务规模可能大幅增加，但城投类业务占比下降，导致与政府关联度下降，需要具体分析对其信用水平带来的影响。

从操作层面看，整合过程中存在一些易对城投公司信用质量造成负面影响的做法，在做相关决策前有必要将其负面影响纳入考量因素。

(1) 稳定性角度：部分地方政府对下属城投企业的股权、资产频繁划转，特别是园区管委会，因为管委会的行政决策流程相对简单，存在整合完成后短期内再次整合的可能。

(2) 内部治理角度：若母公司对子公司的管控力度过弱，则公司整体的信用质量更多仅取决于母公司本级，而非合并口径。

(3) 资产和权益质量角度：新纳入合并范围的公司或整合入表的资产可能比公司原有资产质量差，拉低公司整体资产质量。若整合过程中涉及购买股权，则购买价格是否公允、形成的商誉是否存在减值风险会对公司资产和权益质量造成不同影响。整合方案中，常见多家公司共同持有某一家公司的股权，也有互持股权的情况，对持有少数股权的股东而言，此举可增加公司长期股权投资和所有者权益，但如果在向参股公司追加投资的同时与其有大额往来款流入，会导致公司资产和权益不实，关联交易增加。

城投公司整合完成后，也可能给原有城投公司带来一些难以化解的负外部性影响。例如将数家城投公司纳入同一合并范围后，银行对合并范围内各公司采用同一集团综合授信，导致各公司获得的授信合计额减少，部分不良记录将继续。

总之，城投公司的整合应有合理的目标，应以转型发展为根本方向，应采用符合市场规律的方法来进行整合。以优化报表、迎合个别监管指标的方式进行整合，可能得不偿失，实际意义不大。