

多元化能纾解地方政府融资平台困境吗？

——基于安徽省融资平台数据检验

王明虎,李艳萍

(安徽工业大学 商学院,安徽 马鞍山 243002)

[摘要] 基于融资平台和多元化经营等方面的基本理论,以安徽省各级发行债券的融资平台2001—2018年财务报告数据为依据,考察多元化经营是否能够有效缓解地方政府融资平台的财务困境。研究发现:产权的多元化可以提升融资平台资金周转速度和盈利能力,有效降低融资平台整体风险;而行业多元化对融资平台资金利用有明显作用,但对提升融资平台盈利能力和控制风险作用不明显。总体上看,多元化战略起到了一定程度的风险纾解作用。进一步研究发现,行业多元化之所以对降低风险作用不大,主要是因为行业多元化过程中融资平台承担了更多债务,从而增加了其财务风险。

[关键词] 地方政府融资平台;财务风险;企业财务决策;资金周转;行业多元化;产权多元化;盈利能力

[中图分类号] F832.1 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2020)02-0070-09

一、引言

地方政府融资平台(以下简称“融资平台”)作为政府提供基础设施服务的机构,对发展中国家经济发展起到了巨大推动作用^[1],但其因低盈利、高风险和长回收期而一直处于发展困境^[2-3]。特别是近年在宏观经济收缩、政府财政收入减少、土地开发收入下降的情况下,融资平台困境凸显,多地爆发了地方融资平台的财务危机。为此,各地政府在中央政策的引导下,实施了各种纾解措施。多元化作为主要措施之一,被各地政府广泛实行。多元化是企业财务决策的重要形式,对市场环境和行业特征有诸多要求。而融资平台作为政府高度干预企业,不完全具备上述市场环境和行业特征方面要求,在这种情况下,多元化能否降低融资平台风险值得分析;更重要的是在多元化这一政策已经在诸多融资平台实施的情况下,其效果究竟如何,鲜有文献予以确证。本文首先对融资平台多元化战略实施效果进行理论分析,提出研究假设,并通过收集安徽省各级地方政府不同类别融资平台的财务和其他相关数据,运用实证研究方法对假设进行检验,提出针对性建议。本文可能的学术贡献在于运用企业财务理论分析政府融资平台这一特殊企业类型多元化财务决策的有效性,并利用数据检验融资平台这种改革措施的有效性,丰富融资平台风险研究视角,拓展多元化财务研究视界。同时,本文的研究结果也可为融资平台后续改革方向提供借鉴思路。

二、文献综述

融资平台的产生主要源自于地方政府公共产品市场需求和财力不足之间的矛盾^[4-5]。受制于地方政府融资渠道受限,地方政府以各类资源为依托(土地、国有资产等)组建企业化的融资平台,一方面利用融资平台在资本市场进行融资,另一方面通过融资平台提供公共产品^[6]。然而,由于融资平台产品的低盈利性和长经营周期以及地方政府财政投入的有限性,融资平台的发展受到多重束缚^[7-8]。同时,由于地方政

[收稿日期] 2019-10-31

[基金项目] 国家社科基金项目(项目编号19BJY021)

[作者简介] 王明虎(1972—),男,安徽当涂人,安徽工业大学商学院教授,博士,主要研究方向为企业融资理论,邮箱:1471449571@qq.com;李艳萍(1995—),女,安徽临泉人,安徽工业大学商学院硕士生,主要研究方向为企业融资理论。

府融资平台债务过高容易引起地方财政风险,中央政府多次出台政策和措施,加大对融资平台的监管和控制,促使融资平台的改革与转型^[9-11]。在这一背景下,多元化等改革措施成为融资平台转型的战略措施^[3,12-13]。

多元化作为一种重要的企业财务战略形式,具有多方面的财务影响。第一,多元化具有风险分散效应^[14-15]。第二,多元化有利于企业更充分利用资源,企业可以把其在资本、管理、品牌、技术和市场等方面的优势拓展到其他经营产业,获得更多的收益^[16-17]。第三,多元化可以降低企业资本成本^[18],提升融资能力^[19-20]。第四,多元化可以提升企业业绩^[16],但也有研究表明多元化可能因为政治干预或代理成本而降低企业业绩^[21-22]。

鉴于多元化在企业财务管理中的作用以及中央的政策指引,一些融资平台将多元化作为发展战略用于其转型发展。贾康等认为,对于一部分融资平台,可以进行混合所有制改革,或以被兼并等形式转型为与原地方政府完全脱开行政隶属、人事安排关系的完全市场化的公司法人,投资于政府公共产品外的其他产业,促使融资平台市场化发展^[3]。此后,一些学者对融资平台多元化的成效进行了初步研究。如印亚菲通过实证研究发现,融资平台的多元化程度与其业绩没有显著相关关系^[23]。而王颖等通过案例研究发现,随着融资平台多元化程度增加,其总体盈利水平有所下降^[12]。

已有文献研究为融资平台多元化方面的研究提供了初步线索,但还存在一些缺憾:(1)没有从理论上系统分析多元化与融资平台财务运作效果之间的逻辑关系。从理论上来说,多元化经营所获得的风险分散、资源充分利用、降低资本成本、提升企业经营业绩等方面的作用,是建立在经营主体的独立市场地位、良好的公司治理结构以及健全的市场规则基础上的。而就地方政府融资平台而言,它们并非独立市场主体,政府干预严重,其市场也非公平竞争市场,因此在这一变异环境下,融资平台多元化能否产生上述作用,很少有文献进行严格的逻辑分析及实证检验。(2)没有科学计量融资平台多元化发展战略实施后的效果。现有文献集中于关注多元化后融资平台的财务业绩,但多元化经营的直接效果,主要体现在降低风险、提高资金周转效率方面,现有文献在这些方面的效果研究较少;而财务业绩影响因素很多,多元化只是其中一个方面,难以确定多元化对融资平台业绩的具体贡献。(3)对多元化与融资平台财务运作效果的实证分析缺乏科学性和恰当性。从现有文献的研究方法来看,多数选择了上市融资平台进行实证研究,而实际上上市融资平台无论是规模、公司治理结构以及市场独立性等方面都与非上市融资平台完全不同,不具有代表性;也有文献采用案例研究方法,选择某一个融资平台的多元化发展及其效果进行分析,但建立在单个融资平台案例研究基础上的结论说服力较小。此外,现有文献对融资平台多元化的关注点主要集中于融资平台所涉及的行业数,较少关注融资平台资本来源的多元化,因此所得出的结论具有一定的片面性。

三、理论分析与研究假设

目前融资平台多元化战略的实施包括两个方面:一是所涉及行业的多元化,其主要操作方式是地方政府将其所拥有的金融、担保、制造等行业企业以及土地等转让给融资平台公司,使融资平台成为集产业、金融、房地产和公共产品等在内的多行业大规模集团企业^[12];二是吸收民间资本进入融资平台,使融资平台成为产权多元化企业^[3]。从实践来看,绝大多数非上市融资平台在产业多元化方面采取了较大力度,而在产权多元化方面力度较小,主要是将一部分国有控股企业转入融资平台,形成融资平台内少数股东的情况。本文将结合这两个方面的多元化战略实施,分析其对融资平台的运营效率、盈利水平以及整体风险的影响。

(一)多元化与融资平台运营效率

从行业多元化角度来看,在多元化之前,融资平台多以基础设施建设作为其主要产品,由于基础设施建设投资规模大,建设周期长,因此其资金周转速度较慢。行业多元化后,融资平台吸收了非基础设施产

业,相比之下,新纳入产业资金周转速度快,这在一定程度上带动了融资平台整体资金的周转速度上升。与此同时,融资平台原先的公共产品和新纳入的非公共产品资金在周转周期上存在差异,可以形成资金的交错使用,从而提高资金周转速度。而从产权多元化角度来看,融资平台会吸收一些非国有全资企业进入,非国有的少数股东的引入会提升公司治理的要求,从而强化对经理人的约束^[24],因此产权多元化对融资平台运营效率的提高会起到一定的作用。由此我们提出本文第一个研究假设:

假设1:融资平台行业和产权多元化能有效提升公司资金周转速度。

(二)多元化与融资平台盈利水平

从一般企业角度来说,多元化之所以能提高盈利能力,主要是因为其能够更充分利用企业资源,提升企业获利能力^[16-17]。从融资平台行业多元化角度来看,在多元化之前,融资平台主要提供基础设施等公共产品,受产品特性影响,获利能力比较低^①。同时,由于融资平台中多为地方政府全资投资,其经营者多为政府官员,经营中大量存在政企不分的问题,制约融资平台盈利水平的提高。在行业多元化后,融资平台会吸纳非公共产品行业进入,但这些新进入融资平台的产业多数与融资平台原有产业有较大差异,很难形成在采购、生产和销售方面的资源共享;新纳入融资平台的企业多数属于国有控股企业,盈利水平一般。另外从融资平台本身运行的目的看,其设立并非要获得盈利,而是要拓展其资本规模,降低整体风险,增强其融资能力,因此在实行业多元化时,所纳入企业盈利能力大小并不重要。而从融资平台产权多元化方面来看,如果能在融资平台产业多元化中更多引进非国有产权,那么非国有产权投资者出于自身利益考虑,会按照市场法则要求融资平台经营者开展运营,抵制地方政府的过度干预,改进公司治理效率,从而提升融资平台盈利能力。由此我们提出本文第二个研究假设:

假设2:融资平台行业增多不能有效提高其获利能力,而产权多元化有利于提升其获利能力。

(三)多元化与融资平台整体风险

企业风险包括经营风险和财务风险。从行业多元化角度来看,在多元化之前,受公共产品低盈利能力和高投资需求、长回收期特征影响,融资平台具有一定的经营和财务风险^[25],但由于产品的市场垄断性,其经营风险并不大;且由于其为政府直接提供产品,其债务具有政府隐性担保,财务风险可控。产业多元化后,融资平台吸纳了一些非公共产品产业进入,如假设1和假设2所述,这些产业资金周转速度更快,但盈利能力却未必提升,因此对融资平台整体风险的影响不明显。而从产权多元化角度来看,吸收少数股权越多,对融资平台治理结构改善越大,在这种情况下,融资平台管理者必须更多面向市场开展运作,提升运营效率和盈利能力,降低企业风险。由此我们提出第三个研究假设:

假设3:融资平台产权多元化增加降低了其整体风险,而行业多元化对整体风险影响不大。

四、研究设计

(一)数据来源和分析软件

考虑到全国融资平台不仅数量多,而且种类庞杂,且绝大多数是非上市公司,其财务报告并不公开,因此笔者选择安徽省公开发行政融资的地方政府融资平台作为研究对象。根据我国证券法规定,任何机构公开发行政融资都必须公布财务报告,因此这些公司都在中国债券网和中国货币网等网站上公布其财务报告。选择安徽省融资平台作为研究对象,主要是考虑到一个省份的融资平台一方面数据收集工作量不至于太大,另一方面数据的可比性有一定的保证,而且安徽省作为近期发展较快的中部省份,融资平

① 根据财政理论,盈利水平较高的产品一般私人部门会进入,提高其资本投资回报;而公共产品因为获利水平低,私人企业不会生产,所以由政府提供。虽然融资平台部分公共产品(比如公共交通产品)有很高的社会效益,但由于其外部性,融资平台并不能因为公共产品的社会效益来抵销其本身的风险,同时,社会效益的计量难度较大,不易引入数据分析中,因此本文没有对公共产品的社会效益及其对融资平台的风险影响开展讨论。

台的发展至关重要。本文共收集到78家融资平台,654份财务报告;财务报告起止年份为2001—2018年。有关各融资平台所在地的GDP增长数据从所在省市县公布的国民经济和社会发展统计报告中获得。本文对主要变量进行处理,删除异常值,并进行Winsor处理。本文分析软件采用STATA13。

(二)模型设计和变量定义

为检验上述三个假设,我们分别设置了以下三个模型:

$$turnover = \alpha + \beta_1 IND + \beta_2 shaoshubi + \beta_3 shengji + \beta_4 shiji + \beta_5 xianqu + \beta_6 zonghe + \beta_7 top1 + \beta_8 margin + \beta_9 lna + \beta_{10} lever + \beta_{11} GDP + \beta_{12} year + \varepsilon \quad (1)$$

$$realroa = \alpha + \beta_1 IND + \beta_2 shaoshubi + \beta_3 shengji + \beta_4 shiji + \beta_5 xianqu + \beta_6 zonghe + \beta_7 top1 + \beta_8 margin + \beta_9 lna + \beta_{10} lever + \beta_{11} GDP + \beta_{12} year + \varepsilon \quad (2)$$

$$Z = \alpha + \beta_1 IND + \beta_2 shaoshubi + \beta_3 shengji + \beta_4 shiji + \beta_5 xianqu + \beta_6 zonghe + \beta_7 top1 + \beta_8 margin + \beta_9 lna + \beta_{10} lever + \beta_{11} GDP + \beta_{12} year + \varepsilon \quad (3)$$

主要变量定义见表1。

本文用行业数IND来计量融资平台行业多元化程度,这是因为许多融资平台不公布各个行业收入的具体数额,无法按营业收入赫芬达尔指数来计算多元化程度;用少数股东权益比例shaoshubi来计量融资平台产权多元化程度,是因为融资平台母公司多数是地方政府全资持股,很难用母公司大股东持股比例来计量产权多元化程度。GDP不选用全国GDP增长速度,而采用当地GDP增长速度,是考虑到融资平台的经营和当地GDP增长速度更相关。将融资平台分不同级别和种类,是因为不同类别和种类融资平台在业务种类、盈利能力和风险方面存在差异。

表1 变量定义表

变量代码	变量名称	变量定义
turnover	总资产周转率	年度销售收入/期末总资产
realroa	总资产报酬率	(年度净利润—年度政府补贴)/期末总资产
Z	Z计分	根据Altman模型计算的Z计分
IND	行业数	融资平台年度经营所涉及的行业数
shaoshubi	少数股东权益比例	少数股东权益/股东权益总额
shengji	省级融资平台	虚拟变量,若融资平台属于省政府管辖,则取1,否则取0
shiji	市级融资平台	虚拟变量,若融资平台属于省政府管辖,则取1,否则取0
xianqu	县区级融资平台	虚拟变量,如果融资平台属于县区管辖,则取1,否则取0
zonghe	综合性融资平台	虚拟变量,如果属于城投性平台则取1,否则取0
top1	大股东持股比例	第一大股东持股比例
margin	毛利率	(年度营业收入—营业成本)/营业收入
lna	总资产规模	期末总资产自然对数
lever	资产负债率	期末总负债/总资产
GDP	年度GDP增长速度	根据所在地政府公布的年度GDP增幅百分比
year	年度	财务报告所在年度

五、实证研究结果与分析

(一)描述性统计结果

主要变量的描述性统计见表2。从表2的数据看:realroa均值仅为0.0102,不仅大大低于上市公司平均水平,也与普通企业投资回报水平相差较远,这既可能是受公共产品低盈利水平影响,也可能是其特定的经营目标导致(许多地方融资平台的目标不是盈利,而是完成政府设定的基础设施投资目标);turnover均值不到0.08,这可能与融资平台所生产产品的回收期长、投资额大有关;Z均值不到2.1,大大低于2.90的警戒线水平,说明大部分融资平台存在较大的风险;shengji、xianqu和shiji的均值分别为0.0749、0.2647和0.6604,说明样本中大部分属于市级融资平台,省级融资平台最少;margin均值为0.2858,说明融资平台产品有一定的毛利率,其盈利水平低的主要原因是资产周转速度过于缓慢。IND均值为5.6076,但标准差为4.2617,说明融资平台行业数总体较少,多元化程度不高^①,且分布存在较大差异,最大为30个,而最小为1个;zonghe均值为0.6523,说明大部分样本为综合性城投平台;top1均值达到0.9765,说明绝大多数融

① 正常情况下,融资平台的公共产品至少包括土地开发、工程建设等两个主要行业,以及BT业务等常见行业。

资平台都是大股东绝对控股; *shaoshubi* 均值为 0.0288, 说明非国有资本在融资平台中投入总体较少; *lever* 均值为 0.4414, 总体负债水平不高; *GDP* 均值为 10.8270, 而标准差达到 3.0881, 最小值 -1.6, 最大值 18.5, 说明安徽省各地的 GDP 增长速度总体较高, 但存在较大差异。

为进一步了解安徽省融资平台多元化发展的进程, 我们将主要变量分年度进行统计分析, 具体结果见表 3。从表 3 的数据看, 融资平台的盈利能力历年都不高, *realroa* 最高不超过 0.03, 且自 2010 年以来, 随着宏观经济发展的减速, 盈利能力逐步下降。资产周转速度 *turnover* 最高不超过 0.1, 说明融资平台长时期资金周转速度较低, 且自 2010 年以来有下降趋势; 负债比例 *lever* 在 2005

表 2 主要变量描述性统计表

变量名	观测值数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>realroa</i>	627	0.0102239	0.0283759	-0.0533818	0.2768311
<i>turnover</i>	627	0.0790086	0.083687	0	0.994845
<i>Z</i>	627	2.08504	2.050472	0.4233027	40.6772
<i>IND</i>	576	5.607639	4.261726	1	30
<i>shaoshubi</i>	627	0.0288356	0.0678001	0	0.411464
<i>shengji</i>	627	0.0749601	0.2635372	0	1
<i>shiji</i>	627	0.6602871	0.4739898	0	1
<i>xianqu</i>	627	0.2647528	0.4415537	0	1
<i>zonghe</i>	627	0.6523126	0.4766164	0	1
<i>top1</i>	627	0.9765178	0.093484	0.3571429	1
<i>margin</i>	597	0.2858266	0.2528466	-2.064581	1
<i>lna</i>	627	23.36639	1.068238	20.32441	26.73568
<i>lever</i>	627	0.4414483	0.1395342	0.0148247	0.801736
<i>GDP</i>	627	10.82707	3.088157	-1.6	18.5

表 3 主要变量均值分年度统计表

年份	样本数	<i>realroa</i>	<i>turnover</i>	<i>lever</i>	<i>Z</i>	<i>IND</i>	<i>shaoshubi</i>
2001	1	-0.0006326	0.0519934	0.5947689	0.624608	15	0
2002	2	0.0079467	0.0569798	0.5085644	0.9204536	8	0
2003	4	0.0065823	0.0635868	0.4518369	1.280438	9.333333	0.0028503
2004	5	0.0003467	0.067037	0.4548389	1.294425	8.5	0.0031436
2005	11	0.0298241	0.0736679	0.4447506	1.535889	6.25	0.0253188
2006	18	0.0225875	0.0784489	0.4540882	2.393587	4.714286	0.0273944
2007	22	0.0192317	0.0600061	0.4755284	2.201477	4.764706	0.0237757
2008	28	-0.0007973	0.0438855	0.3750662	3.86762	5.190476	0.0155107
2009	32	0.0105971	0.075835	0.4499309	1.903754	5.307692	0.0161906
2010	36	0.0224952	0.0953551	0.4408028	2.167252	5.242424	0.0268308
2011	42	0.0215306	0.0954179	0.4060899	2.467254	5.025	0.0247944
2012	45	0.0138205	0.0961715	0.386585	2.364017	5.272727	0.0208161
2013	55	0.0136101	0.08446	0.3974967	2.087005	5.388889	0.029718
2014	69	0.0088868	0.0880613	0.403039	2.228027	5.30303	0.0267724
2015	70	0.0082645	0.087684	0.4346706	1.971927	5.492537	0.031337
2016	68	0.0047294	0.0722519	0.4809074	1.752531	5.953846	0.0343777
2017	64	0.0029792	0.0682743	0.4944014	1.719936	6.183333	0.0387861
2018	55	0.0018904	0.0668127	0.507349	1.669208	6.27451	0.0430247

2018 年度表现较稳定, 可能受我国宏观经济政策影响^②。

考虑到样本中不同级别融资平台存在较大的差异, 我们将样本按省级、市级和县区级分别进行统计, 具体结果见表 4。从表 4 可看出, 样本中主要以市级融资平台为主, 省级融资平台最少。省级融资平台在盈利能力、资金周转速度等方面都高于市级和县区级融资平台, 这可能是因为省级融资平

表 4 主要变量均值分级别统计表

级别	样本数	<i>realroa</i>	<i>turnover</i>	<i>lever</i>	<i>Z</i>	<i>IND</i>	<i>shaoshubi</i>
省级	47	0.0195216	0.1610721	0.5608258	1.030302	10.54545	0.1263858
市级	414	0.0096553	0.0632239	0.4375015	2.078758	5.8	0.0247694
县区	166	0.0090095	0.0951405	0.4174921	2.399336	3.764331	0.011357

① 2005 年以前的样本中只有 2 家市级融资平台, 其余都是省级融资平台, 而省级融资平台的行业数一般大大多于市级和县区级, 导致样本值存在有偏性。

② 2014 年中央政府工作报告中提出“加快发展混合所有制经济”, 此后吸收非国有资本成为国有企业改革的一个重要战略。

台的多元化战略实施力度更大(*IND*和*shaoshubi*都显著高于市级和县区融资平台);从负债水平看,县区融资平台最小,而省级融资平台最大,这可能与省级融资平台融资能力更大有关;县区融资平台*IND*和*shaoshubi*最小,说明这类融资平台多元化改革进展缓慢,这可能与县区政府掌握资源更少,推进力度有限有关系。

(二)多元回归结果分析

模型(1)的回归结果见表5。从表5数据看,在列(1)和列(3)中,*IND*与*turnover*显著正相关,在列(2)和列(3)中,*shaoshubi*与*turnover*显著正相关。这说明不论是行业多元化还是产权多元化,都能提高融资平台运营效率,证明了假设1的正确性。特别值得说明的是,*shaoshubi*虽然平均水平并不高,但它的增加还是显著提升了运营效率,说明混合产权改革对融资平台脱困具有积极作用。从其他变量来看,*shengji*与*turnover*关系不明显,而*shiji*与*turnover*显著负相关,说明县区融资平台运营效率最高而市级融资平台运营效率最低,这可能是因为县区融资平台的运营与市场更贴近,因而效率更高;*zonghe*与*turnover*显著负相关,说明综合性融资平台由于提供公共产品更多更复杂,因此周转速度下降;*lna*与*turnover*显著负相关,说明资产规模越大的融资平台效率越低;*GDP*与*turnover*显著正相关,说明地方经济发展速度对融资平台运营效率有积极影响。这些都符合经济理论。

模型(2)的回归结果见表6。从表6列(1)和列(3)数据看,*IND*与*realroa*没有明显关系,说明行业多元化对融资平台盈利能力没有显著影响;而从列(2)和列(3)看,*shaoshubi*与*realroa*显著正相关,说明随着少数股东权益的增加,融资平台盈利能力得到提升,支持了假设2。从其他变量来看,*shengji*与*realroa*显著正相关,说明与县区融资平台相比,省级融资平台盈利水平更高,这可能与省级融资平台所拥有的资源更优有关;*margin*与*realroa*显著正相关,说明毛利率越高的平台盈利能力越强,*lever*与*realroa*显著负相关,说明负债比例越高的融资平台由于债务资本高,导致盈利能力下降;*lna*与*realroa*显著负相关,说明规模越大的融资平台,其盈利能力越差,可能是因为规模越大,资金周转越慢,从而导致盈利能力下降。

模型(3)的回归结果见表7。从表7列(1)和列(3)数据看,*IND*与*Z*值关系不显著,而从列(2)和列(3)看,*shaoshubi*与*Z*值显著正相关,说明行业多元化不能有效改进融资平台整体风险,而产权多元化对融资平台有显著风险纾解作用,支持了假设3。从其他控制变量看,*shengji*

表5 模型(1)回归分析统计表

自变量	因变量: <i>turnover</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>IND</i>	0.0043812*** (4.30)		0.0028983*** (3.17)
<i>shaoshubi</i>		0.6345114*** (13.34)	0.6135264*** (12.33)
<i>shengji</i>	0.0797125*** (4.03)	0.016956 (0.94)	0.0154522 (0.84)
<i>shiji</i>	-0.0142398 (-1.48)	-0.0273833*** (-3.24)	-0.025532*** (-2.96)
<i>zonghe</i>	-0.0164089** (-2.07)	-0.0279944*** (-4.01)	-0.0262104*** (-3.70)
<i>top1</i>	0.030584 (0.86)	0.0319822 (1.02)	0.0274073 (0.87)
<i>margin</i>	-0.0000889 (-0.01)	0.009976 (0.84)	0.0191971 (1.58)
<i>lna</i>	-0.0253629*** (-4.70)	-0.0219456*** (-5.31)	-0.0286675*** (-5.98)
<i>lever</i>	-0.0194689 (-0.74)	-0.0131524 (-0.59)	-0.0231733 (-0.99)
<i>GDP</i>	0.0053953*** (3.39)	0.0037847*** (2.71)	0.0042713*** (3.02)
常数项	-11.56889*** (-3.18)	-3.861207 (-1.23)	-6.218785* (-1.91)
<i>year</i>	控制	控制	控制
样本量	576	597	576
adj. R ²	0.1396	0.3381	0.3212

注:括号中为回归分析的T值,***、**、*分别指在0.01、0.05、0.1水平显著,下文同。

表6 模型(2)回归分析统计表

自变量	因变量: <i>realroa</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>IND</i>	0.000017 (0.05)		-0.0001061 (-0.30)
<i>shaoshubi</i>		0.0434155** (2.34)	0.05095*** (2.60)
<i>shengji</i>	0.024327*** (3.50)	0.0172404** (2.44)	0.0189906*** (2.63)
<i>shiji</i>	0.0038602 (1.14)	0.0024785 (0.75)	0.0029224 (0.86)
<i>zonghe</i>	0.0009505 (0.34)	0.0004177 (0.15)	0.0001366 (0.05)
<i>top1</i>	0.0099792 (0.80)	0.0083434 (0.68)	0.0097154 (0.78)
<i>margin</i>	0.0264723*** (5.55)	0.0292439*** (6.35)	0.0280739*** (5.87)
<i>lna</i>	-0.0054139*** (-2.86)	-0.0055409*** (-3.44)	-0.0056884*** (-3.01)
<i>lever</i>	-0.0365652*** (-3.96)	-0.0374562*** (-4.28)	-0.0368729*** (-4.02)
<i>GDP</i>	0.0011371** (2.03)	0.0010015* (1.84)	0.0010438* (1.87)
常数项	-1.23061 (-0.96)	-0.7070402 (-0.58)	-0.7863131 (-0.61)
<i>year</i>	控制	控制	控制
样本量	576	597	576
adj. R ²	0.1369	0.1458	0.1457

和 *shiji* 都与 *Z* 值显著负相关,说明行政级别越高的平台风险越大,这可能与高级别融资平台债务比例更高有关。*zonghe* 与 *Z* 值显著负相关,说明综合性融资平台风险更大,这也与城投类融资平台高额负债有较密切的联系。*margin*、*GDP* 与 *Z* 值显著正相关,*lever* 与 *Z* 值显著负相关,这也都符合财务管理基本理论。

(三)进一步研究:为什么行业多元化没能纾解融资平台风险

假设3和实证研究证明,融资平台行业多元化不能明显降低融资平台风险。既然假设1和实证研究显示融资平台行业多元化能提升其资金周转速度,为什么对融资平台整体风险的纾解没有显著贡献呢?从财务学角度说,某一财务决策对企业风险的综合影响可以从两方面进行分析:一方面是经营风险,另一方面是财务风险。融资平台行业多元化虽然提升了资金周转速度,但并未提升融资平台盈利能力(假设2和实证研究已证明),因此其对经营风险的改进较为有限。同时,行业多元化对融资平台财务风险也会有影响。这是因为我国融资平台行业多元化多数是通过融资平台接受国有控股非公共产品企业方式完成,在这个过程中,融资平台不仅接受了大量资产,更承担了大量债务,考虑到国有企业多数负债比例较高,因此这种行业多元化方式不仅形成了融资平台多元化产业,更增加了融资平台债务负担,从而扩大其财务风险,这种情况下,融资平台的行业多元化就不能有效减轻其整体风险。

为证实上述论断,我们采用两阶段回归分析法进行分析。首先,利用样本中 *IND*、*lna* 等数据预测融资平台资产负债率,再以这一预测资产负债率为依据,加上其他变量,利用回归分析评估其对融资平台 *Z* 值的影响,具体结果见表8。从表8第一阶段回归看,*IND* 与 *lever* 显著正相关,而从第二阶段看,*lever* 又与 *Z* 值显著负相关,说明融资平台行业多元化导致负债比例升高、*Z* 值下降,抵消了由于行业多元化导致融资平台资产周转速度上升的作用,最终使行业多元化对融资平台整体风险的作用不明显。

(四)稳健性检验

考虑到产权多元化的计量除少数股东权益外无其他合适变量,我们变换行业多元化的计量方式,用融资平台主营的主要公共产品营业收入——工程建造收入、土地整理收入、BT收入、安置房收入以及自来水、电力收入之和除以总营业收入,得到变量 *zhuyingbi*,以此来计量融资平台行业多元化程度,重新代入模型中进行

表7 模型(3)回归分析统计表

变量	因变量: <i>Z</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>IND</i>	0.0059001 (0.64)		0.0036044 (0.39)
<i>shaoshubi</i>		0.9722378** (2.04)	0.9498168* (1.88)
<i>shengji</i>	-0.8789969*** (-4.91)	-0.9801336*** (-5.39)	-0.9784801*** (-5.26)
<i>shiji</i>	-0.5497642*** (-6.30)	-0.5504189*** (-6.50)	-0.567246*** (-6.48)
<i>zonghe</i>	-0.3656675*** (-5.11)	-0.3761909*** (-5.38)	-0.3808414*** (-5.30)
<i>top1</i>	-0.2770125 (-0.86)	-0.2786026 (-0.89)	-0.2819304 (-0.88)
<i>margin</i>	0.5068445*** (4.13)	0.5416288*** (4.57)	0.5367016*** (4.34)
<i>lna</i>	0.0507982 (1.04)	0.0510263 (1.23)	0.0456821 (0.94)
<i>lever</i>	-5.920711*** (-24.92)	-5.868561*** (-26.05)	-5.926446*** (-25.00)
<i>GDP</i>	0.0352433*** (2.45)	0.0330377** (2.36)	0.0335031** (2.33)
常数项	-0.6111453 (-0.02)	8.560231 (0.27)	7.671497 (0.23)
<i>year</i>	控制	控制	控制
样本量	576	597	576
adj. R ²	0.6051	0.6113	0.6068

表8 行业多元化对融资平台整体影响的两阶段回归分析统计表

变量名	第一阶段回归	第二阶段回归
	因变量: <i>lever</i>	因变量: <i>Z</i>
<i>IND</i>	0.0067852*** (3.69)	
<i>lna</i>	0.02803** (2.55)	
<i>lever</i>		-4.93546*** (-6.60)
<i>shaoshubi</i>	0.0274316 (0.31)	0.9161296** (2.40)
<i>shengji</i>	0.0576392* (1.83)	-1.012774*** (-4.66)
<i>shiji</i>	-0.0109107 (-0.62)	-0.5440251*** (-4.93)
<i>zonghe</i>	-0.0213375 (-1.56)	-3.537439*** (-4.38)
<i>top1</i>	-0.0665639 (-1.36)	-0.2119063 (-0.62)
<i>margin</i>	0.0145425 (0.67)	0.5307347*** (3.42)
<i>GDP</i>	0.0050383** (2.29)	0.0295685 (2.18)
常数项	-8.568149 (-1.54)	9.744342 (0.44)
<i>year</i>	控制	控制
样本量	576	576
adj. R ²	0.1925	0.6023

回归。

从表9回归结果看, *zhuyingbi* 与 *turnover* 显著负相关,说明主营业务比例越小的公司资产周转速度越快, *zhuyingbi* 与 *realroa* 及 *Z* 都不显著相关,说明主营业务比例大小不影响融资平台盈利能力及整体风险; *shaoshubi* 与 *turnover*、*realroa* 及 *Z* 显著正相关,说明产权多元化能显著提升公司资金周转速度和盈利能力,降低整体风险,这与前面的研究结果一致,进一步证实了本文假设的正确性。

表9 *zhuyingbi* 代替 *IND* 的多元回归分析统计表

变量	(1) 因变量: <i>turnover</i>	(2) 因变量: <i>realroa</i>	(3) 因变量: <i>Z</i>
<i>zhuyingbi</i>	-0.0288138** (-2.18)	0.006977 (1.35)	0.1487425 (1.12)
<i>shaoshubi</i>	0.6179583*** (12.87)	0.0474237** (2.53)	1.057688** (2.19)
其他	控制	控制	控制
样本量	597	597	597
adj. R ²	0.3423	0.1470	0.6186

六、结论性评述

本文收集安徽省各级融资平台财务数据,运用理论分析和实证研究,得到如下结论:(1)目前在我国各级地方政府融资平台中,已逐步开始通过行业和产权的多元化实施多元化战略,且这一战略的实施有进一步发展的趋势。(2)从行业多元化发展情况看,虽涉及行业有增长趋势,但主营业务仍以传统公共产品为主,涉及行业数量总体较少;从产权多元化程度看,国有产权仍占据绝对多数比例,少数股东权益仍较少。(3)从实施效果看,产权的多元化可以提升融资平台资金周转速度和盈利能力,有效降低融资平台整体风险;而行业多元化对融资平台资金利用有明显作用,对提升融资平台盈利能力和控制风险作用不明显。总体上看,多元化战略起到了一定程度的风险纾解作用。进一步研究发现,行业多元化之所以对降低风险作用不大,主要是因为行业多元化过程中融资平台承担了更多债务,从而增加了其财务风险。

根据上述研究结论,我们得到如下启示:第一,由于多元化战略的实施在一定程度上缓解了融资平台的整体风险,因此对各级地方政府融资平台来说,应坚持多元化战略,进一步发挥其风险控制作用,特别是对于市级和县区级融资平台来说,不仅可以增加资本实力,还可以改善公司治理效果,有很大的作用空间。第二,考虑到产权多元化在融资平台转型中的多方面作用,在多元化战略实施过程中,要充分发挥民间资本的作用,吸收民间资本进入融资平台,充分发挥其治理作用,可以采用吸收战略资本、合资办企业、定向增发股票等方式吸引民间资本进入。第三,鉴于公共产品的低盈利性,在行业多元化战略实施过程中,要更大幅度降低融资平台公共产品收入比例,扩大竞争性产品的进入,通过改善经营机制提升融资平台盈利能力,真正发挥行业多元化的作用。第四,受制于融资平台本身较高的财务风险,在行业多元化过程中,要注重吸纳新产业进入融资平台的方式,鼓励采用相对控股方式,避免承担债务方式,减少融资平台债务负担,控制财务风险。融资平台可以考虑增发股票、换股合并、发行可转换债券等方式,积极拓展股权支付空间,提升公司财务稳健性。

本文仅就安徽省不同类别融资平台的多元化效果进行了研究,并未收集其他省份融资平台数据,因此本文研究可能存在一些局限性;另外本文对多元化的研究主要限于财务业绩,并未对多元化的非财务业绩进行研究。未来可以对不同经济发展水平省份多元化效果的差异进行研究,也可以对多元化战略的非财务业绩进行研究,以更全面观测其对融资平台风险的纾解效果。

参考文献:

- [1] Morten F, Anders H. Public private partnership sasatool for stimulating investment sin broadband[J]. Telecommunications Policy, 2010,34(9): 496-504.
- [2] 王明虎,陈梦雅. 地方融资平台事权、融资能力与资产负债率的差异——基于安徽省融资平台数据[J].南京审计学院学报, 2015(4):60-65.
- [3] 贾康,陈通. 财政信用、政策性金融与地方融资平台转型——聚焦融资平台“去财政信用化”[J].地方财政研究,2019(4):4-6.

- [4] 王明虎,席彦群. 安徽皖江城市带承接产业转移示范区建设融资平台创新思路研究[J]. 华东经济管理, 2012(4):22-25.
- [5] 余子良. 地方政府融资平台的来龙去脉与风险规避[J]. 改革, 2013(1):76-81.
- [6] 刘煜辉,张桦成. 中国地方政府融资平台分析[J]. 银行家, 2010(6):48-52.
- [7] 魏加宁. 地方政府投融资平台的风险何在[J]. 中国金融, 2010(16):15-18.
- [8] 李静,王明虎. 安徽省融资平台经营和财务问题分析[J]. 合作经济与科技, 2015(6):66-67.
- [9] 何杰. 地方政府融资平台信用增进和转型发展方案[J]. 中国财政, 2018(5):54-56.
- [10] 丁斌. 融资平台市场化改革与地方政府债务管理研究[J]. 金融发展评论, 2018(6):138-146.
- [11] 韩文丽,谭明鹏. 监管趋严背景下地方政府融资平台债务现状、评判及对策探析[J]. 西南金融, 2019(1):55-63.
- [12] 王颖,王明虎. 多元化能降低融资平台财务风险吗[J]. 合作经济与科技, 2019(1):74-75.
- [13] 许珂. 经济新常态下地方政府投融资平台转型发展综合评价实证研究[J]. 上海立信会计金融学院学报, 2019(3):78-88.
- [14] 朱江. 我国上市公司的多元化战略和经营业绩[J]. 经济研究, 1999(11):54-61.
- [15] 魏锋,孙晓铎. 多元化经营对公司风险的影响分析[J]. 证券市场导报, 2008(6):63-68.
- [16] Teece D J. Towards an economic theory of the multiproduct firm[J]. Journal of Economic Behavior and Organization, 1982(3):39-63.
- [17] 唐华. 多元化经营的战略目标与风险[J]. 经济理论与经济管理, 2001(2):43-45.
- [18] 姜付秀,陆正飞. 多元化与资本成本的关系—来自中国股票市场的证据[J]. 会计研究, 2006(6):48-55.
- [19] Lewellen W. A pure financial rationale for the conglomerate merger[J]. Journal of Finance, 1971, 26(2):521-537.
- [20] 陈胜蓝,王芳. 终极股东特征、公司多元化与融资约束[J]. 证券市场导报, 2012(4):70-77.
- [21] 张翼,刘巍,龚六堂. 中国上市公司多元化与公司业绩的实证研究[J]. 金融研究, 2005(9):122-136.
- [22] 陈信元,黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. 管理世界, 2007(1):92-97.
- [23] 印亚菲. 省级交通投融资平台多元化经营绩效研究[D]. 武汉:湖北工业大学, 2015.
- [24] 黄速建. 中国国有企业混合所有制改革研究[J]. 经济管理, 2014(7):1-9.
- [25] 巴曙松. 地方政府投融资平台的发展及其风险评估[J]. 西南金融, 2009(9):9-10.

[责任编辑:黄 燕]

Can Diversified Operation Ease the Financial Distress of Local Governments' Financing Platform? Based on Empirical Research of Financing Platform in Anhui Province

WANG Minghu, LI Yanping

(School of Business, Anhui University of Technology, Ma'anshan 243002, China)

Abstract: Based on the basic theory of financing platform and diversified operation, using financial data from all kinds of platforms which issued bonds in capital market from 2001 to 2008, this paper investigates whether diversified operation can efficiently ease financial distress of local governments' financing platforms. It is found that diversification of ownership can improve the turnover speed and profitability, thus efficiently reducing the whole risk of financing platforms. However, diversified industry has great effect on enhancing usage of funds for the platforms, but its usefulness of improving profitability and controlling risk is not obvious. In general, diversified strategy eases the financial risk to some extent. Further research finds that the reason why industry diversification has little effect on risk reduction is that the financing platforms bear more debt in the process of industry diversification, which increases its financial risk.

Key Words: local governments' financing platform; financial risk; enterprise financial decision; capital turnover; industry diversification; ownership diversification; profitability