



一、虚增资产和权益

当城投出现虚增资产和权益时，在识别的基础上建议剔除虚增部分，还原企业真实的资产和权益规模，并还原企业真实的债务负担。下面重点分析模式和案例。

(一) 交叉持股虚增资产

中债资信发现近年来部分城投企业权益增加的原因，并非地方政府或股东方提供实际的资金或资产注入支持，而是通过交叉持股增加少数股东权益的方式形成的。通过交叉持股，城投资产端和权益端规模同时增大，但是该方式具有较强的隐蔽性，下面具体分析交叉持股的模式和案例。

表 1: A 公司主要科目列示 (单位: 亿元、%)

项目	2020 年 3 月末	2020 年 6 月末	2020 年 9 月末	2020 年 12 月末
少数股东权益	7.54	5.15	63.20	63.38
所有者权益	251.62	250.59	310.01	305.94
长期股权投资	0.08	0.07	60.08	60.99

资料来源: 公开资料, 中债资信整理

表 2: B 公司主要科目列示 (单位: 亿元、%)

项目	2020 年 3 月末	2020 年 6 月末	2020 年 9 月末	2020 年 12 月末
少数股东权益	63.85	79.20	108.36	100.07
所有者权益	225.59	242.85	272.49	280.88
长期股权投资	31.03	31.02	61.07	33.49

资料来源: 公开资料, 中债资信整理

表 3: C 公司主要科目列示 (单位: 亿元、%)

项目	2020 年 3 月末	2020 年 6 月末	2020 年 9 月末	2020 年 12 月末
少数股东权益	0.28	0.28	60.13	60.99
所有者权益	197.57	217.56	275.24	307.29

(二) 以资金往来款的方式增大资产

1、模式

通过资金往来款增大资产规模的方式有两种。一是股东以货币形式注资后, 存在城投再通过与股东的往来款(计入“其他应收款”)将资金流回股东方的情形, 即同一笔资金在股东和城投之间来回流动, 能够增厚资产和权益、降低债务负担, 但城投企业的有效资产并没有增加。二是部分城投企业账面存在大规模的其他应收款和其他应付款。应收和应付对象往往为同区域内其他城投, 尽管可能存在合理的非经营性业务往来款, 但可合理推测通过资金循环划转并维持三角债方式保持城投企业一定的资产规模。

2、识别方式及案例分析

识别资金往来增大

资产需关注其他应收款、其他应付款科目和股东注资情况。

第一种情况, 需关注城投和股东方资金往来, 如在一段时期内存在股东方注资的同时, 应收股东方的往来款大幅增加, 则此种情况或为资金在股东和公司之间空转, 虽然账面权益和资产同时增

加，但实际资金未流转至公司体内；第二种情况，由于区域内未发债城投企业信息披露有限，难以直接通过其他应收和其他应付款来识别是否为三角债，但如果公司账面其他应收款和其他应付款中区域内城投企业的规模占比较高，则考虑可能存在三角债的情况。

案例1：以某园区城投为例，

公司股东为区域内的城投A和园区服务中心，持股比例分别为51%和49%，实际控制人为上级园区管委会。2021年一季度公司所有者权益增加18.44亿元（包括实收资本增加10.35亿元、资本公积增加8.16亿元），主要系上级园区管委会通过公司股东向公司增资，同时公司其他应收款大幅增加13.41亿元，主要系应收公司少数股东园区服务中心的往来款。由此，推测公司增资款未实际留存，通过其他应收款流转至园区服务中心，以该操作实现了增加资产规模、降低债务负担的目的。

图 3：地方政府通过各类资源撬动债务资金



1、模式：地方政府注入的价值虚高资产以自然资源和公益性资产为主

地方政府注入城投企业的资产

按照流动性进行排序：

第一类为货币资金，地方政府直接注入的真金白银最为优质；第二类为房地产、有

价证券和出让地，价值较高且流动性好；第三类为划拨地、储备地和林地、海域、草原等自然资源，具有一定的价值，但一般流动性差；第四类为学校、医院、公园、道路等公益性资产，基本不具备流动

性。实际情况来看，

地方政府财力有限导致其可支配的货币资金、房地产和股权等高价值资产难以满足分配需求，与此同时地方政府手中掌握大量的自然资源及公益性资产，地方政府更倾向于向城投公司注入此类资产。其中土地资产注入城投企业最为常见，一方面，房地产市场的迅速发展直接带动了土地价格，使其快速增值；另一方面，地方政府持续的土地出让收入及对未来增长的预期又使其成为优良的抵押品，方便从金融机构获得贷款。因此，地方政府借道城投企业，以土地收益为抵押，从金融机构获得的抵押贷款或债券是城市

基础设施投资的主要资金来源。

自然资源的资产评估结果准确与否难以考量或本身缺乏健全的评估体系，政策虽禁止向城投注入公益性资产但对于已注入部分未明确说明，两者皆为资产虚增提供可操作的土壤。

(1) 自然资源方面，

对于不同类别的自然资源，其资产价值评估方法有所差异。目前对于土地、森林和水资源

的评估方法较

为健全，且已形成相应的产

权交易所，主要采取市场法^[3]、收益法^[4]和成本法^[5]

等方法进行评估定价，但是其所选取的评估方法准确与否，或评估结果准确与否难以考量。此外，对于如草场、滩涂、海域等部分无法形成有效市场的自然资源，其资产评估方式尚不健全，价值是否高估更难以判断。

(2) 公益性资产方面，

如道路、桥梁、医院和学校等公益性资产以提供公共服务为主要目的，其自身并不会产生经济效

益且无法变现。自2010年

起监管机构出台多项政策法规^[6]

，禁止地方政府将公立学校、公立医院、公园、事业单位资产等公益性资产作为资本注入投融资平台公司；但是，政策仅为限制新增行为，对于原有存量的公益性资产情况并未明确时间节点进行剥离，同时对于地方政府的一些变相注资的政策“擦边球”行为也未设置红线。

完成价值评估后，地方政府将上述资产直接注入至城投企业。

具体来看，资产的记账方式包括如下三种情况：

(1) 存货：土地资产一般被城投计入存货科目，主要包括储备地、划拨地和出让地三种类型；

(2) 无形资产：林地使用权、草原使用权、海域使用权等类型的自然资源一般计入无形资产科目；

(3) 其他非流动资产或固定资产：道路、公园、医院等非经营性资产计入其他非流动资产科目或固定资产科目。

2、识别方式及案例

(1) 对于道路、桥梁等公益性资产，因其完全无流动性且不产生现金流，应在资产端和权益端完全扣除，还原城投企业真实的资产规模及债务负担情况。

案例1：以某市本级城投企业为例，截至2020年末，公司所有者权益为359.02亿元，其中道路、桥梁资产账面价值108.71亿元，约占净资产的30%，在资产端计入“其他非流动资产”，在权益端计入资本公积。道路桥梁属于公益性资产，无法产生流动性和经济效益，存在虚增资产和权益的情况，将上述资产扣除后，公司2020年末的实际资产负债率由74.95%攀升至81.06%。

表 5: 某市本级城投企业情况 (截至 2021 年末)

会计科目	资产入账价值	资产情况
------	--------	------

(3) 对于土地资产，

① 划拨地方面，原则上是政府无偿或以极低的价格划转至城投企业用于从事公益性活动的，因此若划拨地价格接近当地出让地，则账面价值虚高；

② 出让地方面，需结合土地性质（商业用地、住宅用地、工业用地等）、地块位置、单价等因素，和区域历史土地出让价格比对，看是否存在价值虚高的问题。

案例3：以某园区城投企业为例，

2010~2013年，园区管委会相继向公司划拨评估价值约54亿元的农业用地和未利用地，约占公司净资产的70%，在资产端和权益端分别计入“存货”和“资本公积”。一方面，农业用地具有极为严格地转让和使用限制，基本属于无效资产；另一方面，公司曾以上述12.99亿元土地资产抵押，仅获得贷款金额2.38亿元，抵押贷款率仅16.78%，严重低于60%左右的土地资产抵押贷款率，可见上述资产变现能力很差。

图 4：截至 2018 年 3 月末公司股权结构



图 5：截至 2022 年 3 月末公司股权结构



（二）发行永续债并认定为权益工具

永续债作为混合资本工具，指的是没有到期日期的债券，在满足法律规范的情况下，这种债券可被视为一种权益工具，而不是金融负债。对于被认定为权益工具的永续债，除非发生强制付息、限制递延事件或合同约定的其他特定事件，发行人（指被投资企业）享有递延支付本息的权利，债券持有人（指投资方）无权要求发行人清偿本金。由于永续债可以不记入负债，而是记入所有者权益项下的其它权益工具，城投发行永续债可以降低负债率，因此城投有发行永续债的动机。城投首支永续债券为2013年10月由武汉地铁集团有限公司发行“13武续债”（发行规模23亿元，期限为5+N），随后发行规模逐年增长。截至2022年3月末，城投永续债发行规模为6,122.8亿元，占永续债（不包括金融债）的15%。

从主体级别来看，城投永续债发行主体以中高等级为主，AAA和AA+主体占比分别为54%和38%，AA主体主要集中于2017年发行而近两年基本上无发行。对于机构投资者而言，通常具备投资级的永续债发行主体资信较好，永续债合同中也能够设置强制付息、加速到期等风险保障条款，而且利率较高，因此是较为理想的投资品种。

从偿付情况来看，截至2022年3月末城投永续债的存续规模为3,212.5亿元，历史上绝大多数城投会在到期日回购永续债，极少不行使赎回权，主要原因在于不赎回行为侧面反映出企业流动性紧张，对债券市场后续融资带来较大的负面影响；截至目前，只有某省本级

城投企业发行的一支永续债券曾于2019年选择不行使赎回权，而将票面利率跳升300个BP展期3年^[8]，对其债券市场再融资产生较大影响。