

【专题：专项债券】

地方政府专项债券：制度困境与路径选择

熊伟 许恋天

【摘要】享有举债权的省级政府“代举”市县级政府专项债，具有防控地方债务风险与帮助无举债权的市县级政府筹集资金建设地方的双重功效。然而，“代举”机制的层级化举债逻辑与专项债券的直接融资功能存在冲突，制约了专项债券的市场化、法治化发展。唯有将省级政府集中包办的“代举”机制，转换为市场主导、全程监督的“核举自发”机制，方可使专项债券制度回归社会融资功能，迈入横向政社共建共享、纵向权责协调匹配的简约高效路径。当下，采取省级政府“核举”而市县级政府“自发”的专项债券发行管理模式，需要完整配置市县级政府的“借用管还”权责，强化省级政府的监管监督职责，持续完善信息披露制度和市场调节机制。

【关键词】地方债；地方政府专项债券；举债权；发行机制；市场化

【作者简介】熊伟（1971-），男，湖南岳阳人，武汉大学法学院，教授，博士生导师，中国法学会财税法学研究会常务副会长，研究方向：财税法；许恋天（通讯作者）（1990-），女，浙江宁波人，武汉大学法学院，博士研究生，研究方向：财税法（武汉 430070）。

【原文出处】《上海经济研究》，2022.4.77~87,98

【基金项目】本文系国家社会科学基金重点项目“地方政府专项债券的财政逻辑与法律规制研究”（批准号：21AFX007）的阶段性成果之一。

一、问题的提出

地方政府专项债券（以下简称“专项债券”）是我国近年来兴起的一种创新型财政工具。它是地方政府为有一定收益的公益性事业筹集必要的建设投资资金而发行的政府债券。专项债券本质上是偏好市场化的一种制度安排，其以“项目制”为制度基础，以项目未来收益为融资担保，以资金使用效率最大化为主要目标，旨在切实推动地方经济社会发展。现阶段，由于我国地方建设事权大量集中于基层政府，专项债券的使用主体多为市县级政府，但我国现行《预算法》并没有赋予市县级政府举债资格，其只能通过省级政府“代为举借”专项债务的方式使用专项债券。^①“代为举借”（简称“代举”）是指依法享有举债权的省级政府，代理无举债权的市县级政府举借债务筹措资金的一种财政机制。^②不难看出，“代举”机制试图通过加强省级政府的行政化管控，遏制市县级政府的隐性举债行为，确保地方政府的偿债能力与举债规模相匹配，进而降低地方债务风险，维

护地方财政安全。

近年来，为应对新冠肺炎疫情的冲击，我国专项债券发行规模不断扩大，在稳增长、保就业、促投资等方面发挥了重要作用。然而，专项债券的内在风险却随之逐步暴露（李红霞、张阳，2021）。监管层显然也关注到了这一问题，自2020年以来，财政部等有关国家部门接连印发文件，要求切实防范专项债券风险。理论上，在市县级政府债由省级政府“代举”这一举债机制下，专项债券制度似乎具有防范风险的天然屏障。但是，实践中，省级政府通过“代举”机制实现了对专项债券制度的高度管控，深刻影响了市县级政府的募投项目质量、项目运营水平、债券使用效率等。“代举”机制虽着力限缩市县级政府的财政风险，却客观上淡化了其偿债责任意识，拉开了投融资主体间的距离，使专项债券与专项项目有所脱离，不仅可能隐匿专项项目的内在风险，还可能因事权责不相匹配，诱发违约风险。

鉴于“代举”机制在一定程度上抑制了专项债券

制度的功能发挥,甚至可能诱发新的风险,因此,对“代举”机制与专项债券制度的关系进行深入研究,具有较大的现实意义。然而,虽然专项债券在实践中发挥出了重要作用,但目前并未受到理论学界的充分关注,相关研究成果并不丰富。虽有一些学者注意到了专项债券制度绩效不足的缺陷(龙小燕、赵全厚、黄亦炫,2021;陈林、龙菲,2021),也有学者针对专项债券发行机制存在的问题进行了细致研究(王敏,2020),但尚未有研究涉及地方政府举债权配置与专项债券制度的耦合问题。需说明的是,政府债券发行机制和政府举债制度是两个层面的概念。前者更多的是指政府发行债券的程序性规范,后者则主要涉及政府举债权力的配置和运行,是在财政法律制度框架内,对地方政府的举债资格、举债权限、债务内容和规模、举债方式、责任承担等事宜作出系统安排的财政制度,不限于债券发程序,还包括对债券管理、兑付、风险防控、用途调整等举债活动的规范。^③从目前的研究成果来看,由于尚未深入到地方政府举债制度的层面来分析和认识专项债券,因而无法从根本上回应和解决专项债券制度绩效不高以及风险突出的现实问题,亦难以触及专项债券制度的效率与安全如何实现价值平衡的核心问题。

有鉴于此,本文从“代举”机制与专项债券制度间的矛盾入手,综合运用法学、经济学等学科知识和有关理论,探讨“代举”机制下专项债券的制度困境及未来出路问题,为下一步制度优化和风险治理提供必要的理论参考。具体写作思路如下:首先,检视“代举”机制的形成过程,揭示“代举”机制与专项债券制度间的内在矛盾;其次,分析“代举”机制下专项债券制度运行的困境以及存在的现实风险;最后,提出通过改革“代举”机制而优化专项债券制度的政策主张。建议对“代举”机制进行渐进式变革,针对专项债券构建“核举自发”新模式,确保注重安全的发行管理制度与注重效率的“项目制”有机协调,充分彰显专项债券的金融化财政工具效能,有效规避和防范制度设计的内生风险。

二、“代举”机制与地方政府专项债券制度的内在冲突

(一)“代举”机制的形成过程与内在机理

改革开放伊始,为激励地方政府发展经济,我国逐步推行财政体制改革,实施财政包干制,“初步造就了地方政府的利益主体地位”(董奋义、苗锋,

2003)。20世纪80年代末90年代初,迫于地方经济发展的强烈需求,又囿于地方政府财力不足,许多地方政府陆续发行过大量的地方政府债券,“有的甚至是无息的,以支援国家建设的名义摊派给各单位”(王永钦、戴芸、包特,2015)。这诱发了突出问题:一则,在制度规范缺失的情况下,地方政府盲目举债和不能及时偿还的状况频出,债务风险激增;二则,“中央财政的汲取能力逐渐弱化,中央政府对经济的宏观调控能力越来越弱”(闫坤、徐鹏庆,2015)。出于维护府际间财政平衡与国家经济安全的考虑,我国于1994年颁布《预算法》,规定“国家实行中央和地方分税制”,并对地方政府的举债权予以否定,明确“除法律和国务院另有规定外,地方政府不得发行地方政府债券”。

究其根本,分税制改革是中央政府试图集中财政权力的一次努力(陈硕、高琳,2012)。分税制虽初步界分了央地事权、财权,但其所涉分权,“只落实到中央与省,省以下地方政府并没有独立的地位,其财政权取决于省级政府”(熊伟,2015)。这带来了新问题:一方面事权划分不清晰且不合理,“财权上收,事权下移”,导致地方政府承担了过多的职责;另一方面,财权又高度集中(金大卫,2010)。省级以下地方政府所采取的包干制与分税制相混合的分配体制,完全依赖省级政府的行政裁量,“上级政府随意变动、克扣甚至挪用地方政府的收入分享”(冉富强,2014),导致多地政府税源枯竭,甚而无税可分。分税制给地方财政带来了沉重压力,致使不少地方政府通过隐性负债而谋求发展。尤其是1997年亚洲金融危机爆发,直接推动了地方政府隐性债务的迅速扩张。1998年,我国为解决中央投资地方项目配套资金问题,实行“国债转贷地方”模式(王蕴、胡金瑛、徐策,2012)。同年,国务院决定增发一定数量的国债由财政部转贷给省级政府。^④2008年全球金融危机使地方财政状况进一步恶化,为提高地方政府债务筹措能力,“国债转贷地方”模式开始转变为“中央代发”模式。财政部明确规定,以省、自治区、直辖市和计划单列市政府为地方政府债券的发行和偿还主体,“由财政部代理发行并代办还本付息和支付发行费”。^⑤2009年至2014年间,由于“各地财政收支矛盾加剧,地方发债在技术和机制上又不成熟,中央代发地方债几乎成为帮助地方为弥补财政减收增支形成的缺口的唯一选择”(陈少强,2009)。

然而,尽管“中央代发”模式化解了燃眉之急,却逐渐显现出负面效应。一则,由于欠缺宪法和法律依据,这一举措不仅缺乏形式合法性,还威胁到了私人财产权(王世涛、汤喆峰,2013)。二则,这一机制的运行效率低下,存在融资链条长、涉及主体多、发行程序复杂等弊端,导致中央和地方政府的责任边界模糊,地方财政缺口依然庞大,且地方政府偿债能动性不足。这造成了中央财政不堪重负,地方隐性债务不减反增,地方债务情况不断恶化的结果。为了规范地方政府举债行为,2014年修订的《预算法》赋予地方政府适度举债权。^⑥一方面,着力规范地方政府融资行为,另一方面,也试图让中央摆脱为地方债务“兜底”的陷阱。然而,《预算法》赋予地方政府的举债权并不完整,尤其在举债主体的资格设定上有着明显的层级限制,即“省级政府才有资格进行举债,而资金需求量很大的市级、县级政府则没有举债权限”(张婉苏,2017)。鉴于此,国务院发布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》,进一步明确市县级政府的举债方式,即采取省级政府“代发”地方政府债券,并“转贷”给市县级政府的债务“代举”机制。

梳理改革开放以来我国财政体制改革的发展脉络可见,地方政府债券发行模式经历了“地方自发—国债转贷地方—中央代发—省级政府自发与代发相结合”的制度演化,这一制度变迁客观反映了我国对地方政府债券发行管理机制的审慎态度。从表面上看,省级政府“代发”市县级政府债券仅是发行层面的操作规范,但实际上,它反映了中央对地方政府举债事务的全面控制,即通过省级政府“代举”市县级政府债务,压实省级政府这一中间环节的监督管理责任,既着眼于确保省级政府对省内债务增量的控制和债券额度的配置,有效监控全省债务风险;又试图确保中央仅凭管理省一级地方政府债务限额,便能全面统筹、监督各级地方政府债务,精准定位偿付责任主体。同时,允许无举债权的市县级政府使用经由省级政府“代举”的债务收入,赋予了它们一定的自主发展空间,有助于缓解基层政府的财政压力。因此,在我国地方政府举债制度改革进程中,这不失为一个兼顾安全与发展的稳妥选择。

(二)“代举”机制和专项债券制度的内在矛盾

“代举”是为打开地方政府举债前门而做出的制

度安排,它虽然着眼于平衡地方政府的财权与事权,并以保障地方发展和维护地方财政安全为整体考量,但由于“代举”机制具有鲜明的行政管控特点,它不可避免地与专项债券这一市场化融资工具发生制度上的碰撞。检视“代举”机制的法律基础和制度架构,有助于揭示它和专项债券制度的内在矛盾以及对后者的扭曲效应。可以看到,“代举”机制存在二元法律关系,其一为“代”,即省、市县级政府间涉地方政府债务举借事项的代理与被代理关系;其二为“举”,即省级政府与投资者之间设立的直接债权债务关系。“代”“举”的二维制度架构,在资金流上隔离了专项债券的融与用,设定真正的债务人是市县级政府,而直接的责任主体是省级政府。然而,省级政府又明示其既不信用担保也不兜底债务。由于在“代举”机制中蕴含多层委托代理关系,除涉及举债事权代理关系外,还涉及地方建设事权代理。因此,“代举”机制复杂化了专项债券的法律关系,致使省、市县级政府间财权和事权纵向分离、偿付责任与管理责任横向剥离。

一方面,“代举”机制作为一种“行政管护型”举债模式,旨在化解地方政府事权与财力的不匹配,却又引发新的事权与财力配置失衡问题。黄韬(2015)认为,“大规模的地方债务之所以形成,固然涉及我国政治经济体制的诸多方面,但其中不可回避的一个成因就是我国地方政府所掌握的资源不能满足其现时支出的需要,简单地说就是事权与财力的不匹配”。随着财政体制改革深化,地方事权不断下放,地方建设通常并不依靠省级政府具体实施,而主要依赖市县级甚至乡镇政府。市县级政府经由省级政府“代举”的专项债融得资金,再利用该资金代理省级政府落实地方建设任务,推动地方经济社会发展,以此实现地方利益最大化,从而构成双层事权代理关系。理论上,由于市县级政府事权有余而财力不足,故经省级政府“代举”所得的资金,应流向市县级政府以弥补其财力。然而,为谁“代举”、“代举”限额、债务额度分配等事权都集中于省级政府。这意味着,在专项债券借、用、还过程中,省、市县级政府同为代理人和被代理人,既享有代理权又须承担代理义务,难免在履行义务之时片面或过度追逐部门利益,两相权衡下易诱发道德风险,从而增加代理成本。现实中,专项债券额度经国务院批准下达至各省后,由省级政府对专项债券的发行进行统一管理,

浓厚的“计划”色彩扭曲了专项债券的供需结构,导致项目虚假和资金空转问题频现,从而出现了两种情况:一是分配额度不够,不敷项目实际需求;二是分配额度过多,超出项目实际需求。

另一方面,从法理来看,不论发行制度如何变迁,专项债券在形式上都是一种契约,在内容上始终脱离不了债的法律性质,应当为债的相对性原则所拘束。然而,“代举”机制下专项债的责任主体为省级政府、市县级政府两级机关法人,二者具有垂直性、行政化特点,无形中复杂了债的相对性问题。佟强(2005)认为,“债的相对性是指债的关系只产生于当事人双方之间,因而权利义务的效力也只发生于债的双方之间,该权利义务不会对第三人产生任何实质性影响”。在“代举”机制下,因专项债券设立于省级政府与债券投资者之间,债之名义相对人为省级政府和债券投资者,故省级政府须承担专项债务。在国务院《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称《通知》)中,也明确了“省级政府对专项债券依法承担全部偿还责任”。然而,省级政府通过转贷市县之行为,而将原有的专项债务通过转贷协议转移到了市县级政府,因此增设了一层债权债务关系。专项债券投资者的债权能否实现,根本上取决于市县级政府对省级政府的债务履行情况,亦即市县级政府才是专项债券的真实义务人,债之实质相对人是债券投资者和市县级政府,具体为项目所属单位。因此,《通知》规定“项目单位依法对市场化融资承担全部偿还责任”。反之,市县级政府的债务履行水平也会对省级政府信誉造成实质性影响。当“代举”之债出现违约时,除作为实际偿付主体的市县级政府信誉受损外,省级政府作为直接责任主体也会受到牵连,从而陷入连锁性信用危机。由此可见,债的相对性原则受到了严峻挑战,甚至被“行政化”突破。

按照“财政收入权—财政支配权—财政处分权—财政责任独立性”的演绎逻辑,机关法人应当独立承担民事责任(张成松,2020)。因此,国家要求对专项债券实施穿透式监控,^①压实各方主体的责任。基于债的相对性理论,省级政府在为市县级政府“代举”专项债过程中所发挥的作用,既可以理解为一种行政监管,也可以理解为一种增信行为(宋腾、胡振华、马林,2018)。相应的,省级政府、市县级政府对于专项债券的偿付责任,则既是竞合也是连带。理

论上讲,同一特定之债上设立的共同债务人越多,承担偿付义务的主体就越多,债券违约风险就越小,也就越有利于保护债权人。但专项债券中的债务人却是领导与被领导的垂直行政主体,且内涉多类中介机构(见图1),这便事实上复杂了专项债券内含的法律关系,反而更易出现债务人推诿责任的现象,从而滋生道德风险。同时,债权人因债务相对人难以确定,也势必存在债权空置的风险。

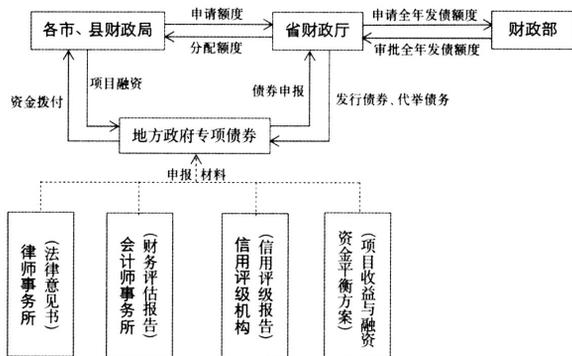


图1 地方政府专项债“代举”流程图

三、“代举”机制下地方政府专项债券的制度困境与突出问题

(一)“代举”机制下专项债券制度的运行困境

“代举”作为一种面向市县级地方政府举债需要的间接机制,有助于化解分税制下地方财政压力与地方债务风险间的突出矛盾。总体上看,“代举”机制对地方政府一般债券和专项债券制度的运行产生了不同的效应。“代举”机制对于一般债券的影响在于,它仅改变了发行管理的行政程序,加入了省级政府的审、借、监、还责任,延长了融资链条,但仍与地方财政关系密切,实际上并未改变一般债券公借公还、政府信用担保的公债性质。比较之下,“代举”机制对于专项债券制度则产生了更为实质的影响,这主要表现在:“代举”机制阻断了专项项目与债券市场的联系,隔离了专项债券使用主体与发行主体,加重了项目选择、运营和退出机制的行政色彩,削弱了专项债券对社会资本的引导、带动作用,有碍逆周期调节功能的有效发挥。总体上看,“代举”机制并未阻碍一般债券的功能发挥,却背离了专项债券作为新型金融化财政工具的定位,进而影响到其制度运行的绩效。

事实上,在新《预算法》实施之初,“代举”机制与专项债券制度的内在张力并未显现。一方面,地方政府在发行专项债券之初,对专项的定位仅反映

于募集资金投向上,并未依据国务院以及财政部的相关要求,在偿还来源上凸显专项性,甚至与一般债券并无本质差异。另一方面,专项债券与地方土地财政关联紧密,地方政府以国有土地使用权出让金收入,要么间接担保债权,要么直接偿还债务,使得专项项目的盈利能力反而显得无关紧要,其所具有的市场化融资功能以及产业结构调整、社会资本引导等作用,事实上都未得到充分发挥。然而,随着我国地方政府存量债务置换工作持续推进,专项债券的融资规模不断扩张,在实践经验不断积累的过程中,专项债券制度的市场化发展定位逐步得到修正,其与“代举”这一行政化举债机制的碰撞越发激烈,“代举”机制对于专项债券制度的制约作用愈发显现。

本质上,“代举”机制是在地方政府举债权审慎下放过程中,从纵向财政体系里孕育出的过渡机制,它遵循“省市县”的行政权责配置逻辑,注重发挥省级政府在行政管理中的风险管控职能,将严格把控地方政府债务规模作为首要功能,更突出风险防控而非效率。然而,专项债券的制度设计,本身是为了淡化政府主体在专项项目投融资中的角色,让债券市场主体将更多的目光集中于项目本身而非政府信用。从经济学角度来看,若地方政府仅仅只是专项债券的发行者,而不加以信用背书或进行责任兜底,市场便能自发选择项目,自主匹配项目资源,从而最大限度地保证项目质量,更加有力地推动项目建设,提升专项债券的使用绩效,尽可能降低偿付风险。不难发现,尽管“代举”机制为专项债券提供了一个较为可靠且宽松的试错空间,为其逐步释放强大的融资功能起到了保驾护航的作用。但在地方政府举债能力日益呈现差异化格局、专项债券制度功能逐渐彰显的过程中,求稳求安的“代举”模式却束缚了专项债券的成长脚步,在一定程度上阻挡了专项债券的市场化发展进程。

(二)“代举”机制下专项债券制度的现实风险

尽管“代举”机制并未完全束缚专项债券财政功能的发挥,即通过逆周期调节,引导和带动社会资金支持重点项目,却因所具有的多方信息不对称、额度分配不合理、资金流动不充分、行政权责不协调等弊端,可能产生高额的代理成本,进而消减纵向府际间财政事权和支出责任的规范化、法治化。同时,“代举”机制作为一种事先预设的地方政府举债模式,面

对专项债券这一新生事物,具有一定程度的滞后性和保守性,束缚了专项债券这一金融化财政工具的市场化运作,使其难以依托市场机制充分发挥财政金融功能,特别是制约了资金融通、资源配置、风险流动等金融功能的发挥,进而在债权人权利残缺与地方政府权力失范场景下,放大和加剧风险。

目前,“代举”机制下专项债券的制度风险较为突出。“代举”机制本是为防范地方债务风险而设计的“保险杠”,但它却使专项债券在发行、使用、兑付和违约处置等环节的权责配置复杂化,将审批、监察、问责等多维权力糅合于专项债券的权利义务关系中,从而模糊了政府与市场间的界限,使地方政府信用、项目信用、专项债券信用交叉重叠,进而扩张了地方债务风险。从逻辑上看,“代举”机制可谓专项债券违约风险形成的根本原因,具体包括发行程序不透明、项目经营不规范、退出机制不完善、责任主体不明晰等。而专项债券的市场化程度不高是导致风险迅速蓄积且逐渐外露,进而威胁投资者权益的直接原因。同时,市场流动性不足和投资者权益保护不力等问题,又是专项债券风险外化的表现形式和必然结果。“代举”机制的法治化程度较低,阻碍了专项债券的市场化进程,同时影响到制度的法治化构建,导致专项债券的风险日益复杂化、扩大化。

目前,学术界较为关注专项债券的风险问题及其成因,但较少关注“代举”机制所诱发的新型风险。例如,吉富星(2020)提出,专项债券违约风险可分为项目不确定性风险、财政风险、信用风险以及地方政府道德风险。张平、王楠(2020)则更为关注地方政府的道德风险。对于专项债券的风险成因问题,张宇润(2016)认为,法律层级较低且内容概括、信息披露和信用评级制度粗糙、专门化的监督管理制度缺失是风险产生的根源;樊轶侠(2019)则将原因归结于专项债项目运行机制不健全、信息披露不准确、债券额度分配不合理、偿付机制不完善、增信机制缺失等。上述研究有助于加深对专项债券风险问题的认识,但未能集中、深入地揭示“代举”机制下专项债券风险的生成机制。事实上,“代举”机制虽着力限缩地方政府的财政风险,却可能带来较大的金融风险,衍生较为严重的道德风险,有可能成为系统性风险的重要诱因。

理论上,专项债券是将项目未来收益债券化的

一种融资手段,其在发行环节需要市场通过利率和定价等机制自主反应、自发调节专项债券的风险溢价,帮助投资者及时、准确地了解专项债券的真实风险水平,并基于自身风险承受能力和风险喜好选择合适的专项债券。然而,“代举”机制拉长了专项债券的资金分配链条,复杂了责任主体,加剧了市场信息不对称。一方面,实际融资者无法自行推介融资项目,选择合适的承销商,匹配适当的投资者;另一方面,市场投资者又难以及时、准确地获取专项债券及融资项目的相关信息,持有的专项债券也无法在市场中有效流通,除了被动等待债权实现外,几乎没有其他的退出机制。因此,现有专项债券的市场吸引力和认可度并不高,投资主体也相对单一(许鹏,2019)。现有研究表明,受限于政府债券的发行渠道相对狭窄,市场化程度不高,专项债券的购买主体主要是商业银行等金融机构,它们通常有意愿长期、大量持有专项债券,从而最终成了专项债券持有份额最多的投资者。张建勋(2016)认为,“尤其是具有系统重要性地位的大型银行,相信中央政府会救助发生了危机的银行等金融机构”,故也愿意冒险持有巨额专项债券。这就意味着,原本体现直接融资优势的专项债券大量使用了储蓄资金,本质上成了一项间接融资工具,效率受阻的同时也内蕴金融风险。在现有的“代举”机制下,专项债券集中在省一级银行间债券市场发行流通,大量的专项债券份额由省一级金融机构认购并持有。若专项债券出现大面积违约,这些金融机构便可能发生挤兑。基于省级金融机构在全国金融市场中的重要地位,这一挤兑效应更易被放大,系统内金融风险的传染能力也往往更强,进而可能诱发金融系统性风险。而在流通环节,专项债券表现出“一级市场投资主体的过度集中以及二级市场交易的过度萧条”(张琦、吉富星,2020),债券流通性不足且社会资本参与度较低,也会加速专项债券的风险蓄积,进一步威胁金融秩序和金融安全。另外,“代举”机制下,专项债券的发行管理体制采用多层级委托代理模式,债券发行主体单一,但使用与管理主体多元,不同主体间的利益碰撞和责任推诿,极有可能滋生出多重道德风险。

四、地方政府专项债券制度优化的政策建议

财政的现代化以公共化为基础,而财政公共化的落脚点是适应经济的市场化(龚浩,2021)。深入推进专项债券市场化建设,既是提高地方政府融资

效率、和谐央地财政关系、促进区域协调发展的本质要求,也是加强投资者权益保护、控制地方债务风险的内在要义。因此,现阶段完善专项债券制度要注重效率与安全目标的平衡。鉴于“代举”机制明显束缚了专项债券的市场化发展,故唯有改革现有的“代举”机制,明晰专项债的权利义务关系,推动专项债券发行、管理及退出机制逐步市场化,方能改善投资者保护方式,依托市场化机制有效调控、防范风险,进而促进专项债券健康发展。当前,应当正视“代举”机制对专项债券制度的束缚效应,适当地对底层的举债机制进行矫正,只有这样才能充分发挥专项债券制度的功能。为此,需要实现地方政府举债权的有序下放,适当赋予市县级政府举债权,即由省级政府“代举”改为市县级政府“自举”。

从长远来看,采取市县级政府自行举债、自行发行专项债券的模式,有助于充分实现举债方式与融资工具的耦合、兼容,极大地促成专项债券这一金融化财政工具的功能实现,最大限度地适应市场化发展需求,全面释放地方政府债券市场的活力。然而,要注意的是,当下对于专项债券而言,并非彻底的市场化就是最适宜的。需要认识到,放松对省以下市县级政府举债权的层级管制,由省级政府“代举”改为市县级政府“自举”,虽有助于激发基层政府在地方建设中的能动作用,充分保持经济社会发展活力,但其前提却是有效规控地方政府的举债权,足以确保安全与效率、公益与私益的有效平衡。对于专项债而言,虽然市县级政府“自举”机制有助于弥补省级政府“代举”机制的缺陷,然而,现有的法律制度并未能够提供充分的改革依据。在这种情况下,就必须审慎地进行渐进式改革。

(一)建立专项债券“核举自发”机制

专项债券是地方政府融资方式迈向市场化的重大革新。“代举”机制是专项债券市场化发展进程中不得已安置的“辅助轮”,虽有利于调控地方债务风险,却引发了诸多矛盾。因此,卸下“辅助轮”,改革省级政府的“代举代发”机制,将其顺势变革为“核举自发”机制,已是当务之急。所谓“核举自发”机制,是指市县级政府履行向省级政府报备的程序,进而在省级政府“核准举债”的基础上,自行发行专项债券的特定机制。通过“核举自发”这一举债和发行模式的再造,有助于高度统一专项债券的借、用、还主体,实现公私债属性的有机融合,确保通过风险自担

与风险共担原则的均衡适用,落实地方政府“谁举债谁偿付谁担责”的原则,矫正地方政府举债行为权责配置的偏差,切实引导地方政府和债券市场将注意力从地方政府信用风险回归到募投项目风险。

当然,改变现有的“代举代发”机制而采用“核举自发”机制,并非退回到过去曾实行的那种缺乏必要的制度尤其是法制约束,只管举债而不顾风险的传统“自举自发”模式,而是要进化为以健全的法制保障、严密的监督约束、充分的投资者保护机制为支撑的新型“核举自发”模式。“核举自发”机制并未完全摒弃“代举代发”机制的合理要素,而是充分吸纳和改造了“代举”机制的风控逻辑,在强化省级政府监督管控作用的同时,增加对地方政府的激励,充分提高社会参与度,尽可能实现地方政府可支配财政收入的最大化。“核举自发”机制更可能与专项债券制度形成耦合协同效应,促进专项债券市场化融资引导、带动能力的持续输出,在推进专项债券市场化的同时,充分运用市场机制调节、防控风险,推动地方财政治理能力得到提升。虽然政府举债权逐级下放乃势所必然,如此方能实现专项债券财政属性与金融属性的最大化匹配与契合。然而,鉴于当前国情,我国尚不宜贸然引入地方政府破产制度,完全下放地方政府举债权尚不具备客观条件,故对专项债券发行管理机制进行改革,不应在放松管制的道路上快步跨越,而应在明晰事权的基础上适当增加财权,具体而言需采取“两步走”战略,即先适当下放事权,再逐步增加财权。

第一步,允许市县级政府自发专项债券,但保留省级政府在发行过程中的事前核准权、事中监督权、事后问责权。首先,需清理和重配省、市县级政府间的专项债券发行事权。市县级政府确需发行专项债券的,仍需向省级政府申报,由省级政府对每一只特定专项债券的项目情况、发行额度、期限等内容进行核准,在确保项目收益与融资规模相平衡的前提下,允许市县级政府以自己的名义、在授权额度范围内举借相应债务,自行落实包括组建承销团队、选择第三方服务机构、找寻债券投资者、设立托管资金账户、开展风险监测评估、到期还本付息等与专项债券发行管理相关的所有事宜,并及时向省级政府报告运行情况。其次,坚持举债权分置与省级政府监督制衡相统一的原则,即将对举债权的约束通过监督权的有效行使来实现,科学控制地方政府的恣意举

债行为,实现取之有度和用之有止。在市县级政府从被动举债到主动举债的角色转换过程中,虽然省级政府仍起着媒介作用与控制作用,但已大幅减少行政干预,由过往的单向管制转换为合作互动,主要通过提升“照看”市县级政府的监督技术,防止地方政府举债自主性的不当使用。譬如,省级政府应对其所辖下级政府发行、运营、兑付专项债券的全过程进行指导,加强项目的筛选并跟踪评估专项项目,严密监测债务风险,并定期对专项债券发行管理的合法性、合规性进行监督检查,对违法违规情形予以问责。

第二步,渐进式下放地方政府举债权。在确保市县级政府审慎控制债务风险、理性发行专项债券的基础上,由省级政府依据市县级政府财政实力和项目运营水平,在该省专项债务预算限额内试点转移、让渡专项举债权,由市县级政府自行决定专项债券发行事宜,包括确定单只债券规模、期限、相应项目等,从而使其举债自主性得到较大程度的提升。同时,市县级政府对其自发债券须承担全部责任,并及时向省级政府备案。省级政府对其辖区内下级政府的专项债券发行和管理情况实施监管,若下级政府出现债务违约或违法违规情形,省级政府可适当缩减或暂停发放一定期间内的专项债券新增额度。同时,明确设定市县级政府无力偿还到期债务时的风险截断机制,通过完善上下级、同级政府的权责关系,分担发展风险与发展效益,使风险不再高度集中于省级政府,而是分散于市县级政府。譬如,市县级政府偿还到期专项债券确有困难的,可以申请由上级财政先行代垫偿还,事后扣回。^⑧

(二)持续完善信息披露制度

专项债券的金融属性和债之本质,要求投融资主体诚信平等,投资者应自主决策且风险自担。然而,当前投资者面临的最大困境在于专项债券市场的信息不对称,尤其是信息披露准确度和及时性不足。“代举”机制要求拟发行专项债券的市县级政府,应向省级政府提交专项债券的申请材料,由省级政府组织评估、调查以及审核工作,并在债券发行及存续期间及时公开相关信息。按照上述要求,与专项债券有关的信息需先经项目单位报送至市县级政府,再由其上报至省级政府,经省级政府核实无误后对外公开,这一信息搜集过程客观上拉长了信息链,信息的及时性、准确性难以保证。同时,专项债券的

项目收益与融资平衡方案由市县各级政府委托中介机构进行编制,省级政府组织专门机构进行审核,并在债券发行时向投资者最终披露,供其作为投资参考。这一信息披露机制涉及的多方利益并不一致:首先,市县各级政府作为地方建设的主力军,融资意愿强烈,但并不需向投资者承担直接偿付责任,因此,其首要考虑的因素并非风险而是资金,甚至可能为成功融得资金而极力掩盖项目风险;其次,省级政府需统筹管理地方债务,承担地方债务全部责任,故其对债务风险敏感度较高,在审核债券发行材料时,更倾向于评估市县政府的财政实力,如政府性基金收入、地方土地存量,而非严格核实债券对应项目的盈利能力、风险水平等相关信息;最后,其他服务机构或中介组织出于自身利益,又极易被权力俘获,其所追逐和维护的利益也各有差异。因此,专项债券投资者所接收到的终端信息,多系漫长信息链中多方利益博弈的结果,客观性和准确度难以充分保障,从而成为不完全信息的受害者。

鉴于此,在改革专项债券发行机制的基础上,还需细化信息披露责任,丰富信息披露内容。具体而言,必须明确信息披露主体,缩短信息链,确保市场能够及时接收到第一手信息。不同于一般债券,专项债券有特定、具体的项目作为融资目的和主要还款来源。因此,对市场来说,最重要、投资者最感兴趣的信息是专项债券的专项项目信息。在“代举”机制下,由于专项债券项目信息经多方“润色”、多级审核,难保信息完全度和及时性。而债券发行地与项目所在地、债券发行主体与项目经营主体的不一致,也无形中加大了投资者考察项目、验证项目信息准确性的难度和成本。然而,若由项目实际经营单位负责披露专项项目信息、地方各级财政部门披露专项债务管理信息,则又可能产生信息量激增、部分信息权威性不足、信息披露主体不一致等问题。故专项债券信息披露的最佳主体是实际使用专项资金的地方政府,具体为该级政府财政部门的信息公示平台。同时,省级政府须对辖区内的专项债券信息公示情况进行监督,并予以窗口指导,以确保真实性、准确性和及时性。

(三) 优化市场自主调节机制

“代举”机制下专项债券的市场化与法治化程度不高,致使投资者权益保护面临突出问题。理论上,投资者签订债券认购协议,购买专项债券后便享有

确定的债权。但实际上,投资者所享有的债权内容并不明确,权利实现障碍重重。为了充分保障投资者的合法权益,应大力推进专项债券市场化建设,优化市场自主调节机制。

1. 确认和保护专项债券投资者的债权人地位

现实中,不少市县各级政府发行的专项债券在真正融得资金后,却陷入项目难产、烂尾的困境,甚至连开工的前提条件也难具备。为此,财政部出台系列文件,规定地方政府只需符合相应程序,便可自主调整专项债券资金用途。从相关文件来看,地方政府改变专项债券资金用途的,需向上级部门报批、备案,再由省级财政部门以“适当方式”告知投资者,并完成信息披露工作。本质上而言,改变专项债券募集资金用途,等于变更了专项债券购买合同的实质内容,《民法典》第五百四十三条规定,“当事人协商一致,可以变更合同”。那么,债务人拟改变债之内容时,是否履行告知义务便已足够?显然不是。针对地方政府改变专项债券募集资金用途所做的程序性规定,虽充分考虑了“代举”机制中的决策权配置问题,但都仅限于协调行政体系内部的权力冲突,并未切实考虑投资者权益。为此,应及时完善相关制度性文件,落实专项债券合同变更的双方合意,完善投融资主体的“协商”流程,确保投资者能够充分知悉且自主决定是否同意变更投资标的或提前兑付。

2. 提升投资者所持专项债券的流通和变现能力

现有的专项债券退出机制较少,市场流通性不足,这很大程度上源于投资者构成的特殊性和市场交易平台的局限性。从供方市场来看,专项债券的持有者构成较为单一,且与地方政府利益存在密切关联,其在市场间转让债券、变现债权的意愿并不强烈,故市场中可供交易的专项债券份额并不多。因此,我国虽一再鼓励专项债券在市场中的现券流动,但其在二级市场尤其是证券交易所的场内表现却并不尽如人意。据官方数据统计,2020年1—12月,“地方政府债券二级市场现券交易金额133,766.64亿元。其中,银行间债券市场132,512.63亿元,上海证券交易所1223.17亿元,深圳证券交易所30.84亿元”,^⑨沪、深两市的现券交易金额约占二级市场现券交易总金额的9%,远低于市场化的流动要求。而就需方市场而言,一般投资者和个人投资者购买专项债券现券的渠道十分受限,又极大地限制了专项债券的流动性。与其他政府债券一样,当前我国专

项债券的交易平台局限于银行间债券市场。据《全国银行间债券市场债券交易管理办法》规定,全国银行间债券市场参与者仅限于境内商业银行及其授权分支机构、非银行金融机构和非金融机构,以及经央行批准经营人民币业务的外国银行分行。合格交易对手的高门槛,显然让一般投资者和个人投资者望而却步,交易活跃度难以提升。现券流动性差导致专项债券违约风险难以通过市场调节、释放,为维护自身信誉,地方政府甚至一再发行再融资专项债券,为相当大一部分到期无法兑付的专项债券延长使用周期。

从专项债券的设计初衷来看,一是风险隔离,让专项债务独立于地方公共财政;二是借力市场,通过引入社会资金缓释财政风险,助力地方建设。就现状而言,专项债券的上述功能已发生较大偏离。当前,应使专项债券的角色复归于市场化融资手段,通过丰富投资者群体,完善债券持有结构,以及强化市场定价机制和退出机制等途径,确保市场机制对专项债券的有效调节,保护专项债券投资者充分的知情权、选择权以及平等的参与权,实现地方债务风险防控与投资者合法权益保护两手抓,从而持续推进专项债券市场化、法治化建设。

五、结语

作为市县级政府使用专项债券的“保险带”“辅助轮”,“代举”机制显示出不可忽略的制度优势,但也在专项债券市场化改革不断深化的过程中暴露出制约效应,羁绊了专项债券法治化建设脚步,也有碍于投资者合法权益的切实保护。目前,我国已进入更加注重市场调节,强调市场基础性地位的新阶段。市场化既是我国专项债券的发展起点,更是贯穿其改革全过程的重难点。为此,需要改革“代举”机制,逐步减少其对专项债券的不当约束,严格落实专项债券融、用、还相关责任,使其在信用上优于公司债券,而在效率上高于其他政府债券,从而充分发挥其在融资功能和逆周期调节功能上的优越性,成为连接地方政府项目和社会公众资本的“彩虹桥”,实现政、社资本高效互动、良性循环。当然,推动“代举”机制这一发债模式的改革仅为起手式,并不能克竟全功,要全面推动专项债券的市场化、法治化发展,还需对专项债券的制度功能、内在法理进行深入研究,进而作出更为科学、完善的制度设计。

感谢匿名评审人提出的修改建议,笔者已做了相应修改,本文文责自负。

注释:

①目前,我国地方政府主要实行两种举债模式,一种是省级政府自行举借债务并由自己使用的模式,另一种是省级政府代替市县级政府举借债务而由市县级政府使用的模式。

②“代为举借”一词首次出现于国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号),并相继明确于《关于深化预算管理制度改革的决定》《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》等行政法规及政策性文件中。需说明的是,由于“代为举借”这一词组可以简化为“代举”进行表达,且不失其本来含义,为便于论述,后文将“代为举借”简化为“代举”。

③我国地方政府举债制度主要见于《预算法》,而对地方政府债券发行机制的规范则主要依托财政部出台的部门规章等规范性文件,如《地方政府债券发行管理办法》。这表明相对于政府债券发行机制,政府举债制度更为根本和重要。

④参见《关于印发〈国债转贷地方政府管理办法〉的通知》(财预[1998]267号)。

⑤参见《关于印发〈2009年地方政府债券预算管理办法〉的通知》(财预[2009]21号)。

⑥参见《中华人民共和国预算法》第三十五条。

⑦参见《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》(财预[2020]94号)。

⑧参见《关于印发〈地方政府性债务风险应急处置预案〉的通知》(国办函[2016]88号)。

⑨数据来源于财政部政府债务研究和评估中心, <http://www.governmentbond.org.cn/zqscbg/50753.jhtml>, 2021年1月18日访问。

参考文献:

[1]李红霞,张阳.疫情冲击下地方专项债绩效管理 with 风险防范[J].当代财经,2021(01):27—38.

[2]龙小燕,赵全厚,黄亦炫.地方政府专项债券的问题解析与制度完善[J].经济纵横,2021(04):120—128.

[3]陈林,龙菲.地方政府专项债券的收益与风险——来自学术文献与中国实践的启示[J].经济体制改革,2021(05):144—149.

[4]王敏.中国地方政府专项债券发行问题研究[J].中央财经大学学报,2020(11):13—25.

[5]董奋义,苗锋.我国地方政府债券融资研究[J].经济体制改革,2003(03):100.

[6]王永钦,戴芸,包特.财政分权下的地方政府债券设计:不同发行方式与最优信息准确度[J].经济研究,2015,50(11):65.

[7]闫坤,徐鹏庆.分税制、财政困境与地方政府转型[J].改革,2015(12):61.

[8]陈硕,高琳.央地关系:财政分权度量及作用机制再评

- 估[J]. 管理世界,2012(06):43—59.
- [9]熊伟. 财政分税制与地方预算自主权[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版),2015,68(03):8—11.
- [10]金大卫. 我国地方政府发债:制度根源、风险控制、法律规范[J]. 财政研究,2010(01):27—29.
- [11]冉富强. 我国地方政府性债务困境解决的法治机制[J]. 当代法学,2014,28(03):46—55.
- [12]王蕴,胡金瑛,徐策. 我国地方政府债务性融资模式选择[J]. 经济研究参考,2012(02):60—81.
- [13]陈少强. 中央代发地方债研究[J]. 中央财经大学学报,2009(07):6—10.
- [14]王世涛,汤喆峰. 中国地方债的宪政机理与法律控制[J]. 华东政法大学学报,2013(02):8—18.
- [15]张婉苏. 地方政府举债层级化合理配置研究[J]. 政治与法律,2017(02):92—101.
- [16]黄韬. 央地关系视角下我国地方债务的法治化变革[J]. 法学,2015(04):23.
- [17]佟强. 侵害债权制度法律性质考察[J]. 现代法学,2005(02):85.
- [18]张成松. 机关法人责任独立性:一个财政法的观测视角[J]. 河北法学,2020,38(10):88—100.
- [19]朱娜,胡振华,马林. 美国市政债券与中国地方政府专项债券的比较研究[J]. 经济地理,2018,38(08):29—36.
- [20]吉富星. 专项债绩效管理的制度环境和运行体系优化研究:基于不确定性视角[J]. 财政研究,2020(07):67—78.
- [21]张平,王楠. 地方政府专项债券逆经济周期调节能力提升研究[J]. 经济纵横,2020(08):108—115.
- [22]张宇润. 地方债券化解地方政府债务结构风险的法律思考[J]. 江淮论坛,2016(01):98—104.
- [23]樊轶侠. 完善专项债发行使用机制[J]. 中国金融,2019(13):79—80.
- [24]许鹏. 棚户区改造专项债券的政策内涵、优劣性分析及政策建议[J]. 中国地质大学学报(社会科学版),2019,19(01):168—177.
- [25]阳建勋. 论我国地方债务风险的金融法规制[J]. 法学评论,2016,34(06):36.
- [26]张琦,吉富星. 政府专项债风险的构成、演化与防范[J]. 新金融,2020(09):29.
- [27]龚浩. 国家治理视角下中国财政理论的嬗变(1949—2018)[J]. 上海经济研究,2021(08):38—47.

Local Government Special Bonds Mechanism: Institutional Predicament and Path Selection

Xiong Wei Xu Liantian

Abstract: The provincial government with the right to borrow money "provides" the special debt of the city and county government, which has the dual effect of preventing and controlling the risk of local debt and helping the city and county government without the right to borrow money to raise funds to build the local area. However, there is a conflict between the hierarchical borrowing logic of the "representation" mechanism and the direct financing function of special bonds, which restricts the market-oriented and legal development of special bonds. Only by transforming the "representative election" mechanism centralized by the provincial government into a market-led and whole-process supervision "examination and spontaneous" mechanism, can the special bond system return to the function of social financing and enter the horizontal government and society co-construction and sharing, a simple and efficient path for the coordination and matching of vertical rights and responsibilities. At present, to adopt a special bond issuance management model in which the provincial government "checks" and the city and county governments "spontaneously" issue bonds, is necessary to fully allocate the "borrowing, management and repayment" powers and responsibilities of the city and county governments, strengthen the supervision and supervision responsibilities of the provincial governments, and continue to improve the information disclosure system and market adjustment mechanism.

Key words: local government bonds; local government special bonds; creditor's rights; issuance mechanism; marketization

China Social Science Electronic Journal. All rights reserved. <https://www.cnlibk.com/>