

地方政府专项债券发行模式检视 与法治再造

曹锐涛^{1,2}

(1.武汉大学,湖北 430070;2.新疆大学,乌鲁木齐 830047)

内容提要:省级政府主要在银行间市场代为举借市县级政府专项债券的发行模式,对政府和投资者既是一颗“定心丸”,亦是一只“拦路虎”。顾风险失效率的制度逻辑,逐渐显露效用递减。梳理可知专项债券预设目标包括:推动现代财政制度建设、分散地方政府债务风险、助力收益型公共项目建设融资、稳定社会经济发展、防控地方政府隐性债务风险。检视可知专项债券存在问题包括:省县政府信用与风险混同、专项债券融资与项目错配、专项债券市场化发展受挫。因此,现行专项债券发行模式无法完全实现预设目标,距离理想图景较远。为弥合差距,改革势在必行,推行双优专项债券动态上市发行模式是一种渐进式的折衷进路,控制风险与提升效率同步升级。赋予优质市县级政府自主发行权,进而推动自主发行主体持优质专项项目在证券交易所市场上市交易,在市场化语境下倒逼专项债券“借用管还”各环节共同改造升级。

关键词:专项债券 预设目标 发行模式 问题检视 再造

中图分类号:F812 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2023)08-0012-10

一、问题的提出

随着地方政府专项债券规模和种类进一步扩增,其在积极财政政策中的地位更加突出。但是规模庞大的债务余额也预示着可能的地方政府债务风险和财政危机,如何在提升效率的同时控制风险,政策高层在2022年中央经济工作会议报告颇为关注。专项债券“借用管还”全周期中,发行模式^①作为发行环节的重要组成部分既可能滋生风险降低效率,也可

预防风险提升效率。优良的发行模式可以引导其他环节优化跟进,促进现存问题妥善解决。针对目前主要由省级政府代市县级政府在银行间市场发行的模式,研究者异议较多。关于发行主体,有学者主张“核举自发”;^[1]也有学者认为应渐进式下放发行权,并适时回收相应主体发行权保持政策弹性;^[2]还有学者提出将发行主体扩至项目主体或经营主体。关于发行场所选择,有学者认为应该加大柜台市场发行规模和解除不当限制(王敏,2020),也有学者认为应

[收稿日期]2023-02-24

[作者简介]曹锐涛,武汉大学法学院博士研究生,新疆大学法学院讲师,研究方向为财税法。

[基金项目]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”(21AFX007)。

①此处专项债券发行模式即指何种发行主体以何种方式在何种市场发行,由于目前专项债券发行方式采用普遍的承销与招标发行,故本文对发行方式不做研究。

扩张二手流通市场。^①但学者们普遍仅采取问题导向,尚未考虑目标导向,治标但不一定治本。专项债券发行模式要如何改革,改到何种程度适宜?不仅是技术问题,更是目标导向问题。本文对专项债券预设目标系统进行梳理排序,进而对专项债券发行模式予以检视,寻找存在差距,并提出对专项债券发行模式进行再造的合宜进路。

二、专项债券预设目标梳理

专项债券的预设目标为何?看似简单明了却又细思甚巨。规范性文件中的表述往往如“更好地发挥债券对地方稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险的支持作用”^②;学者的表述如“促投资、稳增长、惠民生、补短板”^③。可见政策制定者和研究者对此并不统一。目标决定方向,对成果具有引导和评价作用,有必要进行系统梳理。

(一)防控地方政府隐性债务风险

2014年《预算法》修订前,普遍认为地方政府自1994年分税制改革以来长期事权有余财权不足。^④1997年亚洲金融危机和2008年国际金融危机,地方政府财力更显贫弱,促使其通过融资平台变相举债,隐性债务规模和风险骤升。修订《预算法》赋予地方政府举债融资权之际,国务院亦颁布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)(以下简称国务院43号文),明确“坚决制止地方政府违法违规举债”,疏堵并举治理隐性债务。

运用合法的专项债券取缔非法隐性举债,是国家治理隐性债务的必然选择,也是专项债券应然目标。从行政监督角度来看,专项债券的额度规模受到全国人大和中央政府的有力控制,项目立项也需

要逐级审批,二元举措控制债务风险。从社会监督角度来看,专项债券发行需披露项目信息并接受信用评级,本息偿还要求项目及时建设并运营创收,需求端、使用端和偿还端均受内外部监督。因而可最大程度保证地方政府举债的显性化合规化,有效杜绝隐性违规发债。

(二)助力收益型公共项目建设融资

国务院43号文明确规定“有一定收益的公益性事业”建设确有需要,可以进行专项债券融资。仔细推敲可知:(1)有一定收益的公益性事业建设既可由财政支持,也可举借一般债券,还可举借专项债券;(2)确有需要才能举借专项债券,并非必然;(3)专项债券融资只能用于有一定收益的公益性事业建设。因此,对于建设具有一定收益的公益性事业,专项债券只是备选工具而已。

这种政策分析和目标定位,可避免挤破脑袋上项目、盲目扩建和积极包装。在强调质量立国的当下,并非项目数量多规模大就代表政绩好,而是要把钱花在刀刃上,将资金投入符合国家政策的重点领域和重点项目。同时,建设收益型公共项目首先要对自有资金进行合理评估,非必要不举债,控制成本追求效率才是有为政府的理性选择。发行专项债券需进行项目储备、信息披露、信用评级、招标或协议发行等,均需额外财力支出,加之不菲的利息成本,可谓费用高昂。因而专项债券仅在确有需要时助力收益型公共项目建设融资,非必选融资方式。

(三)分散地方政府债务风险

虽然地方政府自2014年《预算法》修订以后获得举债权,但并非毫无节制。发行地方债既能正向防范地方政府非法举债,也可能负向累积债务风险。归根结底,债务本息超过地方财政负担导致本息偿还困难时,风险便会自然显露。地方债务风险仍是行政

^①参见2017年《财政部关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预〔2017〕89号)。

监管的重点。

专项债券与一般债券存在差异,其秉持债务风险控制逻辑为:债券融资投向专项项目,并以专项收入或相关政府性基金为偿还来源,可最大化降低地方政府财政负担。“专款专用专账专还”保证了专项债券本息偿还,为一般债券发展留足偿还空间。同时,由于专项债券项目对应性,能推动管理者、建设者和投资者共同推动项目建设运营,增强偿债能力。专项债券在市场化推进过程中,能否通过保险增信将偿还不能的风险转嫁给保险公司,未来有这种可能。¹⁶另外,专项债券以专项项目为基础,一旦收入无法完全覆盖债券本息,是否需要投资者承担相应风险,在市场化制度配套较为完整的将来,并非完全没有余地。因此,专项债券要以分散地方政府债务风险为目标,避免与一般债券功能混同。当然,专项债券也要精于自身风险防范,避免过度举债和项目失败,否则反而会增加地方财政负担。

(四)稳定社会经济发展

虽然专项债券在稳定社会经济发展中的确起到了不可替代的作用,尤其作为积极财政政策的重要组成部分,能够在经济下行时增加政府投资,帮助产业度过低迷期,提振市场信心,维持国家经济整体增长趋势。但在2014年国务院43号文具体规则设计中,并未着重强调稳定社会经济发展。也就是说,政府高层在设立专项债券时并未高度期待对社会经济发展进行调节,只是随着专项债券融资规模的逐步增大,形成了一支不可低估的金融力量,自然而然能够作为国家宏观调控的手段对社会主义市场经济经济发展进行调节。

专项债券稳定社会经济发展包括两个向度,一个是促进社会经济发展,另一个是抑制社会经济发展,也就是逆经济周期调节。无论哪一向度,稳定社会经济发展必然包括引导社会资本投向,包括通过

专项债券市场化发行吸纳亿万居民的闲置零散资本。换言之,只有专项债券投资者群体足够大,吸纳的社会闲散资金规模足够大时,才能避免资本炒作或闲置,保证在经济上行期稳住发展方向,同时在经济下行期提振市场信心。

(五)推动现代财政制度建设

我国财政制度几经变革,从计划财政到公共财政,再到法治财税,直至现代财政,一直致力将财政改革框定在法治轨道上,做到“法治规范”“公开透明”“社会公平”,推动财政、法治和政治的一体化建设。¹⁷专项债券从属性上讲终究是地方债,更是国家财政的重要组成部分。因此,专项债券制度改革和发展势必要在现代财政建设既定语境下展开。

专项债券集公债融资、项目建设、公共产品提供、行政管理、市场投资等于一体,涉及现代财政多个方面。同时,专项债券的发行需要以政府性基金预算为基础,项目需要审批备案,融资资金需要专门账户管理拨付,收入需要进入国库或至少得到监管,偿还需要依法依约进行,所有过程受到行政和同步监督。其所能达到的社会民主参与程度也是最高的,尤其是投资者因为利益攸关更有动力参与其中。专项债券可以作为现代财政改革重要的试验田和桥头堡。

三、专项债券发行模式问题检视

根据财政部2020年最新规定,专项债券发行主体是省级政府及计划单列市政府,具体包括31个省、自治区、直辖市政府和大连、宁波、深圳、厦门和青岛等5个单列市政府,共计36个地方政府可以自主发行专项债券。专项债券的发行场包括:全国银行间市场、证券交易所市场和商业银行柜台,且前两个市场实行一级托管;同时政策端对商业银行柜台市场寄予厚望,希望扩大发行份额,为个人和非金融机

构设置更多便利。^①根据政策规定及实践可知,目前专项债券的发行模式为:由省级政府代市县政府主要在银行间市场进行举借。但该种发行模式存在较多问题,并无法有效完成上述目标。

(一)省县政府信用与风险混同

专项债券以专项收入或政府性基金为融资担保,项目优劣是融资成功的关键。即便债务信用延展至举债主体,也应由市县政府提供信用担保。但省级政府作为专项债券代为举借和监管主体,导致省与市县政府信用与风险发生混同,不但增加省级政府风险负担,也给市县政府逃避责任提供便利,还给投资者带来困惑,使得专项债券效果显弱。

专项债券代为举借实践中,所有专项项目因省级政府较高的信用均被评定为AAA级。表面上似乎有效提升了专项债券信用等级,实际上却将项目信用、市县政府信用和省级政府信用混同,项目信用不真实,迫使信用评级程序空转。项目信用,如轨道交通项目因收费固定、回款及时,而安居性保障工程营收仰赖人口数量、经济发展等原因,回款不确定性强,所以信用评级应该不同。项目主体信用如东中西部地区市县政府实际经济状况、财政实力和项目建设运营能力均不相同,加之省会市县与非省会市县区隔,信用评级也应不同。虽然AAA级让投资者看起来“可信”,似乎无风险债券。但实则是省级政府通过集合化代为举借专项债券发行模式下的扭曲表现,专项项目差异被抹平,拔高了市县政府和项目信用水平,隐匿项目内部风险。选择性披露项目信息,进一步隐匿项目风险。

^①参见《地方政府债券发行管理办法》(财库〔2020〕43号)第二条、第二十六条和第二十七条;《财政部关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》(财库〔2019〕11号)第一条。

^②参见《地方政府性债务风险应急处置预案》(国办函〔2016〕88号)“1.4.1”部分。

^③参见《国务院关于2021年度中央预算执行和其他财政收支审计查出问题整改情况的报告》。

省县政府的信用混同,直接导致了风险混同,即市县级政府的违约将直接由省级政府担责。对于很多坚信政府不会违约的观点,无疑很荒谬。政府高层也在政策文件中明确提及政府债务风险事件包括专项债券的违约情形。^②项目建设一旦失败,市县政府不见得能够负担债务本息,可能仍需要省级政府承担违约风险。这源于1994年分税制改革后地方政府事权有余财权不足的现实,加之分税制改革仅仅是划分了央地事权,对于省以下的财权省级政府拥有绝对的控制权,市县政府实际承担着比例更大的事权,而享有的财权却捉襟见肘,这种现状至今没有发生彻底改观。^③在市县政府财政和项目建设均存在风险的情形下,客观违约增大。同时,市县政府也存在主观违约的动机和机会。一方面,省级政府作为名义举债主体,投资者第一时间会向省级政府索债;另一方面,市县级依靠省级政府财政转移支付“资助”的情形本就常见,省级政府作为代为举借主体债务风险明显增大。而且违约风险产生的连锁反应会波省内其他市县政府,使得风险产生倍增效果。

(二)专项债券融资与项目错配

专项债券融资与项目存在资金错配问题。一方面,专项债券融资可能无法及时到位,但项目已经上马开建,影响建设工期正常推进;另一方面,债券融资可能早已到位,但项目迟迟无法开建或推进。在制度和人为的影响下,这种融资与项目错配可能发生,也是专项债券制度改革的重点。^③但代为举借机制的存在,使得中间环节冗长、程序繁复、耗时增加,增大了错配概率。实务工作者谢后勤坦言,专项债券并非能够即发即用,从发行到拨付、再到使用,一般需要大概3-5个月。^④从财政部长刘昆在近期全国财政工作会议上讲话,“适当提高资金使用集中度,优先支持成熟度高的项目和在建项目”,^⑤也可看出端

倪,政府高层正在着力推进专项债券融资与项目匹配的难题。

但代为举借机制导致的专项债券融资与项目错配却不止于上述情形。中间环节的增多和程序的增加只是客观原因,主观上市县政府还会尽可能为了避免错配而追求错配。看似拗口却现实,一方面,市县政府如果不积极申报专项项目,则有限的专项债券额度则会被其他兄弟市县独占,本市县项目融资跟不上,因此积极申报是通常的选择。另一方面,市县政府为了能够从众多的“竞争同伴”中脱颖而出,提前申报、超额申报、项目包装¹¹¹更是可行的选择。可以说,无论是否能够建设或及时开建专项项目,如果不在特定时期及时争取尽早发行专项债券,那就会导致错过良机,也会代表“不积极”。因此,在代为举借机制推动下,市县政府为了不错失良机 and 表现“积极”,使得提前申报、超额申报、项目包装的概率和数量倍增,进一步增加了专项债券融资与项目的错配概率和规模。

同时这种发行模式在短期来看唯一的优势是推动市县政府积极申报专项项目,增强了主观能动性。但长期来看也可能导致“马太效应”,将专项债券融资与项目错配在省内不同市县政府之间定型化。即一些市县政府因拥有优势沟通机制和良好基础资源,能够长期获得高于专项项目融资需求的债券融资,能动性保持高涨;而另一些市县政府因缺少优势沟通机制和良好基础资源,长期得不到足够的专项债券融资支撑项目建设,能动性逐渐低迷。看似一方欢喜一方忧,实则都是专项债券融资与项目错配的象征,阻碍着专项债券制度效率的发挥,长期必然形成顽疾。

①参见《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》(厅字〔2019〕33号)全文。

②参见《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》(财库〔2018〕72号)等文件。

(三)专项债券市场化发展受挫

“市场化”在2014年国务院43号文中提及3次;在2019年《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》提及24次;^①在2020年《地方政府债券发行管理办法》亦提及2次。这种强烈推进专项债券市场化的初衷是希望能借力市场化融资和市场化监督方式,对地方财政一方面融资供血,另一方面监督制约。可以说市场化构想既能保证收益型公益项目立项、建设、运营、回款各环节有序运行,又能得到高效监督,是“成本最小化效益最大化”的杰作,可以形塑专项债券“借用管还”良性循环。同时也是对现代财政理念的有益补充和优化,借用市场力量完善公共产品的供给能力和质量提升,引进市场力量增加民主参与范围与程度,有力拉近政府与市场距离。进而,政府能随时掌握市场的资本运行,市场能随时掌握政府的财政与政治运行,两者互动互促。但囿于专项债券发行模式限制,其市场化程度大打折扣:

第一,发行利率与风险分离。专项债券作为一项金融产品,其利率水平应该与风险呈正相关。目前的规范指引是要高于前五日内国债收益率,杜绝行政窗口干预扭曲专项债券利率。^②这是因为专项债券比国债风险更高,利率也应更高。但有学者通过比较专项债券与一般债券利率发现,两者几乎持平,甚至专项债券利率有时还低于相同待偿期一般债券利率。¹¹²然而一般债券以地方政府财政收入为担保,专项债券仅以专项收入或政府性基金收入为担保,明显专项债券风险要高于一般债券。由此可见专项债券利率与风险的正相关性被破坏,利率市场化水平较低。

第二,投资主体范围受限,银行承担过高融资负担。目前专项债券主要由省级政府向省一级银行间市场发行,投资者基本为省一级金融机构,包括政策

性银行和商业银行。^①并未实现财政部要求的投资主体多元化,且逐渐增大的专项债券规模给省级银行带来较大资金负担。原本政府利用专项债券的规模融资特点,可以对资本市场进行调节,但最终却只能对银行资金进行调节,连带削弱了银行对资本市场的金融调节功能。最可能的原因包括两个:一个是省级政府面对银行更好发挥“权威”,最大化避免了融不到资金的风险;另一个是省级银行将之前向政府发放隐性贷款的资金,借机投放到政府专项债券上,保证获利能力不减。无论这两个原因合理性如何,都必将改变专项债券既定的游戏规则,导致中小机构及个人投资者无法“入局”。进而,经济调控目标不但被架空,甚至起到“开倒车”效果。因为主要银行都倾向于供给专项债券融资了,增加资金负担和蓄积风险的同时,其面向市场的金融调节功能也势必受挫。

第三,二级市场流通不畅。虽然近年来专项债券的换手率有所渐长,如2017年12月到2021年7月专项债券平均换手率为1.72%,2022年地方债券换手率达到2%以上水平^②。中研网公布的2021年8月中央结算债券换手率平均为16.54%,两相对比极大说明专项债券流通不畅。股票市场之所以有较强的融资功能,很大原因就是发达的二级市场允许自由交易,进而推动价格发现,反促一级市场发行。专项债券二级市场流通不畅的主因在于,一级发行市场主要集中于银行间市场,同时柜台市场的发行量和交易限制条件过多,证券交易所市场的发行量占比较小,导致债券持有人无法出售,潜在

投资者购入也难。根据统计数据,自2015年至2021年专项债券在证券交易所发行额占总发行额分别为:0、0.005、0.24、0.61、0.65、0.37、0.29,而柜台市场发行额占比均不足0.01。^③由此可见,专项债券在柜台市场的发行份额可以忽略不计,在证券交易所市场的份额有增有降,目前仅三成左右。专项债券较低的换手率,足以说明专项债券二级市场流通不畅,并没有为专项债券市场化发行起到“助推器”作用。

第四,市场监督力量弱化。就目前专项债券“借用管还”中博弈的各方力量来看,并未形成利益均衡。尤其是中央政府占有绝对把控,省级政府把握基本主动,市县政府积极举债与消极避责并存,省级银行具有一定话语权,其他投资者影响力极其微弱。从专项债券资金用途调整机制可管中窥豹,2022年财政部为规制市县政府随意改变融资用途,出台政策规定只能由省级政府统筹安排。^④由此可知,一方面财政部意识到融资用途调整的严肃性与必要性,将决定权交由省级政府行使;另一方面融资用途的调整未顾及投资者,均由代为举借主体单向决定。总之,投资者作为“债”之相对方,并没有足够的监督工具参与博弈。同时,相比投资者,其他市场监督力量更为有限和微弱,尤其一些声音持续质疑专项债券“清一色”的AAA信用评级,但专项债券发行至今八年有余仍没有改变。

综合来看,专项债券现行发行模式并未很好地实现预设目标,与理想图景之间存在着不小的差距。就推动现代财政制度建设而言,即便形式法治无法适应专项债券目前快节奏发展,我国也有“政策先行法规后人”的立法惯例,但政策亦未及时实现实质法治,未能将民主、安全、效率等价值有效融入政策中来,尤其市场民主参与的通道受到极大限制。就分散地方政府债务风险而言,省县政府信用

^①由于专项债券和地方债券换手率几乎持平,且地方债券的换手率包括专项债券换手率,故此处借用地方债券换手率借以说明。参见马辉.我国地方政府专项债券存在问题及对策探析[J].交通财会,2021,(2):70.

^②数据引用中国地方政府债券信息公开平台计算得出。

^③参见《地方政府专项债券用途调整操作指引》(财预[2021]110号)第四条。

与风险混同的困境,虽然避免市县各级政府过度和违法举债,却提升了省级政府财政风险。就助力收益型公共项目建设融资而言,虽然专项债券规模逐年增长,但仍然存在专项债券融资与项目错配的问题,融资使用效率不高与专项项目建设效率不高同时存在。代为举借扭曲了专项债券融资与专项项目的供需机制,大大降低了专项债券与项目的匹配度。就稳定社会经济发展而言,当下专项债券更多在投资端发力,刺激不同产业发展,而在融资端尚无法有效吸引社会闲散资本有效跟进,对社会资本的调节力度有限。就防控地方政府隐性债务风险而言,虽已经基本实现,但一些市县各级政府因能力有限被代为举借模式限制举债规模,亦可能滋生发行隐性债务的动机。

四、专项债券发行模式再造

从发行模式维度来,专项债券的预设目标未能有效实现,需对现有的专项债券模式发行改造。笔者认为应该:(1)允许部分市县各级政府与计划单列市一样,可以自主发行专项债券,不再完全采用省级政府代为举借。对于自主发行权采取动态管控,适时予以收回;(2)无自主发行权的市县各级政府仍然由省级政府代为举借专项债券,保持现行发行模式不变;(3)拥有自主发行权的市县各级政府应积极构建优质专项项目,主要选择在证券交易所市场发行专项债券。

为何不“一刀切”允许所有市县各级政府拥有自主发行资格?笔者认为财政风险防控仍是首位,我国市县各级政府数量庞大、优劣各异,完全放开存在风险失控的可能。同时要考虑政府内部对代为举借的较强共识,制度和政策的变革应以适度为限,要维护其相对稳定性,否则改革阻力必然倍增。而且,即便允许一些发展较弱的市县各级政府自主发行,其竞争力

的不足也可能导致融不到资金的困境,更不利于实现专项债券预设目标。

为何要求拥有专项债券自主发行权的市县各级政府积极构建优质专项项目,主要选择在证券交易所市场发行,而非继续在银行间市场融资,或扩大柜台市场发行?考虑到其一,继续允许其主要在银行间市场融资则改革力度有限,还会挤占其他无自主发行权的市县各级政府融资空间;其二,柜台市场发展潜力有限,相比证券交易所市场,其市场化程度也有限,且目前发行份额相当低,无法作为主要发行场所推动专项债券的市场化发行;其三,证券交易所市场能够有效实现举债主体与投资者之间的双向博弈与制衡,推动专项债券市场化运行,对于现代财政的民主建设、法治规范、风险控制、专项项目建设,均能起到推动作用。

综合来看,允许一部分市县各级政府优先在证券交易所市场自主举债,能有效在维持现状与推进改革之间保持平衡,以市场化民主参与的方式探索现代财政改革进路,以市场约束的方式促进风险控制,以市场积极投资的方式助力收益型公益项目建设,以聚集分散资金的方式从融资端和投资端提高经济宏观调控效能,以合法显性的举债挤压隐性违规举债生存空间。

基于此,笔者提出双优专项债券动态上市发行模式,即允许优质的自主发行主体在证券交易所市场动态发行优质专项债券,获得市场化融资。具体建构如下:

(一)允许优质市县各级政府获得自主发行权

对于市县各级政府能否自主发行本级专项债券,需要考虑其经济发展情况、债务风险情况、专项债券发行历史等背景。如果该市县在一定时段内经济持续增长且能保持向上态势,债务风险控制一定范围内,专项债券立项合规、项目与融资匹配、项目建

设进度和质量符合计划、运营回款效果良好、债务偿付符合约定,则可以赋予其自主发行权。至于以多长时段为评价范围,具体的指标构建应由国务院根据国家经济发展状况、债务风险状况和政策目标率先做出统一规定,后由各省根据具体情况进行细化,但不能低于国务院制定的标准。且省级政府需要充分考虑获得自主发行权的市县级政府,其专项债券在证券交易所上市发行的成功率及竞争力。既避免阻碍优质市县级政府无法自主发行制度困境,也避免普通市县级政府无能力在证券交易所自主发行现实困境。

拥有自主发行权的市县级政府应该首先争取构建更多的优质专项项目,在证券交易所市场融得更多资金。一方面,可以减轻省级政府在银行间市场和柜台市场代为举借专项债券的融资压力;另一方面,可以有效借助市场化力量监督自主发行主体。如果项目立项、债券发行、资金使用、项目管理、债务偿还都能受到投资者及社会有效监督,就可保证风险识别、预防和处置均处于最优状态,降低省级政府的监管负担。同时,可以有效检测自主发行主体市场化融资能力。省级政府通过监控自主发行主体在证券交易所市场融资表现,及时进行针对性监管和风险处置。进而,对于不能胜任自主发行专项债券的市县级政府,尤其是长期不能满足证券交易所准入标准或被取消准入资格的,省级政府要及时采用动态监管调控机制将自主发行权收回,重新代为举借。

对自主发行主体进行动态监管评估可以起到良好的示范作用。从正向看可以督促不同的自主发行主体谨慎立项和融资,确保资金跟着项目走,提升项目建设有成效,保证项目收益能偿还专项债务。从反向看能够激发无自主发行权主体为获得自主发行资格,积极改善本级经济发展、控制债务风险、优化

专项债券“借用管还”。当然,为了加强自主发行权主体与无自主发行权主体之间的差异化管理,是否要允许其有更大的专项债券额度配置,甚至取消自主发行主体的额度限制,笔者认为可以考虑先放宽限制再逐步取消,毕竟县市级政府拥有财政自主权也在情理之中。^[4]

(二) 允许优质自主发行主体获得证券交易所市场融资资格

对于已经获得专项债券自主发行权的市县级政府,是否必然可以在证券交易所市场发行专项债券,需慎重考虑。一方面,难保省级政府为了迎合政策导向和自身利益考量,在标准设置和具体操作上变通;另一方面,证券交易所需要设定统一的标准对自主发行主体进行考量,这个标准自然会与各省标准难以完全吻合。证券交易所的准入标准应该较高,既能督促自主发行主体提高自身专项债券“借用管还”能力建设,也能给后期动态监管调控留有一定弹性。尤其获得证券交易所发行资格的自主发行主体,一旦因专项债券“借用管还”问题被取消资格,如果能保证其仍然满足省级政府的自主发行标准,就可为其及时改错留有一定时间空间,助力其及时恢复证券交易所发行资格。而如果证券交易所的准入标准与省级政府一致,则预示着违规主体同时会被证券交易所和省级政府取消自主发行资格,恢复时也需要再次经历两个环节,一定程度上会损失效率价值。

为督促自主发行主体完成市场化革新,并确保较高的专项债券“借用管还”能力,证券交易所应该对准入自主发行主体进行动态监管调控。即并非所有准入自主发行主体都可一劳永逸发行专项债券。可按照一定标准建立“白灰黑”名单制,对于资质良好、诚信发债的发行主体及时列入白名单,进行普通管控;对于资质较差、相对失信的发行主体及时列入

灰名单,限制其发行次数和规模;对于资质变差、绝对失信,不能满足准入资格的发行主体及时列入黑名单,取消其发行资格;对于黑名单中的发行主体恢复准入资格的,及时列入灰名单中进行管控。至于证券交易所的准入标准与“白灰黑”分级标准,有必要通过“立法+政策”规控模式,刚性立法保证标准的相对可预测,柔性政策保证标准的相对适应性。将该标准保持在一个弹性空间内,赋予证券交易所一定的自由裁量空间,也可更好促进专项债券所有预设目标的共同实现。

(三) 要求获得证券交易所融资资格的主体持优质项目融资

证券交易所市场是一个市场化程度较高的发行场所,仅仅要求发行主体资质较高无法对其有效规控,也无法保证具体专项债券“借用管还”良性运作。因此,借助专项债券在证券交易所市场发行,推动专项项目“一案两书”、信息披露、信用评级等环节的市场化,明确中介机构的义务所在与责任承担,很有必要。目前专项债券实施方案欠科学、评估报告不精准、法律意见不尽责、信息披露不全面、信用评级不真实、定价机制不完善^[5]等问题,已经对专项债券构成致命限制。如果在推动双优专项项目动态发行模式下仍忽视这些问题,那么其他专项债券发行模式则更难担此重任。作为优质发行主体,发行优质专项项目,促进专项债券市场化发行,是能够妥善化解前述这些问题的。

至于专项项目要“优”到什么程度?笔者认为首先需要在国家层面制定一个可行标准,保证适用于所有专项债券。其次,证券交易所也要制定交易所市场标准,可以参考其他市场、自主发行主体和代为举借主体制定的标准,但应该更高。因为证券交易所的标准是风向标,承担着引领专项债券最高发行标准的职能。允许真正优质的专项项目在证券交易

所市场发行,也坚决杜绝不合格劣质的专项项目发行和存续,做到高标准、严执行、求效果。当然这个标准也必然是动态的,要与社会经济、政策方向、市场博弈相适应。

同时,优质专项项目和优质发行主体之间会形成一种动态匹配。最简单的逻辑是,能够持续发行优质项目的则必然是优质发行主体,发行项目低于标准或弄虚作假必然不是优质发行主体,需根据具体情况列入灰名单或黑名单进行特殊管控。需要澄清的是,不优质的发行主体并非必然没有优质专项项目。但必须坚持的是,即便拥有优质专项项目,如果发行主体没有准入到证券交易所市场,则不允许在证券交易所市场发行;如果发行主体在灰名单中,即便拥有特别优质的专项项目,则亦不允许其超过专项债券规模和发行次数限制发行。运用强有力执行体系构造较高的信用体系,督促发行主体打造自身“优”和项目“优”,推动专项债券发行的持续市场化。

可能的疑问是,优质专项项目如果不在证券交易所市场发行,那如何获得良好融资?这可以交给其他市场来完成,也可交由省级政府代为举借。至于能不能及时融得足够资金,只能依据具体情况来定。然而,绝不可打折扣允许其在证券交易所市场发行。因为这种限制要么本身就是一种信用惩戒,只有当被惩戒的发行主体不能顺利高效融得资金时,才会倍加珍惜在证券交易所的发行资格,也才能督促其他主体积极革新,争取尽早能满足准入资格进行真正的市场化发行。要么是其积累主体信用的过程,只好持续将保持自身的“优”、项目的“优”和专项债券的“优”,才能最终通过准入标准测试,给其他非自主发行主体和普通自主发行主体提供良好示范效应。

参考文献:

- [1] 熊伟,许恋天.地方政府专项债券:制度困境与路径选择[J].上海经济研究,2022(4):82,84.
- [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(4):122,126.
- [3] 刁伟涛,李潇璇,朱广印.债务指数、风险溢价与地方政府专项债券市场化定价[J].会计与经济研究,2021(4):55.
- [4] 陈凯,申现杰.地方政府专项债券发行管理的演进历程、问题根源与思考建议[J].经济研究参考,2022(06):21.
- [5] 姜维壮,王倩.地方债发行管理比较研究[J].中央财经大学学报,2009(10):61-63.
- [6] 马海涛,温来成.地方政府专项债券研究[M].中国经济出版社,2020:81.
- [7] 熊伟.法治国家建设与现代财政改革[J].中国法律评论,2018(6):14-16.
- [8] 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(3):10.
- [9] 包兴安.年内新增专项债发行逾3.43万亿元[N].证券日报,2022-07-12(第A03版).
- [10] 刘昆.在全国财政工作会议上的讲话(节选)[EB/OL].
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202302/20230222_3867749.htm,2023-02-22/2023-03-06.
- [11] 崔竹,李培培,李龙,等.地方政府专项债券风险治理机制创新研究[J].中共中央党校(国家行政学院)学报,2022(5):95.
- [12] 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):19,22-23,25.
- [13] 刁伟涛,郭慧岩.地方政府债务风险的省际关联和非对称传导——基于一般和专项债券的双网络分析[J].金融与经济,2023,(2):79,83.
- [14] 熊伟.分税制模式下地方财政自主权研究[J].政法论丛,2019(1):64-65.
- [15] 王正国,范世成,庞文硕.地方政府专项债券对实体经济的支持作用及发展建议[J].债券,2023(1).

【责任编辑 王东伟】

(上接第11页)

- [7] 郑方方,陈素云.地方政府债务绩效管理的现实基础与实现路径[J].地方财政研究,2021(2):22-30.
- [8] 陈治.实施民生财政背景下的预算法治变革[M].北京:法律出版社,2016:105.
- [9] 冉富强.公债的宪法控制[M].北京:中国政法大学出版社,2012:274.
- [10] 张守文.发展法学[M].北京:中国人民大学出版社,2021:91.
- [11] 刘尚希.实现内循环的关键之举是提高政府投资有效性[EB/OL].<https://dy.163.com/article/FN9HVSC90519QIKK.html>,2020-09-24/2023-02-10.
- [12] 裴育.国家审计视角下的现代预算制度改革[J].公共财政研究,2022(06):10-16.
- [13] 樊丽明,史晓琴,石绍宾.我国地方人大预算监督评价:理论、指标及应用[J].管理世界,2022,38(2):100-115.
- [14] 樊丽明.健全现代预算制度:回顾与前瞻[J].财政研究,2022(11):8-13.
- [15] 李一花,亓艳萍,祝婕.人大预算监督能改善地方政府债务支出效率吗?[J].财政研究,2019(11):37-50.
- [16] 张献勇.略论代表机关的预算否决[J].人大研究,2009(7):21-25.
- [17] 刘洲.财政支出的法律控制研究[M].北京:法律出版社,2012:133-134.
- [18] Shock A. The Road to PPB:The Stages of Budget Reform [J]. Public Administration Review, 1996,26(4):243-258.
- [19] AH Petrei,RE Petrei. Budget and Control: Reforming the Public Sector in Latin America [M]. Washington: Inter-American Development Bank, Distributed by the Johns Hopkins University Press, 1998:189.
- [20] 李红霞,李沐林.论现代预算制度的健全——以预算绩效管理纵深发展为视角[J].财政监督,2023(15):26-31.
- [21] 朱大旗.科学发展与我国《预算法》修订应予特别关注的五大问题[J].政治与法律,2011(09):2-16.
- [22] Celina Souza. Participatory Budgeting in Brazilian Cities: Limits and Possibilities in Building Democratic Institutions [J].Environment and Urbanization, 2001, 13(1):159-184.
- [23] 吴建南,杨宇谦.地方政府绩效评估创新:主题、特征与障碍[J].经济社会体制比较,2009(5):152-158.

【责任编辑 王东伟】