

我国地方基础设施企业债券管理中的矛盾与出路

黄春蕾

(厦门大学财政系,福建 厦门 361005)

摘要:近年来通过地方企业债券的形式为地方基础设施^①融资已经成为不少地方政府的普遍做法。国家按照企业债券的方法对其实施的管理必然会产生诸多矛盾。从长远来看,赋予地方政府举债权是解决这些矛盾的根本出路。近期则应改革国家年度行政审批制,督促指导省市级地方政府逐步建立地方基础设施债务融资的法律和监管框架,改善资本市场的管理职能,为将来逐步放开地方发债权的政策限制做好必要的准备。

关键词:基础设施企业债券 地方政府债券 债券管理

中图分类号:F812.5 文献标识码:A 文章编号:1006-3544(2004)03-0032-04

一、我国地方基础设施企业债券的主要特征

近年来通过地方企业债券的形式为地方基础设施融资已经成为不少地方政府(主要集中于省市级)的一种普遍做法。为了考察此类债券的总体特征,本文以发行主体、使用方向为判断标准,从中国债券信息网站、海通证券网、牛股网和和讯网等四大专业网站上公布的1998年9月至2003年11月间我国地方发行的企业债券中,挑选出湖南省经济建设投资公司债券等34只地方基础设施企业债券。^②通过统计和分析,本文认为近年来地方发行的此类债券具有以下三个主要特征:

1. 发行主体的行业垄断与政府背景。此类债券的发行主体是各省(市)基础设施行业的国有独资或控股的中介公司或国有大型企业集团。尽管发行主体的名称各不相同,比如建设投资公司、开发公司、发展公司、产业集团公司等等,但它们大都具有两个鲜明的特征:第一,行业垄断。这些发行主体在当地的公共基础设施行业中都占有全部或绝对多数的市场份额,拥有很强的行业垄断地位。如作为“海南民生燃气股份有限公司债券(1998)”的发行人,海南民生燃气股份有限公司从事的管道燃气业务在海口市占100%的市场份额。作为“济南市自来水供水公司建设债券(1999)”的发行人,济南市自来水公司在济南市供水行业的市场占有率为100%。第二,政府背景。此类债券发行主体的职责就是执行当地政府在基础设施发展方面的投融资决策,并在当地政府授权下直接管理和运营已建成或将要建成的基础设施,部分公司还被直接授权管理和使用地方基本建设投资的经营性基金。如作为“湖南省经济建设投资公司地方企业债券

(1998)”的发行人,湖南省经济建设投资公司本身就是湖南省基本建设投资经营性基金的管理机构,作为“贵州电力开发建设债券(1998)”的发行人,贵州省基本建设投资公司的主要职责也是管理和使用省级基本建设资金(包括有关省级专项建设基金)。

2. 使用方向的基础性与公共性。此类债券筹集的资金均用于具有较强公共性的地方基础设施领域,尤其是其中一些重大或重要基础设施项目的建设和运营,包括交通、自来水、电力、煤气、桥梁、旧城改造、高新技术园区基础设施、土地购置和开发等。在本文考察的34只债券中,仅从债券的名称看,就有13只专门用于交通建设的(包括铁路、高速公路、城区公路和国道),比例达38.24%;6只专门用于电力设施建设;2只专门用于城市供水设施建设;2只专门用于旧城改造项目。

3. 债券担保的双重性。在本文考察的34只债券中,几乎所有的债券都提供了双重担保——显性担保与隐性担保。两种担保的根本区别在于担保形式的性质是明显的,还是隐蔽的。地方基础设施企业债券的显性担保有机构担保、资金担保和资产反担保三种。从使用频率看,机构担保的比重最大,其次是资金担保,而实行资产反担保的债券很少。首先,从提供担保的机构看,主要是省(市)基础设施投资建设开发公司、大型国有企业、金融机构等。此外还有某些担保法所禁止的担保机构,如地方以公益为目的的事业单位(地方港务管理局、地方电力公司等)在个别债券的发行中也提供了担

^① 本文对基础设施的界定采用世界银行的标准,即包括三大类:第一,公共设施。电力、电信、自来水、卫生设施以及排污、固体废物的收集与处理、管道煤气。第二,公共工程。道路、大坝和灌溉及排水用渠道工程。第三,交通设施。城市与城市间铁路、城市公共交通、港口、航道和机场。

^② 本文的债券数据资料从以下网站获得:(1)中国债券信息网站 <http://www.chinabond.com.cn>。(2)海通证券网 <http://www.htsec.com>。(3)牛股网 <http://www.nugoo.com>。(4)和讯网 <http://www.2003.homeray.com.cn/html/bonds>。

收稿日期:2004-03-09

基金项目:国家自然科学基金项目(70173009)

作者简介:黄春蕾,女,厦门大学财政系博士研究生,主要研究方向:

财政理论与政策。

©1994-2011 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

保。上述这些担保机构有的是当地政府或部门直接出资设立的,有的直接隶属于当地政府或政府部门,另外一些部门也在诸多方面对当地政府有依赖关系。其次,从此类债券提供的担保资金看,有地方建设基金、回收再贷资金、基础设施的折旧资金和经营性收费等。显然,这些担保机构均有明显的政府背景。与显性担保不同,地方基础设施企业债券的隐性担保是指担保法中明确规定不具有担保资格的地方政府行政部门为实现融资目的,依靠政府信用,以口头承诺或暗示等隐蔽的方式为企业债券提供的一种担保形式。此类隐性担保在法律上显然是无效的,而且无论在担保双方的权利义务关系界定,还是在担保范围、担保期限、担保性质等方面均不够明确,缺乏规范性。为了提高债券对投资者的吸引力,发行人在其发行章程中都会努力地暗示债券所获取的隐性担保。

二、我国地方基础设施企业债券管理中存在的矛盾

通过以上的特征分析可以看出,我国近年来出现的地方基础设施企业债券与普通企业债券形式相似,而本质却大不相同,即前者存在的根基是政府信用,后者凭借的是私人信用。在我国预算法不允许地方政府发行公债的情况下,地方政府为满足迅速增加(包括正常增加和非正常增加)的地方基础设施融资需求,只能借助于地方企业债券这一地方政府能够利用的工具来规避法律的限制,从而产生了现阶段我国所特有的一种债券形式。当前,对于这一特殊债券形式的出现及其规模与范围的不断扩大,国家有关管理部门的态度不甚明朗,既没有正式承认其合法性,也没有积极地予以取缔,而只是简单地根据其外在形式将其划归企业债券的管理范围,因此在管理时仍依据的是《企业债券管理条例》(1993年制定)。根据此条例,国家对地方基础设施企业债券实行年度行政审批制,包括编制年度债券发行计划和审批债券发行两个环节。1998年以后审批权由人民银行执行,具体的发债企业名单则由国务院发展与改革委员会会同人民银行和证券监督委员会三家机构共同商讨后决定。发行后的日常监管工作则由各级人民银行会同当地的发展与改革委员会负责。

事实上,根据发达国家的普遍做法,公司债券与地方政府债券的管理应分别适用不同的法律法规,设立不同的管理机构,采取不同的管理方式。而我国当前对地方基础设施企业债券(本质上是政府债券)与普通企业债券依据同一项法律,采取同样的管理办法,这只能说是一种权宜之计,况且以年度行政审批制为主要控制手段,以《企业债券管理条例》作为法律依据的管理体制本身已呈现出种种弊病。比如对企业票面利率不得高于银行同期限居民储蓄定期存款利率的百分之四十的限定早已过时等等,而用这种管理体制来对地方基础设施企业债券进行规范与约束必然引发更多的矛盾。

1. 国家对地方基础设施企业债券的发行审批制已经名不符实。国家对企业债券的发行审批制包括对发行主体的审批和发行项目的审批两项内容。从对主体的审批看,由于地方基础设施企业债券的发行主体——各类地方融资中介机构本身就是地方政府的融资工具,它们或者从一开始就是按照《条例》中的有关规定(包括盈利年限和自有净资产等项限制)设立的,或者通过某些技术上的简单处理便可达到发债

资格的要求。因此债券发行之前国家所进行的繁琐、耗时的主体审批工作已经失去了真正的意义,而且还不可避免地使地方政府设置了寻租机会,并导致了巨额的寻租成本。从对项目的审批看,此类债券均用于国家鼓励地方投资的基础设施领域,符合国家产业政策。但是,这些地方基础设施项目在当地的投资是否已经过剩、结构是否合理、是否具备偿债能力等方面,国家审批的困难很大。特别是由于基础设施项目的收益率水平和偿债能力受诸多因素的影响,不同地域、不同行业的基础设施项目的收益率相差悬殊,这就要求地方政府真正了解本地举债项目的真实情况,而随着债券发行地域范围与发行主体行业范围的扩大,中央政府获取债券真实收益率的信息成本会急剧增加,中央政府的项目审批难度会更大。不可避免地,一些并不具备偿还能力的项目也可能得以蒙混过关,为债券的最终偿还埋下了巨大隐患。另外,国家的发行审批制并没有涉及如何防止地方政府实施的隐性担保的短期行为问题,可以说这是发行审批制的一大缺陷。

2. 现有的日常监督管理制度在监督地方基础设施企业债券依法使用与偿还方面收效甚微。普通的企业债券由于债券发行主体产权关系明晰,债务资金的借、用、还主体惟一,权责利统一,因此债务资金在使用与偿还方面的内在约束机制是健全的。而对于地方基础设施企业债券来说,由于地方一级新的国有资产监督管理体制改革刚刚启动,地方国资委与地方基础设施企业债券发行主体间的产权关系尚未真正理顺,地方政府的随意担保行为使债券的发行主体处于预算的软约束状态,结果必然由当地政府来承担债券的最终偿债责任,因此从债券发行之日起,这些债务就构成了当地政府的或有债务。由于不少债券发行前未经理论论证,某些债券投资的基础设施项目无法产生足够的现金流作为偿债的资金来源,或者因为管理的漏洞出现了债券难以偿还,结果这些或有债务中的相当一部分已经转变成许多地方政府的巨额直接债务。长此以往,这些债务负担的不断累积将成为地方财政危机爆发的重大隐患,而在现有体制框架下,地方财政危机的后果又将必然转嫁到中央财政身上,最后由全国的纳税人来承担。这显然是不合理的。然而,现有的企业债券日常监督管理制度在监督地方基础设施企业债券依法使用与偿还,阻止债务向地方政府和中央政府转移方面却显得势单力薄,收效甚微。其原因,一方面在于现有的制度设计将日常监管职责只赋予了各级人民银行与当地的发展与改革委员会两个机构,而将地方政府这一重要的利益主体和责任主体排除在了管理监督职责的范围之外,这不仅无助于增强地方政府对自身债务的管理偿还意识,而且还为其对现有管理机构施加各种影响和推脱违约责任提供了便利。另一方面,地方国有资产监督管理体制的滞后是地方基础设施企业债券偿还责任模糊,地方政府债务负担不断加重的根本原因之一,而现有的企业债券日常管理制度的内容基本未涉及这一领域的改革。

3. 现有的国家管理体制中缺乏对债权人合法利益的有效保障机制。当债券发行人不能偿还到期债务时就发生了债券违约。企业债券违约后,债权人的利益可通过法定的破产程序,从破产企业的清算资产中得到保障。而对于政府债券的债权人来说,一旦政府债券发生违约,按照常理,政府几乎

不可能破产,因此破产清算机制将失灵,这时如何保障债权人的合法利益就成为一个重要问题。在国外,美国大萧条期间地方政府债券违约事件的频发导致了《联邦市政破产法》这一违约保障机制的出台。根据这一法律,任何因无力偿还导致债务违约的地方政府都可以向联邦法院提出破产申请,并据此获得批准进行债务重整。破产的目的是为了确保政府能够继续为其居民提供服务,保护其财产。根据破产法的规定,政府申请破产以后,法院将保护政府的财产,并同时制定一份计划,支付其所欠的大部分债务。但与私人和公司破产不同,政府破产只能是自愿的,而且很少发生,通常只涉及到比较小的特区,而不是一般的政府。^①大部分地方政府在违约时则依靠更传统的债券调换程序。^②有些州设有专门的管理机构来帮助遇到麻烦的地方政府,并根据债务违约的程度提出不同的补救措施,有时州还有权力对地方政府实行强制性特别补救。^③可见,上述几种违约保障措施对美国地方政府债券持有人的利益提供了比较有效地保护。再来看我国,由于政府仍按照企业债券对地方基础设施企业债券进行管理,当地方基础设施企业债券发生违约时,按照企业破产法的规定,作为发行人的各类融资中介公司应当通过破产清算来偿还债务,但事实上由于其特殊的地位和性质,此类发行人又很难破产,其应当承担的到期债务负担就都落到了当地政府身上,到这时地方基础设施企业债券的政府债券的本来面目便暴露无疑了。然而目前我国地方政府债券违约保障机制仍是空白,现实中债权人的利益主要依靠两条途径来保障,首先是当地政府的自律能力和自发偿债意识,这是主要的。其次,如果地方政府自觉偿债意识不强,债权人就只有诉诸法律。但由于目前我国在公共建设领域发生的政府与平等民事主体间的债权债务关系的法律制度尚存在很大漏洞,法院独立审判能力又受到很大限制,因此债权人通过法律诉讼进行追偿的成功率也往往很低。这反过来进一步纵容了债券发行人以及地方政府的故意违约和债务长期拖欠行为,极大地损害了债权人的合法利益。

三、解决我国地方基础设施企业债券管理矛盾的出路

(一)根本出路——放开地方政府发债权

从以上矛盾的分析中我们已经看出,现有的企业债券管理体制已经无法实现对地方基础设施企业债券的有效管理。而要解决这其中的诸多矛盾,最理想的出路就是开放地方政府发债的禁区,从法律上严格划分企业债券与政府债券的界限,还地方基础设施企业债券以地方政府债券的真面目,继而实现对地方政府债券全面而有效地管理。但目前,这一最理想途径的实现条件仍不成熟。按照分级财政理论以及国外成熟市场经济国家分级财政的普遍做法,相对独立的地方预算是地方政府被授予举债权的根本前提,也是分级财政体制协调运行的重要保证。^④然而目前我国地方预算仍算不上是一级相对独立的预算。一般认为地方预算的独立性主要通过地方财政自给率^⑤和地方财政支出自主程度^⑥两类指标予以衡量。从第一类指标看,我国目前的地方财政自给率低,只有0.5-0.6,^⑦地方政府对中央政府转移支付的依赖程度近年又呈现增长趋势。^⑧据调查,全国许多省份中都不同程度地在

在着基层地方政府(县乡)每年靠上级政府转移支付维持机构正常运转的现象。从第二类指标看,地方财政支出自主程度低。由于我国五级政府间的财政事权划分模糊,并缺乏严格的法律约束和稳定性,因此地方政府尤其是基层政府往往成为这种制度安排的最大受害者,它们不但承担了全国大约70%的支出,而且支出中法定支出与固定支出项目也越来越多,此类项目涉及从农业、基础教育、社会保障、环保到公务员工资、公共卫生和医疗等诸多领域。^⑨因此,我们认为当前我国仍不存在相对独立的地方预算,而且其独立性也难以在短期内(3-5年)得到显著提高,也就是说地方政府发债禁区还无法在短期内开放。

基于上述因素,探索当前形势下如何更好地管理我国地方基础设施企业债券成为一项重要课题,这同时也是为逐步放开地方发债限制做好必要的准备。

(二)近期选择——建立综合管理体系的基本框架

借鉴和吸收国外地方政府债券管理的经验和教训,我国近期应以改革国家审批制、督促指导省市级地方政府逐步建立地方基础设施债券融资管理的法律法规,改善资本市场的管理职能为核心,尽快建立由中央、地方和市场组成的三次综合管理体系的基本框架。

1. 中央应改革行政审批制,督促并指导地方政府(省市级)逐步建立地方基础设施债务融资的法律和监管框架。首先,建议尽快取消对地方基础设施企业债券的特事特批式年度行政审批制。取消年度审批制后,国家的宏观调控意图可重点通过以下三种途径予以体现:第一,继续保留年度发行限额制度,但应根据国家的宏观经济总量与区域经济结构构

① John L. Mikesell:《Fiscal Administration—Analysis and Application for the Public Sector》, six edition, Belmont, CA: Wadsworth Publishers, c2003, p563.

② Alan Walter Steiss, Emeka O. Cyprian Nwagwu.:《Financial planning and management in public organizations》, New York: Marcel Dekker, c2001, p293.

③ 托马斯·D·林奇著《美国公共预算》(第四版),北京:中国财政经济出版社,2002年,第248页。

④ Giancarlo Pola, George France, and Rosella Levaggi.《Developments in Local Government Finance》, Cheltenham, UK; Brookfield, Vt.: Edward Elgar, c1996, p230-231.

⑤ 指地方政府通过自身财源获取的年度财政收入占该财年本级财政总收入(或总支出)的比重。

⑥ 指在地方年度财政总支出中,为履行(或提供)上级政府或有关法律规定的职能(或公共服务)而进行的支出所占的比重。

⑦ 1997-2002年地方财政自给率不断下降,分别为:0.61、0.60、0.58、0.58、0.57。资料来源:根据1998年、1999年、2000年、2001年和2002年财政年鉴,第358页、390页、342页、286页、299页的财政决算数字分别计算而得。

⑧ 1999年中央政府向广东省返还208.6亿元,占该省预算收入的27%;对上海返还229亿元,占上海预算收入的54%;对江苏省返还203亿元,占江苏预算收入的59%。资料来源:《商业周刊》,http://www.southcn.com/finance/financenews/guoneicaijing/200312020614.htm.

⑨ 今年中央一号文件涉及的支农支出(包括各项减免)又将成地方各级政府的刚性支出。目前还缺乏对此类刚性支出规模可靠的测算数字。

展战略,按照各省财政实力与财政需求的实际情况,以更科学、更公开的测算指标制定各省年度发行限额,各省将在此限额内自主确定具体发行哪些债券,并报中央备案;第二,国家可制定相关法规严格限定地方基础设施债券的使用方向,防止出现过度、重复投资,由国家相关机构重点加强监督检查;第三,为了加快落后省份基础设施投资步伐,提高其发行的基础设施债券的市场吸引力,在基础设施初建阶段中央可通过财政补贴的方式予以重点支持。其次,应将督促指导地方政府(省市级)逐步建立地方基础设施债券融资管理的法律法规,建立地方政府债务的违约保障制度以及责任追究与处罚制度作为中央政府今后一个时期的工作重点。我们认为,由于干部任期制和债务有效管理行为的正外部性等原因,地方政府很难形成对自身债务的自觉管理行为,只有在中央政府从外部以法律的形式加强约束和监督,以及必要的指导下,通过地方政府自身的努力,才能逐步形成地方政府债务管理的有效体制。同时,作为增强地方政府对自身债务责任感的必要条件,以事权和财权对称原则来提高地方政府预算的独立性应成为近期财政体制改革的主要方向。

2. 地方政府要规范自身担保行为,推进国有产权改革,逐步建立对本辖区地方基础设施企业债券的日常管理制度。随着债券规模的逐渐扩大,地方(省市级)政府有必要承担起对自身债券融资的日常监督和管理职责。(1)应制定并出台一套适合本省情况的具体的债券管理法规和制度,包括从债券融资决策、债券发行、债务资金使用与回收、债务偿还以及债券运行的审计与监督的一整套管理规则,并将其作为地方政府实施管理行为的依据。(2)探索组建地方债务管理的专门机构,合理划分管理职能,改变现有的债务管理分散和混乱的局面。(3)应加快实施地方国有产权改革,明确地方政府及其各部门与各融资中介公司、担保机构之间的责权利关系,取消政府隐性担保,切断债务负担向地方财政不合理转移的渠道。(4)在地方债务管理方面重点加快地方公共基础设施使用费制度改革步伐,在保证融资项目获得稳定、合理的成本回收的基础上,加强对公共投资项目的财务管理和资产管理,同时建立债券资金的专款专用制度,落实严格的偿

债基金制度。最后,需要强调的是要加强对地方债务的预算管理。可选取某些公共投资项目进行省(市)级资本预算改革试点,为建立完善的地方资本预算体系做准备。

3. 充分发挥债券市场对地方基础设施企业债券的微观管理作用。健全的债券市场本身具有对债券微观运行管理的客观功能。目前阻碍我国债券市场发挥其监管作用的主要因素有:行政干预过多、投资主体的风险意识和辨别能力不强、流通市场严重滞后、中介机构职能弱化和信息披露不充分等。因此改革应从以下方面入手:(1)取消利率上限。随着利率的市场化,地方基础设施企业债券的票面利率应以国债利率和同期银行贷款利率为参照,结合债券投资的本地区基础设施行业的资金利润率水平、信用评级等因素由发债企业具体确定。(2)培育健康的债券投资者群体。通过培训、讲座、发行手册等多种方式加大对个人投资者的债券投资知识的传授,改变某些错误投资偏好,提高其投资债券的风险意识和风险辨别能力。(3)拓宽企业债券流通渠道和流通范围,积极发展柜台交易和银行间企业债券交易,形成多元化的企业债券二级市场体系,满足投资者的多样化需求。(4)加强对债券承销商、信用评估机构、会计师事务所、律师事务所等市场中介机构的规范和管理,使其真正发挥出中介机构应有的中介服务和监督管理功能。(5)完善信息披露制度,重点通过确保债券发行人有关信息披露的真实性、充分性和及时性,强化资本市场对债券发行人的约束。

参考文献:

- [1] (美国) 罗伯特·齐普夫著. 市政债券运作[M]. 北京: 清华大学出版社, 西蒙与舒斯特国际出版公司, 1998.
- [2] 宋方秀. 中国准市政债券研究[J]. 经济体制改革, 2002(6).
- [3] 马骏. 财政风险管理: 新理论与国际经验[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2003.
- [4] 张鹏. 债务契约理论[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2003.

(责任编辑 封俊国 校对 阎东彬)



华厦春浓



开拓创新



万里江山处处春

作者 河北 晓月