

地方债务扩张的政府策略

——来自融资平台“城投债”发行的证据

张 路

[摘要] 在提供“隐性担保”之外,中国地方政府是否会采取更加“主动”的措施来通过融资平台扩张债务?这些措施会对地方债务规模和成本造成哪些影响?本文基于微观数据,针对地方政府在“城投债”发行前后对融资平台的多种(显性)“财务支持”行为进行研究,发现在融资平台首次发行债券前,地方政府会显著增加对融资平台的注资(增资),以达到快速扩大其规模的目的;融资平台获得的土地资产规模显著增加,其中,可能包括地方政府的土地注入;地方政府会增加政府补贴数量,帮助融资平台达到债券发行的“门槛”要求;部分“财务支持”行为有助于“城投债”获得更高的外部信用评级,但对其发行利差没有显著影响。本文为分析地方债务问题提供了新的研究视角,对深入理解融资平台运作机制和地方政府债务问题具有意义。

[关键词] 融资平台;“城投债”;地方政府;地方债务;财务操纵

[中图分类号]F124 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2020)02-0044-17

一、引言

2008年末由中央政府推动的“四万亿”投资计划对其后十年的中国经济产生了深远影响,其中,最重要的“遗产”是以地方政府融资平台(LGFVs)为代表的地方经济发展模式,以及随之而来的地方(隐性)债务问题(Bai et al.,2016;Chen et al.,2017)。尽管受到中央政府日益严格的限制,地方政府融资平台依然不断地以各种方式进行举债,造成地方政府债务水平不断膨胀。根据财政部的统计,截至2017年底,中国地方政府债务余额高达16.47万亿元,而一些学者估计的实际负债更高。地方债务的无序扩张不仅“挤出”制造业企业融资(Liang et al.,2017)和投资(Huang et al.,2019),削弱中国经济的长期发展动能,甚至可能在短期内诱发系统性金融风险(毛锐等,2018)。在这种形势下,2019年的中央经济工作会议明确提出“打好防范重大金融风险攻坚战,稳妥处理地方债务风险”,而要实现这一目标,需要对地方债务扩张中的政府作用和行为进行全面分析。

目前,有关地方债务的研究主要集中在地方政府“隐性担保”上。作为“名义”债务主体,融资平台的主营业务是城市基础设施建设,这些项目具有建设周期长、收益率低的特点,融资平台自身产生的利润很难满足债务偿还的要求。一旦地方债务面临违约风险,作为“实际控制人”的地方政府可

[收稿日期] 2019-06-04

[作者简介] 张路,首都经济贸易大学金融学院讲师,经济学博士。电子邮箱:zhanglu_nk@126.com。感谢首都经济贸易大学“新入职青年教师科研启动基金项目”的支持,感谢首都经济贸易大学尹志超教授、成都农商银行刘子寅博士,以及匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

能被迫动用所控制的资源来对融资平台进行救援^①。在这种情况下,地方政府财政状况和官员的特征关乎其“担保能力”和“担保意愿”,从而对地方债务行为和成本具有重要的影响。遵循这一逻辑,学者们从宏观经济风险(王永钦等,2015)、地方财政状况(汪莉和陈诗一,2015;罗荣华和刘劲劲,2016;钟辉勇等,2016)、官员特征和晋升动机(罗党论和余国满,2015;Ang et al.,2016),以及制度环境(潘俊等,2015)等多方面对地方债务问题进行了较为全面的研究。在融资平台众多的融资方式中,“城投债”(由银监会认定的地方融资平台公司发行的企业债和公司债)以其不断增长的份额、丰富透明的信息,成为相关研究所依赖的最主要的数据来源。

值得注意的,在上述研究中,地方政府在“城投债”评级和发行过程中扮演的是一种“消极”的角色;资本市场投资者通过观察地方财政状况和官员特征来评估地方政府的“担保能力”,进而评估债券所蕴含的违约风险。然而,在现实中,在金融市场上发行“城投债”对融资平台而言并非“免费的午餐”;截至2017年5月底,累计有1937家融资平台在银行间和交易所债券市场发行了债券型融资工具^②,发债平台的信用等级不断分化。在监管部门不断加强政府债务监管的趋势下,尤其是2014年9月《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)颁布之后,投资者对“城投债”背后的“政府隐性担保”的信心开始动摇^③;部分机构投资者只购买一定评级水平之上的“城投债”(钟辉勇等,2016);不同评级水平“城投债”的发行利差开始出现明显的分化,低评级的“城投债”收益率明显上升。在这种情况下,作为融资平台实际控制人的地方政府有强烈的动机采取更加“主动”的措施,改善作为名义举债主体的融资平台的财务状况,提高债券外部信用评级,以实现“争夺有限的金融资源,促进地方经济增长”的目标。

根据已有研究中的相关讨论(高哲理,2017),本文将实践中地方政府在融资平台发行“城投债”之前对其进行的各类“财务支持”的措施划分为两类。第一类针对融资平台的资产负债表,主要表现为地方政府将其控制的大量土地资产和地方国有企业股权注入融资平台。这不但可以达到“做大”平台净资产的目的,还为债券发行提供了重要的抵押资产^④,后文将其称为“资产负债表支持”。除此之外,另一类措施针对融资平台主要从事公共服务事业和基础设施建设,主营业务盈利能力较差的现状,通过增加政府补贴和融资平台应计收入等方式,改善其盈利指标,进而达到监管部门设定的企业债发行“门槛值”,后文将其称之为“利润表支持”。为了与前述“隐性担保”相区别,本文将上述两大类措施定义为地方政府的(显性)“财务支持”。

在公司金融领域,有两类重要现象与本文考虑的地方政府对融资平台的“财务支持”现象具有密切联系。一类现象是公司的“盈余管理”(Earnings Management),指管理层通过会计方法或安排真实交易来“美化”财务报告^⑤,以误导利益相关者对公司业绩的理解,从而在随后的金融交易或高管薪酬方面获取利益。Teoh et al. (1998)发现美国公司在上市前会显著增加应计盈余管理的强度,以

- ① 政府隐性担保依然存在的一个间接证据是,迄今为止,融资平台募集的地方政府债务仍然没有发生实质性的违约。
- ② 主要类型包括企业债、公司债、中期票据(MTN)、短期融资券(CP)、超短期融资券(SCP)和非公开发行的定向债(PPN),本文主要关心企业债和公司债。
- ③ 最主要体现在政府隐性担保最重要的实现机制——政府“担保函”(承诺函)的法律地位被否定。典型事例包括,2014年年末,常州市天宁区财政局(14天宁债)和乌鲁木齐市财政局(14乌国投债)相继撤销了之前出具的承诺函(将债权纳入政府债务的说明)。
- ④ 正因为这一现象的普遍存在,一些学者将融资平台发展模式称之为“土地金融”模式(郑思齐等,2014)。
- ⑤ 根据实施方式的不同(调整应记项目还是安排真实交易),盈余管理又可以被区分为应记盈余管理和真实盈余管理。

便获得更高的 IPO 溢价,然而这一行为对其未来股票收益率造成不利的影 响。Demirtas and Cornaggia (2013) 发现公司首次债券发行前后公司的应计盈余管理行为显著增强。Caton et al. (2011) 针对公司债券增发的研究发现了类似的结论。国内研究方面,刘娥平和施燕平(2014)基于 A 股数据的研究发现:发债公司在获得首次外部信用评级前,正向的盈余管理水平持续上升。另一类更具有中国特色的现象是地方政府对本地企业 IPO 的补贴现象。Chen et al.(2008)发现,在“审核制”和“核准制”的上市制度下,地方政府有动机通过财政补贴的方式,帮助其达到证监会设定的 IPO 标准。这一行为事实上构成了地方政府协助下的公司“盈余管理”。随后一些研究(王克敏等, 2015;步丹璐和狄灵瑜,2017)发现,在控制其他因素条件下,地区市场化水平越低,地方政府为 IPO 公司提供的补助越多。尽管在逻辑上有相似之处,本文在研究问题的内涵上与上述文献明显不同:①一般企业在进行盈余管理时为了节约金融资源,往往通过“多记应收项目”的方式实现,而地方政府往往通过“真实的”资产转移(土地、股权)以及补贴收入的方式对融资平台进行支持;②企业实施盈余管理的资源主要来自于企业内部,而融资平台的类似行为则有赖于地方政府提供的外部支持,后者也可以理解作为一种“母公司”对“子公司”的财务支持;③准备进行 IPO 的地方企业绝大多数不属于地方政府融资平台范畴,很少承担公共事业服务职能,很少直接接受地方政府的资产注入(“资产负债表支持”)。

本文基于 2007—2017 年中国地方政府融资平台财务数据和“城投债”发行数据,创新性地构建了三个反映地方政府对融资平台进行“财务支持”的变量:补贴收入、土地资产注入和增资。在同时考虑融资平台和年份固定效应的面板计量模型中,本文发现,地方政府在融资平台发债之前会显著地增加对其发放的补贴、土地资产注入和增资(资本公积金增加)。本文随后采用“分布不连续”(Distribution Discontinuity)检验方法,在融资平台盈利指标门槛值附近发现了财务操纵的证据,这支持了地方政府采用财政补贴“改善”平台盈利指标的假说。最后,本文发现上述“财务支持”活动中的增资行为显著地提高了“城投债”的外部信用评级,但对其发行成本(利差)没有显著影响。

本文对相关领域研究的可能贡献主要体现在如下方面:①首次从动态的视角考察“城投债”发行前后,地方政府对其进行的各种“财务支持”行为的变化。这有效地弥补了目前大多数文献在研究地方债务问题时,局限于财政状况、官员特征等静态视角,而忽视了地方政府“主动行为”的不足,从而为研究地方债务问题提供了新的视角。②发现不同形式的财政支持对融资平台的融资行为和结果的影响机制具有显著的异质性,如补贴收入有助于平台达到监管部门设定的发行要求,而增资主要有助于提高“城投债”外部信用评级。③采用手工搜集的方式,整理了一个 2007—2017 年包括 1100 余家发债融资平台财务信息的微观数据库,有效克服了之前相关研究面临的数据限制,为后续有关地方债务问题的深入研究提供重要的数据支持。

本文其余部分的结构安排如下:第二部分描述了地方政府融资平台的发展历程和运作机制,并从理论上剖析了地方政府在融资平台债券发行过程中的重要作用,由此提出本文三个主要的研究假说;第三部分主要介绍样本选取、变量构建及描述性统计;第四部分对地方政府两类资产负债表方面的“财务支持”行为进行了实证检验;第五部分对地方政府补贴与融资平台盈利指标的关系进行了实证检验;第六部分考察“财务支持”对“城投债”外部信用评级和发行利差的影响;第七部分是结论。

二、理论分析与研究假说

2008 年末,中国中央政府为了应对国际金融危机所带来的冲击,宣布实施“四万亿”投资计划。

在具体实施过程中,国家开发银行和国有商业银行向地方政府设立的各级融资平台(LGFVs)提供大量的银行贷款,后者利用这些资金投资于各种基础设施建设项目,从而实现拉动经济增长的目的(Bai et al.,2016)。在这一过程中,来自三大开发银行和商业银行的信贷成为融资平台最重要的资金来源,根据 Bai et al.(2016)的估算,2009年约有90%的地方基建融资来自银行。

尽管上述以“巨量银行信贷增速和基建投资”为主要特征的刺激计划在短期内实现了稳定经济增长和就业的目标(Ouyang and Peng,2015;Wen and Wu,2019),但融资平台过快增长的负债也引发了对地方债务风险的忧虑:基础设施项目往往具有建设周期长、收益率低的特点,自身经营产生的利润很难满足银行贷款的偿还要求。一旦融资平台无法按期足额偿债,不但国有银行的经营会受到重大影响,作为“隐性担保”方的地方政府也需要承担偿还责任。面对这一隐患,中央政府在2010年初开始限制商业银行和政策性银行对地方政府融资平台的信贷,这迫使融资平台为其正在进行的基建项目寻找新的融资来源(Chen et al.,2017)。与此同时,融资平台在“四万亿”投资计划时期获得的主要是中期贷款,期限一般在4—5年,这些贷款在2013年之后多数即将到期,这使得融资平台面临巨大的债务偿还压力。在银行信贷受限和债务滚动(Rolling-over)的“双重压力”下,地方政府融资平台开始将发行“城投债”作为新的主要融资渠道(见图1)。根据 Chen et al.(2017)的研究,在那些2008年“四万亿”投资计划时期更“激进”地通过银行信贷来增加基础设施投资的省份,融资平台在2012—2015年间发行了更多的“城投债”。

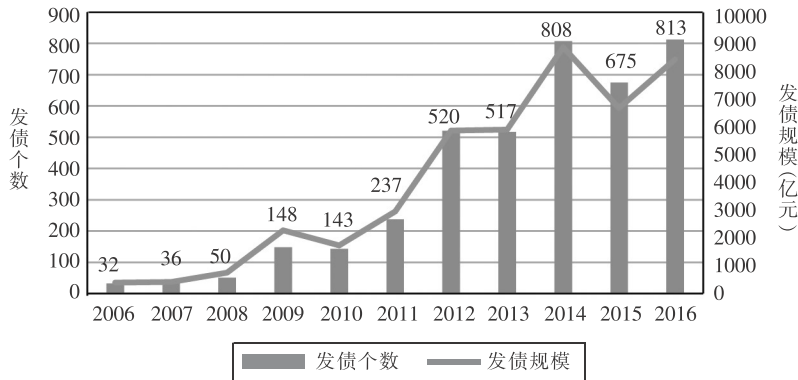


图1 2006—2016年“城投债”发行概况

资料来源:根据 Wind 数据库计算。

与银行信贷相比,“城投债”作为一种直接融资方式,需要面向不特定投资者公开发行。这种情况下,投资者没有动力去花费昂贵的成本发掘“私人信息”(Private Information),而更加依赖债权人披露的财务信息、地方政府的财政状况和外部的评级报告去克服“信息不对称”问题。理论上,Holmstrom and Tirole(1997)通过一个两期模型证明了,当存在不确定性和道德风险时,只有当借款人的资产水平超过一个内生的门限值时,才能够获得贷款。与此同时,Bester and Hellwig(1987)、Besanko and Thakor(1987)、Chan and Kanatas(1985)等人的理论研究表明,提供抵押物作为一种“有成本的信号发送”形式,有助于借款人将自身同那些资质较差的竞争者区分开来,从而在充满“信息不对称”的金融市场中获得融资。在这种情况下,地方政府有动力通过各种形式的“财务支持”措施,将自身控制的资源(国有企业股权、土地使用权和公共事业收费权)注入融资平台,在短期内扩大后者的资产规模和资产净值,以便从竞争性的资本市场争夺有限的金融资源。这类“资产负债表类支持”的主要表现形式是融资平台“资本公积”科目数额在短期内的迅速增加。综合上述理论分

析,本文提出:

假说 1:融资平台在首次发行“城投债”之前会获得相对更多的地方政府的增资。

土地是地方政府控制的最重要的资产。大量已有研究文献发现,地方政府会通过各种方式将土地资产注入融资平台,进而为其后开展的基础设施项目融资提供必要的抵押品,而基础设施的改善又最终会通过“资本化”过程导致城市土地升值。这一过程构成了中国特有的“土地金融”模式(郑思齐等,2014;Liang et al.,2016,张莉等,2018;张路,2019)。然而 2004 年之后,中央政府规定所有经营性土地原则上必须采用“招拍挂”的形式进行出让^①,这导致地方政府难以完全通过“无偿划拨”的方式注入土地资产。为了规避这一限制,地方政府经常在融资平台通过“招拍挂”形式获得土地之后,以各种方式(如财政补贴)向其“返还”支付的土地出让金(高哲理,2017)。如果这一推理成立,尽管本文目前无法直接观察到融资平台获得土地的实际成本,但应该能够发现在首次发行“城投债”之前,融资平台在土地出让市场上获得了更多的土地^②。综合以上分析,本文提出:

假说 2:融资平台在首次发行“城投债”之前会获得更多的土地资产。

除了在资产端提高发债主体资质,地方政府还需要帮助融资平台克服进入资本市场的障碍。为了保证债券市场的健康发展、控制风险,债券市场监管部门(国务院发展与改革委员会,以下简称发改委;证券监督管理委员会,以下简称证监会)对企业债发行主体的财务状况设置了一系列“门槛”条件。例如,发改委财金[2008]7号文规定,企业债发债企业的财务状况必须满足如下条件:①股份有限公司的净资产不低于人民币 3000 万元,有限责任公司和其他类型企业的净资产不低于人民币 6000 万元;②累计债券余额不超过企业净资产(不包括少数股东权益)的 40%;③最近 3 年平均可分配利润(净利润)足以支付企业债券 1 年的利息。然而在现实中,融资平台承担大量低利润甚至无偿的公共事业服务职能,自身盈利能力较差,但其债务发行规模却很大。在本文的样本中,融资平台第一次发债前 3 年的营业利润(不包括财政补贴收入)中位数为 5672 万元,而债券利息的中位数为 6983 万元,约有 44.43%的融资平台的营业利润无法支付 1 年的债券利息,从而无法满足发改委提出的债券发行门槛条件。在这种情况下,来自地方政府各种名义的补贴收入对融资平台能够顺利在资本市场融资起到至关重要的作用^③。这也构成了地方政府对融资平台的“财务支持”,特别是通过财政补贴方式改善融资平台盈利状况的另外一个动机。由此提出:

假说 3:地方政府会通过调整财政补贴数量保证融资平台满足企业债发行条件。

假如地方政府确实在融资平台发行债券前实施了以上的“财务支持”措施,那么这些措施将如何影响包括外部信用评级和发行成本在内的发行结果呢?理论上,地方政府的“财务支持”行为可能从两个相反的方向影响债券的评级和发行利差。一方面,包括“土地资产注入”和“增资”在内的资产负债表支持措施可以令融资平台在短期内迅速扩充资本,增强其名义偿债能力;而各种形式的政府

① 2001 年颁布的《国务院关于加强国有土地资产管理的通知》规定,商业性房地产开发用地和其他土地供应计划公布后同一地块有两个以上意向用地者的,都必须由市、县人民政府土地行政主管部门依法以招标、拍卖方式提供,国有土地使用权招标、拍卖必须公开进行。2004 年颁布的《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》进一步将包括工业用地在内的全部经营性用地纳入强制采用“招拍挂”出让的范围。

② 本文还注意到,大量融资平台承担基础设施和保障性住房的建设项目,这些工程项目都涉及土地出让。这类为真实项目所购入的土地数量在“城投债”发行前后并没有特别的变化。但如果本文所关注的“财务支持”动机确实存在,那么依然能够观察到土地资产在债券发行前有明显的增加。

③ 相对而言,由于几乎所有融资平台的初始资产规模(发债前 3 年)均显著大于 3000 万元,监管部门对发债企业资产规模的规定并不会对融资平台构成实质性的约束。

补贴(利润表支持)能够有效改善融资平台的盈利状况,美化其财务状况;此外,政府支持行为本身也反映出其对平台债务的“担保意愿”,从而向外部评级机构和投资者释放正面信号^①。这些因素都倾向于降低“城投债”的违约风险和发行利差。另一方面,注入资产中的相当比例在发行前已处于“权益受限”状态,且账面价值往往被高估^②,这可能造成市场投资者对资产规模扩张的真实效果产生怀疑。此外,机构投资者越来越多地通过自己开发的“内部评级体系”,而非仅仅依赖外部评级,来对债券风险进行评估。在这种情况下,地方政府激进的“财务支持”行为可能无助于降低风险溢价,从而对“城投债”发行利差没有显著影响。

已有实证研究对于这一效应也未能提供一致的证据。Caton et al.(2011)发现,美国公司在增发债券之前与平时相比从事了更多的“盈余管理”活动,但这一行为并未对其债券评级和发行成本造成有利的影响,活跃的“盈余管理”活动反而降低了初始债券的外部信用评级,并增加了债券的发行利差(Offering Yield)。相反,Demirtas and Cornaggia(2013)发现,美国公司在首次发行债券之前进行的盈利管理行为有助于债券获得更高的外部信用评级。刘娥平和施燕平(2014)对中国A股市场非金融类上市公司债券发行的研究获得了类似的结论。在有关“城投债”的研究方面,钟辉勇等(2016)发现,有担保的债券和地方政府公共财政收入的增加均有利于提高债券评级,但对债券发行利差的降低却无显著影响。他们认为,这种评级结果与发行结果的“分歧”可能源自中国债券评级市场“发行人付费”的商业模式下,评级机构与发行人之间的合谋所导致的评级结果无法真正反映信用风险。有鉴于此,本文将在实证分析部分检验地方政府“财政支持”对“城投债”外部信用评级与发行利差的影响。

三、数据与变量

1. 样本描述

本文实证分析采用的“城投债”发行数据和融资平台财务数据均来源于Wind数据库。针对部分融资平台的财务数据存在缺失的情况,通过手工搜集的方式,从债券募集说明书和跟踪评级报告中补充了缺失信息。此外,本文通过手工搜集的方式,从债券募集说明书中获得了融资平台的若干基本信息,包括平台公司的控股股东。地级市层面的宏观经济数据和地方政府财政数据主要来自历年的《中国城市统计年鉴》。

由于融资平台发行“城投债”在2006年之后开始逐渐增加,并在2009年之后呈现“井喷”(参见图1),本文样本区间选定为2007—2016年。接下来,依照如下的步骤对样本进行进一步的筛选:①合并了同时在多个交易市场上市的债券发行记录;②删除了所发行金融产品不属于企业债的融资平台样本。经过上述筛选和整理步骤,本文最终获得了一个包括738家融资平台财务数据及其发行的1107支“城投债”发行信息的样本,样本中不包括只发行中期票据(MTN)、短期融资券(CP)和定向债(PPN)的平台。其中,区县级平台占平台总数的50.5%、地级市平台占46.06%、省级平台占

① 在阅读“城投债”募集说明书的过程中可以发现,大多数平台都将“地方政府的大力支持”作为最重要的“偿债保障措施”之一置于债券募集说明书的显著位置,并且详细列举政府的各项支持措施。

② 在能够获得土地抵押信息的情况下,本文计算得到的融资平台(发债上一年)平均抵押土地资产占总土地资产之比为52.65%。此外,平台财务报表中的资产价值大多数情况下是通过评估确定的,而非其历史成本或市场价值。这意味着融资平台或地方政府可以通过与评估公司的某种意义上的“合谋”,来“高估”资产的价值。

3.44%^①;样本期只发行一支“城投债”的融资平台有 438 家,占样本平台总量的 62.6%。

2. 变量描述

主要解释变量是三类典型的地方政府“财务支持”手段:政府补贴、土地资产注入和划转国有企业股权(简称“增资”)。^①很多融资平台在年度财务报告中没有报告补贴收入的具体数额,但这部分收入根据会计准则被计入“营业外收入”科目。为了最大程度地保留样本中的有效观测值,本文采用“营业外收入”作为“政府补贴收入”的代理变量^②,从而获得补贴收入变量(*subsidy*)。^②鉴于现行会计准则将土地使用权纳入“无形资产”科目进行统计,本文将融资平台的“无形资产”年度增加值作为土地资产注入规模(*land*)的代理变量^③。^③地方政府作为融资平台的控股股东或实际控制人,向其划转的国有企业股权一般被计入“资本公积”科目,因此,本文将增资(*capital*)行为定义为融资平台“资本公积”项目的年度增加值^④。

控制变量可以分为三类。^①平台公司特征,本文从募集说明书中获得了融资平台在发债时的最终控制人情况,如果其最终控制人是地级市政府部门,定义虚拟变量“市级平台”取值为 1,类似地,如果最终控制人是省级政府部门,定义虚拟变量“省级平台”取值为 1,其余为区县级平台。同时,选取平台资产规模(*size*)、资产负债率(*leverage*)、营业利润率(*OIBD*)、流动比率(*Current-ratio*)作为平台财务控制变量。其中,营业利润率定义为(营业收入-折旧)/总资产;流动比率定义为流动资产/流动负债。^②发债平台所在地级市的宏观经济变量和财政状况,包括城市 GDP(*gdp*)、贷款发放与城市 GDP 之比(*loan_gdp*)、第三产业的 GDP 占比(*third_industry*)、固定资产投资与 GDP 比值(*fixbygdp*)、户籍人口(*Pop*)、预算内财政缺口(*budget_gap*)和新建住房平均价格(*HP*)。其中,预算内财政缺口定义为(预算内收入-预算内支出)/GDP。^③“城投债”发行特征,选取“城投债”发行利差、发行规模、期限,并根据发行条款定义了四个虚拟变量:是否允许回购、是否允许提前偿还、是否有担保和是否提供抵押。

表 1 报告了回归样本中被解释变量和其他变量的主要描述性统计,所有连续性水平变量均经过了对数化处理和 1%的缩尾处理,以防止离群值对估计结果的影响。

四、政府“财务支持”

1. 基准模型

在介绍完样本和变量之后,本文开始对首次发行“城投债”之前,地方政府对融资平台的“财务支持”进行实证分析。本文的基准计量模型是如下的双向固定效应模型:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 d_{[-3 \rightarrow -1]} + X_{it} \delta + f_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, y_{it} 表示融资平台 i 接受的各类地方政府“财务支持”的数额,包括:政府补贴、土地资产注入和增资; $d_{[-3 \rightarrow -1]}$ 是时间虚拟变量,当观测值处于首次“城投债”发行前 3 年至前 1 年时^⑤,取值为

① 本文以融资平台的最终控制人级别作为衡量融资平台级别的标准,例如,融资平台的最终控制人是某地级市国有资产监督管理委员会,那么本文就将其认定为市级平台。

② 当样本财务数据同时包括补贴收入和营业外收入信息时,本文计算了它们的比值,发现补贴收入/营业外收入的中位数为 0.99,证明融资平台的营业外收入是其补贴收入的良好近似。

③ 由于采用无形资产的一期差分,土地资产注入变量(*land*)的观测值小于政府补贴(*subsidy*)。

④ 由于融资平台的股东几乎全部是地方政府机构或其他融资平台,因此可以基本排除非政府主体向其注资的影响。

⑤ 大多数债券发行企业选择披露最早截至发债前 3 年的财务信息。

表 1 主要变量描述性统计

	全样本			发行一次平台样本		
	样本量	均值	标准差	样本量	均值	标准差
财务支持						
政府补贴(万元)	5963	8.6614	2.2945	3177	8.3936	2.3732
土地资产注入(万元)	4772	-0.3103	7.2818	2365	-0.3126	7.0606
增资(万元)	5544	5.9432	7.4694	2882	5.3626	7.3498
平台特征						
市级平台	6500	0.5105	0.4999	3442	0.4526	0.4978
省级平台	6500	0.0331	0.1789	3442	0.0418	0.2002
资产规模(万元)	6500	14.1870	0.8313	3442	13.9880	0.8065
资产负债率	6483	0.4601	0.1675	3431	0.4547	0.1703
营业利润率	6229	0.0662	0.0460	3331	0.0720	0.0480
流动比率	6350	5.1855	4.3787	3356	5.1775	4.4187
城市宏观特征						
GDP(万元)	5190	7.8848	0.9706	2752	8.0080	0.9533
贷款/GDP	5087	1.0237	0.4833	2696	1.0688	0.5007
第三产业占比(%)	5092	40.7740	7.7490	2697	41.5680	7.8403
固定资产投资/GDP	5016	0.7042	0.1960	2658	0.7022	0.1959
户籍人口	5095	5.2036	0.9302	2700	5.2727	0.9423
财政缺口	4465	-0.0185	0.0159	2332	-0.0169	0.0153
平均房价(元)	4720	8.5419	0.8148	2468	8.6353	0.8226
债券发行特征						
发行利差(%)	728	3.1031	0.9639	455	2.8394	0.9670
发行规模(亿元)	738	11.4580	4.6639	462	11.3380	4.9909
发行期限(年)	738	7.1572	1.1577	462	7.0541	0.9099
有回购条款	738	0.1450	0.3523	462	0.0974	0.2968
有提前偿还条款	738	0.8442	0.3629	462	0.8853	0.3190
有担保	738	0.5068	0.5003	462	0.4307	0.4957
有抵押	738	0.1694	0.3753	462	0.1212	0.3267

注:全样本中有关发行结果的描述性统计,针对的是所有出现在样本中的融资平台的首次债券发行,而不是全部的债券发行,因为前者是本文主要依据的实证分析样本。表中所有水平变量均取自然对数,并进行过缩尾处理。

1,其他时期取值为0; X_{it} 代表一系列控制变量,包括融资平台的财务特征,所在城市的宏观经济状况以及地方政府的财政状况,其中,城市宏观变量在回归中均滞后一期; f_i 代表融资平台的固定效应, δ_t 代表年度固定效应; ε_{it} 是残差项。在方程(1)中,本文主要关心发债前3年至前1年时间虚拟变量的估计系数 β_1 ,因为它衡量了“城投债”发行前地方政府(相对于其他时期)的财政支持力度。

表 2 报告了基准回归模型(1)的估计结果。本文首先考察政府补贴的变化,无论是否加入控制变量,系数 β_1 均在 5%的水平上显著为正;加入控制变量后,发债前融资平台获得的财政补贴数额平

表 2 地方政府的“财务支持”效应(基准回归)

	补贴收入 (<i>subsidy</i>)		土地资产注入 (<i>land</i>)		增资 (<i>capital</i>)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$d_{[-3 \rightarrow -1]}$	0.1954** (0.0962)	0.2129** (0.0993)	0.7761** (0.3656)	0.8801* (0.4928)	0.8336** (0.3241)	0.8829** (0.4053)
$size_t$		0.3599** (0.1812)		1.2296* (0.6618)		3.3044*** (0.6111)
$leverage_t$		-0.0046 (0.0065)		-0.0078 (0.0241)		-0.0356 (0.0236)
$OIBD_t$		-19.0910*** (3.9964)		-8.3586 (15.9720)		3.1860 (16.3100)
$Current-ratio_t$		-0.0143* (0.008)		-0.0737*** (0.0240)		0.0141 (0.0287)
gdp_{t-1}		-0.3194 (0.5789)		1.0960 (2.0492)		-2.2770 (2.0410)
$loan_gdp_{t-1}$		0.1173 (0.2231)		1.3842* (0.7208)		-0.1178 (0.6926)
$third_industry_{t-1}$		-0.0085 (0.0179)		-0.1041 (0.0803)		0.0523 (0.0734)
$fixbygdp_{t-1}$		0.4931 (0.3799)		-0.6229 (1.4838)		-1.0948 (1.5499)
Pop_{t-1}		-0.0056 (0.2878)		0.2200 (1.1031)		0.0250 (1.0473)
$budget_gap_{t-1}$		-12.8960*** (3.8670)		-29.2410 (17.8550)		-14.5440 (15.5680)
HP_{t-1}		0.1521 (0.1956)		-1.3516 (0.8911)		-0.3113 (0.6433)
<i>Constant</i>	8.5396*** (0.0274)	5.0175 (5.1516)	-0.4545*** (0.0810)	-13.1250 (16.9970)	5.7304*** (0.0838)	-22.2170 (16.4810)
观测值	6206	4506	4872	3429	5688	3983
R ²	0.4730	0.5470	0.2150	0.2530	0.2380	0.2840
平台固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

注:所有回归采用城市层面上的聚类稳健型标准差(City-Cluster Robust Standard Error);***、**、* 分别代表 1%、5%和 10%的显著性水平。以下各表同。

均而言比其他时期高 21.29%,这显示地方政府在发债之前显著地提高了财政补贴水平。接下来,将关注的重点转向土地资产,估计结果显示:系数 β_1 在 10%水平上显著为正,表明融资平台在发债之前获得了更多的土地资产,其中,相当大的比例来自地方政府的土地资产注入。最后,当考虑地方政府增资时,系数 β_1 均在 5%水平上显著为正,这显示地方政府在发债前显著地增加对融资平台的国有股权划转或土地资产注入。控制变量方面,融资平台的营业利润率越低,发债前获得的政府补贴越多;所在城市的金融发展水平越高,融资平台获得的土地资产注入越多;公司资产规模对所有类型的地方政府“财务支持”均有显著的正向影响,这些控制变量的符号均与已有研究和理论预期相一致。

总体而言,表 2 中的回归结果显示:地方政府确实会在“城投债”发行之前通过“增资”的方式短期内扩大平台的资产规模。特别地,融资平台会在这一时期获得更多的土地使用权,其中,相当大的比例来自地方政府的资产注入。这一结果证实了理论分析部分提出的假说 1 和假说 2。此外,地方政府会在“城投债”发行之前向发债平台发放更多的财政补贴,以改善其盈利状况。这一事实支持了理论部分提出的假说 3。

2. 动态模型

本节在方程(1)的基础上,以发债前后 3 年作为“时间窗口”,进一步构建如下的事件研究模型,以便更好地捕捉地方政府“财务支持”力度的动态变化。

$$y_{it} = \sum_{k=-3}^{+3} \beta_k \cdot D_k + X_{it} \delta + f_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, y_{it} 代表融资平台 i 可能接受的三种形式的地方政府“财务支持”; D_k 代表融资平台首次发债前后的年份虚拟变量,如 $K=-3$ 代表“城投债”发行前 3 年, $K=+1$ 代表发行后 1 年; f_i 与 X_{it} 的定义与方程(1)类似。本文将模型(2)估计出来的融资平台发行当年及发行前 3 年(2 年)^①、发行后 3 年的虚拟变量系数及其上下 90%的置信区间绘制在图 2 中。可以清晰地观察到,地方政府在平台发债前 3 年至前 2 年,对融资平台的财政补贴数额,明显高于发债之后的年份^②;类似地,平台公司在发债前 2 年(-2 年)明显获得了相对更多的土地资产和政府增资。图 2 的结果较好地支持了本文提出的三个研究假说。

此外,发债后年份(1—3 年)的系数并未显著小于发行当年(D_0),这说明表 2 的结果并非由发债之后显著减少的“财务支持”力度所导致的,同时也排除了发行前后存在(不可观察)的长期趋势的可能。

3. 异质性分析

计量模型(1)和(2)的估计结果初步证实了“城投债”发行过程中地方政府(显性)“财务支持”的存在。然而,由于中国各地区地方政府的行政级别、治理理念和经济发展水平存在很大差异,有必要进一步考察这些特征对上述“财务支持”行为的异质性影响。本文从平台级别这一维度对此进行考察。以融资平台的最终控制人级别作为衡量融资平台级别的标准,按照平台级别将全样本划分为市级和区县级两个子样本,并重复方程(1)的估计,估计结果报告在表 3 中。第(2)列和第(6)列结果显

① 由于本文分别将“土地资产注入”和“增资”定义为无形资产与资本公积的一阶差分,在大多数融资平台只报告发行前 3 年的情况下,这两个变量的有效观测值大多从发行前两年开始。因此,当方程(2)的被解释变量是“土地资产注入”或“增资”时,本文只报告发行前 2 年的系数。

② 发债当年及其后年份的虚拟变量系数点估计值在 D_{-3} 和 D_{-2} 10%置信区间之下。

示,区县政府更加积极地通过财政补贴和增资方式支持所属融资平台发债,而市级平台的“财务支持”表现的并不明显。

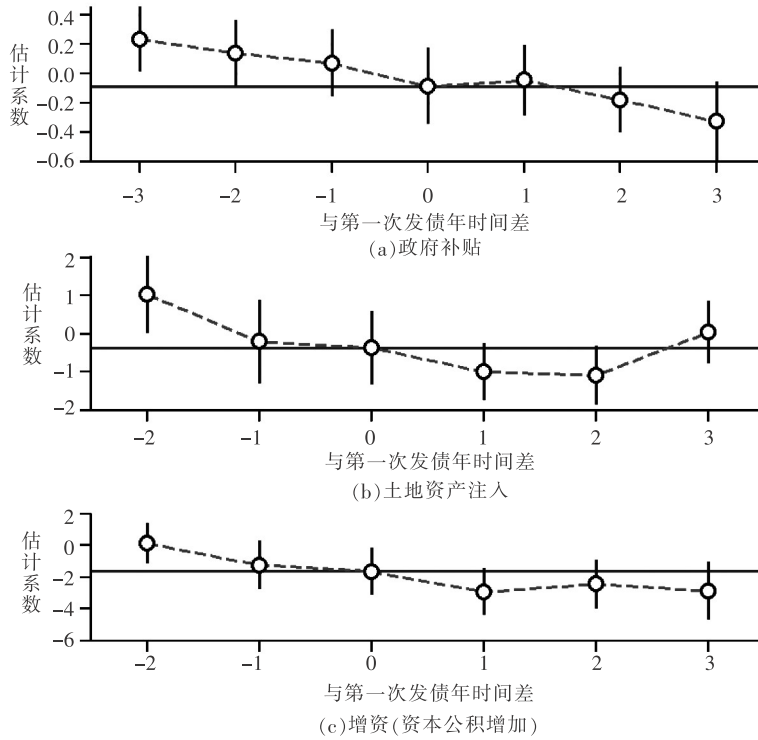


图 2 地方政府“财务支持”效应动态变化趋势

表 3 平台级别与地方政府“财务支持”

	补贴收入		土地资产注入		增资	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	市级	区县级	市级	区县级	市级	区县级
$d_{[-3 \rightarrow -1]}$	0.1316 (0.1395)	0.2252** (0.1051)	0.0275 (0.0753)	-0.1068 (0.0852)	-0.1248 (0.6718)	1.7995*** (0.5030)
平台财务特征	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市特征	控制	控制	控制	控制	控制	控制
平台固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	1911	1591	2093	1692	1687	1321
R ²	0.1060	0.0550	0.1360	0.1420	0.0530	0.0870

五、债券发行门槛与政府补贴收入

本文第四部分的实证分析发现,地方政府会在融资平台首次发债前显著提高对其支付的财政

补贴数量。在本部分中,本文试图从另外一个角度分析地方政府财政补贴在“城投债”发行过程中所起到的作用,即地方政府通过调整财政补贴数量,保证融资平台满足监管部门设定的企业债发行条件。根据本文第二部分的分析,发改委在审核企业债发行条件时,存在一个“一刀切”式条款:企业债发行主体的“最近3年平均可分配利润(净利润)足以支付企业债券1年的利息”。然而相当比例的融资平台本身的盈利(以营业利润衡量)无法满足这一要求。在这种情况下,为了保证所属融资平台能够通过债券市场获得开展基础设施建设所需的资金,地方政府有强烈的动机通过调整财政补贴收入帮助平台满足这一“门槛条件”,本文将之称为地方政府的“补贴操纵”。

为了检验这一假说,本文借鉴会计学研究文献中对“公司操纵利润避免亏损”现象的研究思路(Beaver et al.,2007;McCrary,2008; Gilliam et al.,2015),考察融资平台盈利门槛值附近的样本分布情况。具体而言,如果上述地方政府的“补贴操纵”假说成立,本文可以观察到净利润水平恰好位于其一年债券利息右侧^①的平台公司数量陡然增多,从而造成分布在这点附近存在“不连续”(Discontinuity)。相反,如果假说不成立,平台公司在这一点两侧分布应当是连续的。然而,在检验上述假说时,本文面临的一个挑战是所有可得样本都属于成功发债的融资平台,这意味着在理论上,净利润与利息之差左侧不存在样本观测值。为此,本文假定“城投债”发行之后,地方政府的“补贴操纵”动机要明显弱于发行之前,如果不存在操纵,二者的分布应当保持一致。基于上述假定,本文可以通过对债券发行前(“强操纵时期”)和债券发行后(“弱操纵时期”)样本分布差异的考察,对研究假说3进行检验。

本文首先在图3中绘制出融资平台(补贴前)营业利润^②的样本分布。显然,样本在0点附近存在明显的“不连续”,这意味着大量融资平台依靠自身盈利无法满足监管部门制定的企业债发行条件。接下来,图4以0.25的带宽,分别绘制出首次“城投债”发行前后3年融资平台的分布直方图。其中,横轴是3年平均净利润与一年债券利息之差,平均净利润与一年债券利息单位均为万元,并均经过对数化处理,纵轴是分布密度。与本文的预期相一致,融资平台发债前3年样本分布在0点处存在一个明显的“截断”现象,绝大多数发债平台处于0点右侧,恰好满足发改委规定的发行门槛条件。而在发债后3年的样本分布0点左侧,存在一定比例的融资平台。本文采用Cattaneo et al.(2018)提出的非参数检验方法,对发债后3年的样本在0点左右的分布进行检验。无法在统计上拒绝了“0点左右分布连续”的原假设^③。上述结果显示,地方政府在“城投债”发行之前,积极地通过“操纵”财政补贴,保证所属融资平台达到监管部门(发改委)规定的盈利条件,而这一行为在债券成功发行后趋于消失。这一结果证明了理论分析部分提出的假说3。

六、“财务支持”与债券发行成本

在实际发行过程中,上述的“财务支持”行为是否真的会帮助融资平台获得更加有利的债券发行结果?具体而言,会如何影响“城投债”的外部信用评级和发行利差?针对这一问题,本文在第二部

① 在此处,融资平台的盈利指标恰好满足“发改委”规定的企业债发行条件。

② 营业利润不包括通常被计入“营业外收入”科目的政府补贴收入,因此能够更真实地反映平台自身的盈利水平。

③ Cattaneo et al.(2018)提出的检验采用局部多项式(Local-Polynomial Density Estimators)判断断点两侧分布的连续性,并得到一个服从标准正态分布统计量T,原假设为断点左右两侧分布连续。本文选择0点(平台净利润=一年债券票面利息)作为断点(Cutoff),其左右两侧的样本数分别为50和561。最终得到的统计量取值为0.0974,无法在10%的显著性水平上拒绝原假设。

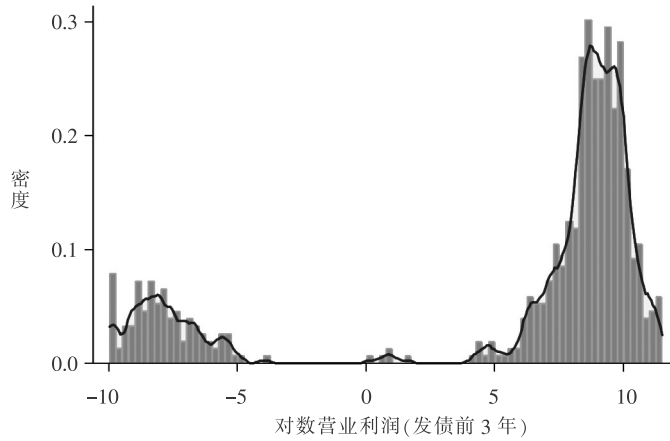


图3 融资平台(补贴前)营业利润分布

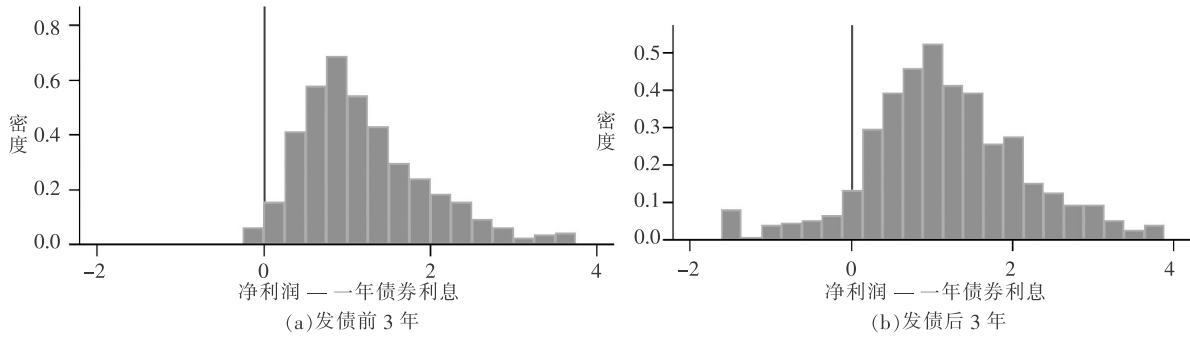


图4 融资平台(补贴前后)净利润分布

分的理论分析部分已经讨论了方向相反两种机制,在本部分中,本文将进行相应的实证分析。

首先,采用首次发债前3年内融资平台获得的政府补贴总额 ($\Delta subsid_i$)、土地资产注入规模 ($\Delta land_i$)和获得的注资总额 ($\Delta Capital_i$)度量地方政府的“财务支持”力度。接下来,针对每个融资平台所进行的首次“城投债”发行,估计如下的两个计量方程:

$$Rating_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot Support_{it} + X\delta + \theta_j + \eta_k + \rho_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Spread_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot size_{i,t-1} + \beta_2 \cdot Support_{it} + X\delta + \theta_j + \rho_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

计量方程(3)和计量方程(4)只针对首次债券发行,是横截面回归。在方程(3)中,被解释变量是“城投债”的初始外部信用评级 $Rating$ ^①;本文关心的被解释变量是融资平台首次发债前地方政府的“财务支持”力度,在方程中记为 $Support_{it}$;此外,参考以往研究(钟辉勇等,2016),本文控制了详细的债券发行特征(发行规模、期限、是否有回购条款、是否有提前偿还条款、是否提供担保、是否提供抵押)、融资平台财务变量(市级平台虚拟变量、省级平台虚拟变量、初始资产规模、杠杆率、营业利润率、流动比率)、城市宏观变量与政府财政状况,由于债券发行存在时滞,平台财务数据和城市宏观

① 为了便于解释,本文将样本中“城投债”的4种主要评级类型合并成一个数值变量: $Rating$ 。当评级为“AAA”时, $Rating$ 取值为4;当评级为“AA+”时,取值为3;当评级为“AA”时,取值为2;当评级为“AA-”及以下时,取值为1。在这样的赋值规则下, $Rating$ 的取值越高,外部信用评级越高。

变量均滞后一期;还控制了省份固定效应 θ_j 、债券评级机构的固定效应 η_k ,以及年份固定效应 ρ_t 。

与方程(3)的设定相类似,本文在方程(4)中估计财政支持力度对债券发行利差的影响。方程(4)中被解释变量是“城投债”的发行利差,定义为债券发行时的票面利率与相同期限国债到期收益率之差,代表债券的风险溢价水平。其余解释变量与控制变量与方程(3)基本相同,但没有控制评级机构的固定效应。

表4第(1)—(3)列报告了采用 Ordered Probit 方法估计计量模型(3)的结果。一方面,融资平台的初始资产规模($Size_{t-3}$)和(发行前1年)营业收入比($OIBD_{t-1}$)的系数在所有模型设定中均显著为正,这显示更大的资产规模和更高的(补贴前)盈利水平确实会帮助融资平台在首次发行债券时获得更高的外部信用评级。另一方面,第(3)列中,在控制上述特征变量的条件下,变量 $\Delta Capital_i$ 的系数在5%水平上显著为正,而第(1)列和第(2)列中政府补贴总额($\Delta subsidy_i$)和土地资产规模($\Delta land_i$)的估计系数符号为正,但在10%水平上不显著。表4的估计结果显示:整体而言,地方政府对融资平台的“增资”有助于提高债券外部信用评级。相对而言,地方政府补贴收入主要的作用是帮助融资平

表4 “财务支持”与债券发行结果

	外部信用评级(Rating)			发行利差(Spread)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$\Delta subsidy_i$	1.0201 (0.7057)			-0.1362 (0.1809)		
$\Delta land_i$		0.0141 (0.0135)			-3.858e-06 (0.0038)	
$\Delta Capital_i$			0.0267** (0.0136)			-0.0019 (0.0031)
$OIBD_{t-1}$	5.3336*** (1.8645)	5.4403*** (1.8380)	5.9748*** (1.8896)	-0.2472 (0.5534)	-0.3480 (0.5389)	-0.3686 (0.5387)
$size_{t-3}$	0.5441*** (0.1965)	0.4866*** (0.1870)	0.5006*** (0.1861)	-0.0041 (0.0490)	-0.0104 (0.0479)	-0.0116 (0.0483)
观测值	488	517	517	484	513	513
Pesudo R ²	0.3569	0.3518	0.3546			
R ²				0.6770	0.6710	0.6720
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
评级机构固定效应	控制	控制	控制	未控制	未控制	未控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

注:第(1)—(3)列采用 Ordered Probit 方法估计,第(4)—(6)列采用 OLS 方法估计;回归中控制了债券发行特征、融资平台财务特征和城市宏观特征变量,受篇幅限制,只报告了 $OIBD$ 和初始资产规模($size_{t-3}$)两个控制变量的系数。

台达到“发行门槛”,在提升债券外部评级方面的影响有限。

本文继续考察地方政府“财务支持”力度对“城投债”发行利差的影响,表4第(4)—(6)列报告了相应的回归结果。与外部信用评级形成鲜明对照的是,融资平台的初始资产规模 $size_{t-3}$ 、营业收入比 ($OIBD_{t-1}$) 与两种主要的“财务支持”措施(政府补贴与增资)对发行利差均没有显著影响,发债前更多地购地甚至会导致发行利差的扩大。这反映出评级机构与市场投资者对地方政府支持行为与“城投债”信用风险关系看法的分歧。一个可能的解释是,在债券评级市场“发行人付费”的商业模式下,评级机构与地方政府之间可能存在“合谋”(钟辉勇等,2016);后者在融资平台发债前通过“财务支持”手段“美化”盈利状况并“做大”资产规模,而前者则给予较高的外部信用评级。与此同时,市场投资者出于对融资平台在前期快速扩张下资本质量“恶化”的担忧,要求其债权人支付更高的“风险溢价”。这种“分歧”削弱了融资平台财务信息在评价信用风险方面的价值,降低了债券市场定价机制的有效性。

七、结论

“城投债”作为地方政府债务的重要形式,在近年来受到学术界的广泛关注,然而大多数研究都集中于从“政府隐性担保”的角度进行分析,忽视了地方政府在发行过程中对融资平台的各类(显性)“财务支持”。本文基于融资平台财务数据和债券发行数据,考察了“城投债”发行前后,地方政府对融资平台进行三类典型的“财务支持”行为。研究发现:地方政府在首次债券发行前会显著增加对融资平台的土地资产注入和国有股权划转,以达到快速扩大融资平台资本规模的目的;地方政府会调整政府补贴数量,帮助融资平台达到债券发行的“门槛”要求;虽然某些“财政支持”措施确实有助于“城投债”获得更高的初始外部信用评级,但无助于降低“城投债”的融资成本。

与传统的“提供承诺函”等隐性担保行为相比,本文所关注的地方政府对“城投债”发行的(显性)“财务支持”方式似乎更符合市场规律。然而,这一现象并未从根本上解决地方政府隐性债务背后隐含的地方政府“财权—事权”矛盾,更多的只是为了争夺金融资源,规避中央政府监管而采取的“权宜之计”,反而可能对地区经济发展造成新的负面影响。首先,地方政府动用有限的国有资产(土地、股权)和资金(财政补贴)支持融资平台融资,可能“挤出”当地制造业企业,尤其是民营企业的融资和投资(Huang et al.,2019;Liang et al.,2017),不利于地方经济和全要素生产率的长期增长。其次,地方政府辅助下的融资平台“财务包装”造成了“城投债”信用评级的膨胀,可能推动地方政府杠杆率的进一步上升,导致地方债务风险不断累积。

本文认为,解决上述地方债务问题,仍然需要遵循中央提出的“堵后门”与“开前门”的原则,一方面,在新预算法和“43号”文件原则的指导下,逐步明晰地方政府和融资平台之间的关系,逐步剥离融资平台的政府债务融资功能,破除“刚性兑付”动机,硬化“预算软约束”。并在此基础上,稳步降低地方政府债务杠杆水平。在限制隐性担保行为的同时,规范政府(显性)“财务支持”。另一方面,增加地方政府财政信息透明度,逐步扩大地方政府一般债和专项债发行范围和发行规模,积极探索具有中国特色的“市政债”发行道路,使得债券的评级、定价能够真实反映其风险状况,促进地方政府通过正规金融途径满足城市建设和发展的融资需求,将地方负债行为纳入规范化轨道。最后,各级政府还需要处理好结构改革与宏观调控的关系。在面临复杂的国内外宏观经济冲击时,保持战略定力,坚定而稳妥地推动地方债务相关改革,避免监管力度“时松时紧”情况的出现。只有这样,才能更有效地处置地方债务问题,取得防范系统性金融风险攻坚战的胜利。

〔参考文献〕

- [1]步丹璐,狄灵瑜. 治理环境、股权投资与政府补助[J]. 金融研究, 2017,(10):193-206.
- [2]高哲理. 透视城投公司包装发债与再规范[J]. 地方财政研究, 2017,(11):92-98.
- [3]刘娥平,施燕平. 盈余管理、公司债券融资成本与首次信用评级[J]. 管理科学, 2014,(5):91-103.
- [4]罗党论,余国满. 地方官员变更与地方债发行[J]. 经济研究, 2015,(6):131-146.
- [5]罗荣华,刘劲劲. 地方政府的隐性担保真的有效吗?——基于城投债发行定价的检验[J]. 金融研究, 2016,(4):83-98.
- [6]毛锐,刘楠楠,刘蓉. 地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J]. 中国工业经济, 2018,(4):19-38.
- [7]潘俊,王亮亮,沈晓峰. 金融生态环境与地方政府债务融资成本——基于省级城投债数据的实证检验[J]. 会计研究, 2015,(6):34-41.
- [8]汪莉,陈诗一. 政府隐性担保、债务违约与利率决定[J]. 金融研究, 2015,(9):66-81.
- [9]王克敏,杨国超,刘静,李晓溪. IPO资源争夺、政府补助与公司业绩研究[J]. 管理世界, 2015,(9):147-157.
- [10]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,(11):65-78.
- [11]张莉,年永威,刘京军. 土地市场波动与地方债——以城投债为例[J]. 经济学(季刊), 2018,(3):1103-1126.
- [12]张路. 土地供应结构失衡与中国城市住房价格——基于土地出让数据的分析[J]. 经济与管理研究, 2019,(10):30-46.
- [13]郑思齐,孙伟增,吴璟,武贻. “以地生财,以财养地”——中国特色城市建设投融资模式研究[J]. 经济研究, 2014,(8):14-27.
- [14]钟辉勇,钟宁桦,朱小能. 城投债的担保可信吗?——来自债券评级和发行定价的证据[J]. 金融研究, 2016,(4):66-82.
- [15]Ang, A., J. Bai, and H. Zhou. The Great Wall of Debt: Real Estate, Political Risk, and Chinese Local Government Credit Spreads[R]. Columbia Business School Research Paper, 2016.
- [16]Bai, C. E., C. T. Hsieh, and Z. M. Song. The Long Shadow of China's Fiscal Expansion[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2016,(2):129-181.
- [17]Beaver, W. H., M. F. McNichols, and K. K. Nelson. An Alternative Interpretation of the Discontinuity in Earnings Distributions[J]. Review of Accounting Studies, 2007,12(4):525-556.
- [18]Besanko, D., and A. Thakor. Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets[J]. International Economic Review, 1987,(28):671-689.
- [19]Bester, H., and M. Hellwig. Moral Hazard and Credit Rationing: An Overview of the Issues[A]. Bamberg, G, and K. Spremann. Agency Theory, Information, and Incentives [C]. Heidelberg: Springer,1987.
- [20]Caton, G. L., C. N. Chiyachantana, and C. T. Chua. Earnings Management Surrounding Seasoned Bond Offerings: Do Managers Mislead Ratings Agencies and the Bond Market [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2011, 46(3): 687-708.
- [21]Cattaneo, M. D., M. Jansson, and X. Ma. Manipulation Testing Based on Density Discontinuity [J]. Stata Journal, 2018,18(1), 234-261.
- [22]Chan, Y. S., and G. Kanatas. Asymmetric Valuations and the Role of Collateral in Loan Agreements[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1985,17(1): 84-95.
- [23]Chen, X., C. W. J. Lee, and J. Li. Government Assisted Earnings Management in China [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2008, 27(3): 262-274.
- [24]Chen, Z., Z. He, and C. Liu. The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes[R]. National Bureau of Economic Research, 2017.
- [25]Demirtas, K. O., and K. R. Cornaggia. Initial Credit Ratings and Earnings Management[J]. Review of Financial

- Economics, 2013, 22(4): 135–145.
- [26] Gilliam T. A., F. Heflin, and J. S. Paterson. Evidence that the zero-earnings Discontinuity has Disappeared[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 60(1): 117–132.
- [27] Holmstrom, B., and J. Tirole. Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(3): 663–691.
- [28] Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza. Local Crowding out in China[R]. SSRN Working Paper, 2019.
- [29] Liang, Y., K. Shi, and L. Wang. Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China [J]. *Asian Economic Policy Review*, 2017, 12(2): 210–232.
- [30] Liang, W., M. Lu, and H. Zhang. Housing Prices Raise Wages: Estimating the Unexpected Effects of Land Supply Regulation in China[J]. *Journal of Housing Economics*, 2016, (33): 70–81.
- [31] McCrary J. Manipulation of the Running Variable in the Regression Discontinuity Design: A Density Test[J]. *Journal of econometrics*, 2008, 142(2): 698–714.
- [32] Ouyang, M., and Y. Peng. The Treatment-Effect Estimation: A Case Study of the 2008 Economic Stimulus Package of China[J]. *Journal of Econometrics*, 2015, 188(2): 545–557.
- [33] Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings[J]. *Journal of Finance*, 1998, 53(6): 1935–1974.
- [34] Wen, Y., and J. Wu. Withstanding the Great Recession Like China[J]. *The Manchester School*, 2019, 87(2): 138–182.

Local Debt Expansion and the Strategy of Local Government

ZHANG Lu

(School of Finance, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

Abstract: Besides the well-known “Implicit Guarantee” mechanism, whether the local government engage in raising new debt with some more “active” manipulations? Based on micro data of LGFVs, this paper studies the “explicit” financial supports from the local government to her financial vehicle surrounding the issuance of Municipal Corporate Bond. Our study finds: before the first-time bond issuance, the local government significantly increase state equity transfer to the LGFVs, thus boosting the asset size of LGFV; The LGFVs obtain significant more land which may include land injection by local government; The local government will “manipulate” the amount of budget subsidies to help LGFV to meet the “threshold” of bond insurance; Certain types of these “financial supports” will update LGFV’s credit rating, but have no influence on interest spread. Our findings have an important meaning for deepen the understanding of operation mechanism of LGFVs and the dynamics of Chinese local government debt.

Key Words: local government financing vehicles (LGFVs); municipal corporate bond; local government; local debt; financial manipulation

JEL Classification: E32 E44 H81

[责任编辑:王燕梅]