

地方政府债券关系的《证券法》调整

王建平*

摘要:地方政府债券应纳入《证券法》的调整范围,因此,我国《证券法》就规范地方政府债券相关条款应在我国证券市场扶持区域性证券市场形成,并在地方政府债券发行、上市和交易、兑付等制度设计和规范设计上,给予系统性的配合。而修改的范围主要包括地方政府债券发行规则、地方政府债券交易规则和地方政府债券违法处罚规则三方面。

关键词:地方政府债券 地方债风险 风险控制 地方债入法 证券法修改

2011年6月27日,审计署审计长刘家义向全国人大常委会报告《2010年度中央预算执行和其他财政收支的审计情况》,这是对多年以来地方政府性债务的一个总的情况汇报。审计结果表明,我国地方政府性债务最早发生在1979年,到1996年全国所有省级政府(含计划单列市)、90.05%的市级政府和86.54%的县级政府都举借了债务。截至2010年年底,除54个县级政府没有政府性债务外,全国省、市、县三级地方政府性债务余额共计

* 四川大学法学院教授。

107,174.91亿元。其中,政府负有偿还责任的67,109.51亿元,占62.62%;担保责任的23,369.74亿元,占21.80%;可能承担一定救助责任的16,695.66亿元,占15.58%。在这些债务余额中,有51.15%共计54,816.11亿元是2008年及以前年度举借和用于续建2008年以前开工项目的。^①

审计报告还显示,地方政府性债务举借和管理等方面,存在亟须研究和规范的问题是:(1)地方政府举债融资缺乏规范,大部分债务收支未纳入预算管理。^②(2)部分地区和行业偿债能力弱,存在风险隐患。^③(3)地方政府融资平台公司数量多,管理不规范。也就是说,至2010年年底,全国省、市、县三级政府设立融资平台公司6576家,有3个省级、29个市级、44个县级政府分别设立10家以上。融资平台公司2010年年底的政府性债务余额为49,710.68亿元,占全国地方政府性债务余额的46.38%。其中,政府负有偿还责任、担保责任和可能承担一定救助责任的债务分别占63.12%、16.38%、20.50%。部分融资平台公司管理不规范,盈利能力和偿债能力较弱,所审计的6576家融资平台公司中,有358家存在借新还旧问题,借新还旧率平均为55.20%;有148家存在逾期债务80.04亿元,债务逾期率平均为

① 参见刘家义:《关于2010年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》(2011年6月27日)。

② 审计发现,7个省级、40个市级和107个县级政府及所属部门,2010年在国务院明令禁止政府担保的情况下,违规为464.75亿元债务提供了担保;部分融资平台公司等单位采取虚假或不合法的抵(质)押物、高估抵押物价值等方式违规取得债务资金731.53亿元。由于个别地方举债存在一定的盲目性、项目准备不充分等,2008年及以前年度举借的债务中,有1319.80亿元至2010年年底尚未支出,当年财政资金为此支付利息67.74亿元;还有351亿元债务资金被投向资本市场、房地产和“两高一剩”(高能耗、高污染、产能过剩)项目。

③ 从地区看,有78个市级和99个县级政府负有偿还责任的债务率高于100%,分别占两级政府总数的19.9%和3.56%。而且,部分地方的债务偿还对土地出让收入依赖较大,至2010年年底,地方政府负有偿还责任的债务余额中,承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额为25,473.51亿元,共涉及12个省级、307个市级和1131个县级政府。从行业看,高速公路、地方所属普通高校和医院90%以上的债务余额为担保债务或救助债务,借新还旧率较高。2010年,全国高速公路债务的借新还旧率为54.64%,有387所高校和230家医院的借新还旧率超过了50%,还有95所高校和575家医院存在逾期债务57.6亿元,为此一些地方已安排441.38亿元财政资金来偿债。

16.26%；有1033家存在虚假出资、注册资本未到位等问题，涉及金额2441.5亿元。这些数据和事实表明了我国地方政府的土地财政或者卖地财政的本质，以及寅吃卯粮的无规划特点，尤其是对发展不计成本等解释得入木三分。^④2009年2月17日11届全国人大第18次委员长会议上，国务院《关于安排发行2009年地方政府债券的报告》提出，以“财政部代理发行2000亿元地方政府债券”，就是试图为我国地方政府债券的发行打开一个释放地方政府债券控制的闸门。但是，这种中央政府越俎代庖，并且将地方政府作为中央政府经济目的实现的工具，即事权与经济责任分离的做法，在地方政府融资平台公司没有清理、地方政府债券发行未完成规范化培训、以及区域性证券市场扶持政策没有出台、还有证券市场品种没有对地方政府债券品种做好接纳准备的情况下，地方政府债券关系事实上是没有理顺的。事实上，财政部“代理制”发行地方政府债券，并没有直接的法律依据，在我国《证券法》修订、财税法机制改革与调整的大背景下，研究地方政府债券关系进入证券市场的相关机制，尤其是地方政府债券风险的控制机制，是非常重要的。

一、地方政府债券应纳入《证券法》的调整范围

我国《证券法》在2005年10月27日修订后，其第2条第1款将证券的范围界定为：“股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法；本法未规定的，适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定”。按照这一款的规定，应该认为不包括政府债券的发行，理由是我国《证券法》第2条第2款规定的“政府债券、证券投资基金份额的上市交易，适用本法；其他法律、行政法规另有规定的，适用其规定”，其含义显然只包括政府债券的上市交易，并没有直接包括地方政府债券的发行与交易。

^④ 本文认为，我国房地产市场上，房价居高不下的刚性制约原因之一，即是各地政府在建设用地的出让金在招拍挂的土地出让方式限定下，只能冲高而不可能回落或者大幅地降低。

此外,根据《预算法》第28条^⑤地方政府不得发行地方政府债券的规定,表明地方政府债券发行具有的合法性尚未被突破。因此,我国的政府债券仅限于中央政府发行的政府债券,而不包括地方政府发行的地方政府债券。作为调整统一证券市场发行与交易关系的我国《证券法》,事实上并不调整地方政府债券的发行、上市和交易、兑付等证券关系。

当前,地方证券市场或者区域性证券市场的国家扶持与发展刻不容缓。在借助于国家东部和沿海地区先发展的非均衡经济发展政策优势,我国东部和沿海地区已经进入经济和社会的相对发达的状态之后,如何通过区域性证券市场的培育,扶持地方政府债券的发行,为中西部地区的经济和社会发展筹集发展资金,同时,为改善中西部地区地方政府的财政收入结构而贡献其制度经济学的力量,是作者研究地方政府债券关系的基本切入点。

(一) 地方政府债券关系纳入《证券法》调整的必要性

我国地方政府不能独立地发行地方政府债券,是受到我国财政预算体系的硬约束的结果。其核心原因是“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制,不列赤字”,而发行地方政府债券显然是一种财政预算收入的举债行为,其还债能力必然需要与地方财政的收入能力密切挂钩。因此,如果地方政府债券发行、上市和交易之后,到期却不能还本付息的话,就会成为影响地方政府信誉和形象的严重政治事件。因而,在我国立法上的明令禁止和明示“地方政府不得发行地方政府债券”,意味着地方政府被我国《预算法》剥夺了“赤字预算”即发行地方政府债券的主体资格。于是,我国《证券法》中规定的“政府债券”显然只留下了中央政府债券的缩小含义,并不包含地方政府债券在内。

但是,考虑到我国社会正处于社会主义市场经济体制发展的关键时期,地方政府长期以来的土地财政、木头财政等财政收入结构单一的状况,发行地方政府债券,可以利用地方政府债券的财政收入特性,有

^⑤ 我国《预算法》第28条规定,地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制,不列赤字。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。

效地改善地方政府财政收入的构成结构。也就是说,从地方财政收入的构成来看,地方财政收入是指地方财政年度的所有收入,包括地方本级收入、中央税收返还和转移支付等,地方政府债券构成地方本级收入的重要组成部分。在地方政府债券持续发行和兑付有保障的前提下,地方政府债券可以成为地方财政收入的重要途径,对于改善地方财政收入结构,具有重要的法律意义。

如果从财政学的角度看,地方财政收入包括地方财政预算收入和预算外收入。其中,地方财政预算收入的内容包括:(1)地方所属企业收入和各项税收收入。(2)各项税收收入包括营业税、地方企业所得税、个人所得税、城镇土地使用税、固定资产投资方向调节税、土地增值税、城镇维护建设税、房产税、车船使用税、印花税、农牧业税、农业特产税、耕地占用税、契税,增值税、证券交易税(印花税)的25%部分和海洋石油资源税以外的其他资源税。(3)中央财政的调剂收入,补贴拨款收入及其他收入。而地方财政预算外收入的内容,主要有各项税收附加,城市公用事业收入,文化、体育、卫生及农、林、牧、水等事业单位的事业收入,市场管理收入及物资变价收入等。其中,复式预算当中,赤字财政成为财政政策的主流,即地方政府债务收支成为财政收支的重要内容。那么,相对于长期财政收支结余,社会公众更容易接受长期赤字,这也就意味着地方政府债券融资比税收融资更方便。既然如此,为何我国《证券法》立法时,不将地方政府债券关系纳入调整范围呢?

地方财政收入项目构成中,地方政府债券收入的进入理由是,在地方财政支出中,地方行政管理和各项事业费,地方统筹的基本建设、技术改造支出,支援农村生产支出,城市维护和建设经费,价格补贴支出等,^⑥往往支出大于收入,这是地方政府财政预算平衡的一种需要。同时,在地方政府财政赤字中,今后如果要全面公布地方财政收支报告,则其软赤字(不含债务收入)与硬赤字(含债务收入)的本质区分,在于地方政府是否用地方政府的债务收入,来弥补其财政预算的赤字。尤

^⑥ 需要指出的是,1994年以后,我国的地方财政收入与以前实行总额分成财政体制下的地方财政收入,在内容和范围上是有一定差别的。还有,从2002年1月1日起,我国所得税收入分配方式又有重大改革,2002年所得税收入中央分享50%,地方分享50%,以后逐年调整分配比例。

其是结构性赤字(即非经济周期性因素引起的赤字)这种经济活动保持充分就业状态时,出现的财政赤字弥补必然需要通过发行地方政府债券实现,这也是财政赤字弥补中不但现实可靠、而且在世界各国通行不爽的一贯做法。为此,美国经济学家勒纳在其“功能财政论”中强调,为了达到经济稳定发展的目的,必须长期坚持盈余或大量举债的预算政策。

可见,地方政府的债务收入,是地方政府以债务人身份从国内外取得的各项借款收入,主要包括:在国内发行地方政府债券,向外国政府、国际金融组织和国外商业银行的借款,以及发行国际债券等取得的收入。其中,地方政府在国内发行地方政府债券是取得地方政府债务收入最主要的形式。因此,在国家西部大开发政策、中部崛起政策以及西部比如四川省担负国家生态安全的流域责任时,不能只以控制地方政府债券风险为由,封杀地方政府债券发行的积极性,任意放大地方政府债券发行的风险性,从而继续拉大东中西部地区经济和社会发展差距。

实际上,我国中西部地区欠缺地方政府债券收入,是地方财政收入构成中一项应纳入但因为政策因素没有纳入的项目,应当说,这对于中西部地区的地方政府发展经济、维持社会稳定是非常不利的。在经济与社会发展过程中,中西部地区地方政府可动用的资金缺口非常大,因此,发行地方政府债券,可以在一定程度上大大缓解地方政府财政收入的压力。何况,地方政府举债发展当地的经济和社会事业,对于转变地方政府的发展思路,在相关信息公开背景下大力开展基础建设投资和民生投资,则是非常有益的。

我国地方政府债券的实际发行情况非常不理想,表现为:

1. 2010年的发行遭遇突然报停。资料显示,截止到2010年7月底,已经有30个省份和青岛、大连等5个计划单列市,共招标发行了38期地方政府债券,累计发行额达1778亿元,完成2010年计划发行规模的89%。总计2000亿元的地方政府债券全部代理发行任务,预计于2010年7月完成。但是,2010年7月10日时,财政部要求延期发行原定于2010年7月13日发行的吉林债(二期)、广西债(二期)、黑龙江债(二期)和内蒙古债(二期)四只地方债延期发行。财政部为何在2010年地方政府债券发行接近尾声时突然“喊停”,其主要原因是地方

债发行利率基本与同期国债利率走势同步,债市震荡,机构持有意愿大大减弱,如果2010年7月13日计划发行的地方债如期发行,那么其利率一定会继续走高,可能会大大增加各地融资成本的差异,将带动国债进一步下跌,加剧债市的恐慌。

2. 已上市地方债利率逐渐攀升。2010年7月地方政府债券的发行结果显示,其最终中标利率为1.79%,较前一期上涨了3个基点。总体看来,地方政府债券自开闸发行以来,中标利率基本上呈“高低高”态势。在地方债发行前期,地方债为单只招标发行,发行利率曾由最低的安徽债(一期)利率1.6%升至江苏债的1.82%。不过,随着财政部采取打包方式发行后,中标利率有所回落,从1.82%一度降到了1.67%。然而,IPO重启的消息,却使得地方政府债券的招标结果再次受到影响,资金面收紧的预期迫使中标利率再次走高。

3. 二级市场基本维持“零交易”。^⑦自2010年4月初第一只地方债上市后到2010年7月底,已发行上市的地方债达到42只。资料显示,一级市场的商业银行仍是地方债的主要购买方,而地方债在二级市场上的表现依然不尽如人意。“破发”、“零交易”是市场形容其最常见的字眼。截至2010年7月底,除新疆债(一期)破发后有少量交易外,其余的地方债仍皆为“零交易”。在这里,地方债先天不足即收益率低、流动性差,是其“交易冰点”的主要因素。对于个人投资者来说,购买地方政府债券还不如将钱存入银行划算,理由是,银行存款利息大约是地方债到期收益的两倍。^⑧

可见,如何解决地方政府债券的流动性障碍,即如何把地方政府债券流动性差的先天缺陷去除,是转变地方政府债券受冷落的根本原因。可以对照的是,在地方债与国债之间,其最大的不同是国债可以滚动发行,而地方政府债券到期后,是否继续发行还有待国家的政策明确。这

^⑦ 从地方政府债券的持有机构或者投资者构成来看,由于地方政府债券的发行数量相对较少,加上商业银行对地方政府债券的配置需求,多是持有债券到期后才去兑付,这就必然加剧地方政府债券的二级市场流动性严重不足。这样一来,对于想做地方政府债券利差交易的中小投资者,交易机会更是不多,因此,地方政府债券频频出现“零成交”或者“交易冰点”,当然就在情理之中了。

^⑧ 王丹:“地方债:被人遗忘的角落”,载《北京商报》2009年8月4日。

种地方政府债券的发行政策带来的流动性不足,是导致“地方政府债券首次交易即陷落”的核心原因。所以,从地方政府债券发行数量、发行政策和扶持力度上看,如何与国债发行相协调,继而使商业银行、社会公众的投资需求得到有效开拓,是地方政府债券二级市场流动性充足的基本保障。所以,将地方政府债券关系纳入我国《证券法》调整的必要性在于:如何设计和规划地方政府债券的流动性,并通过国家宏观债市政策的调整维持地方政府债券的流动性,是打破地方政府债券魔咒的钥匙。

(二) 地方政府债券关系纳入《证券法》调整的可行性

地方政府债券是某一国家中,有财政收入的地方政府或者地方公共机构发行的政府债券。这种地方政府债券的发行目的,在定性上,一般以用于地方交通、通信、住宅、教育、医院和污水处理系统等地方性公共设施建设和属于地方政府提供公共品范畴。但是,地方政府债券一般以当地政府的税收能力和财政收入能力作为还本付息的担保。因此,地方政府债券的发行,从根本意义上讲,是对地方政府税收能力的一种考验,尤其是对地方财政收入结构的一种调整。事实上,地方政府债券发行有两种模式:第一种是地方政府直接发债模式;第二种则是中央发行国债,再转贷给地方,也就是中央发国债之后给地方使用模式。在某些特定情况下,地方政府债券又被称为“市政债券”,说明其发行取得债务收入资金后,其用途是受到严格限制的。

地方政府债券按照其发行用途,可以分为一般债券(普通债券)和专项债券(收益债券)。其中,收益债券是发行的地方政府债券收入用于某一市政工程建设,比如高速公路、桥梁、自来水、电力系统等方面,但是,这些设施在建成后会有相应的运营收益,作为地方政府债券发生的预期收入利益,从而受到较多关注。这种债券,相对于普通债券而言,主要用于改善地方政府的财政收入结构状况,在发行后的整个流动性上要好多,是可以大力扶持和由《证券法》调整的证券品种。

本文认为,地方政府债券关系纳入我国《证券法》调整的可行性,在于地方政府发行收益债券,不但可以调控地方政府性债务结构和比例,让地方政府在其财政收入上,以举债方式进入公开其信息和其行为受监督的领域,而且,在收益债券发行的数量、品种的具体运用中,还可

以为“诚信地方政府”的培育,探索一条符合中国特色的道路。尤其是在我国经济和社会相对比较发达的东部地区,可以考虑适当增加地方政府债券发行的额度和数量,并调整非持续性的地方政府债券发行政策,使地方政府债券的发行、上市和交易、兑付等制度,成为我国区域性证券市场培育的重要内容,并成为东部地区带动、支持中部崛起和西部大开发的“蝴蝶”。^⑨

国家审计署资料表明,截至2010年12月底,我国地方政府性债务余额107,174.91亿元。^⑩如此巨大的地方政府性债务的构成,可以分析如下:

1. 地方政府负有偿还责任的债务67,109.51亿元,占62.62%;地方政府负有担保责任的或有债务23,369.74亿元,占21.80%;地方政府可能承担一定救助责任的其他相关债务16,695.66亿元,占15.58%。可见,当地方政府负有偿还责任即直接债务责任的债务数额,高达67,109.51亿元,占62.62%时,意味着地方政府的财政状况是存在一定问题的,那就是地方政府性债务有过高、负担过重的嫌疑。

2. 这些地方政府债分级次构成如下:全国省级、市级和县级政府性债务余额分别为32,111.94亿元、46,632.06亿元和28,430.91亿元,分别占29.96%、43.51%和26.53%,呈现出明显的中间大、两端小的特点。即市级地方政府债务为46,632.06亿元,43.51%。如果将市级、县级政府性债务相加,则为75,062.97亿元,占70.04%,而省级地方政府性债务不到1/3,显然,在地方政府债券发行重心上移、积极消减市县级地方政府财政赤字的思路下,省级地方政府加大发行地方政府债券的额度、数量,是具有一定可行性的。

3. 这些地方政府债分地区构成如下:东部11个省(直辖市)和5

^⑨ 这是作者的比喻,地方政府债券关系全面进入我国《证券法》调整的话,会发生神奇的蝴蝶效应。所谓蝴蝶效应,是指在一个动力系统中,初始条件下微小的变化能带动整个系统的长期的巨大的连锁反应。这是一种混沌现象。蝴蝶在热带地区的某个地方轻轻扇动一下翅膀,就可能给遥远的国家带来一场飓风。

^⑩ 《财政部负责人就加强地方政府性债务管理答记者问》,来源:财政部网站2011年8月15日。网页地址:http://news.xinhuanet.com/finance/2011-08/15/c_121861893.htm,2011年8月20日最后访问。

个计划单列市政府性债务余额 53,208.39 亿元,占 49.65%;中部 8 个省政府性债务余额为 24,716.35 亿元,占 23.06%;西部 12 个省(自治区、直辖市)政府性债务余额 29,250.17 亿元,占 27.29%。应当说,东部地区属于我国区域性经济发展较好的地区,其 11 个省级政府和 5 个计划单列市的地方政府性债务总额占到将近 1/2,说明这 16 个地方政府性债务统计单位的负债额度高,偿债能力强,因而,在地方政府债券发行政策上,是可以给予适当倾斜的。

应当说,我国社会经济发展过程中,地方政府债券的发行以及地方政府性债务的形成,为地方经济的发展提供了重要的经济保障和财力支持。因此,对于地方政府债券的发行和流动性风险的分析,需要从整体宏观政策层面,尤其是持续性发行政策以及东中西地区经济与社会发展的基本成本分担层面,进行认真仔细的适应性分析,^①才能解决地方政府债券关系进入我国《证券法》调整的可行性问题。

(三) 地方政府债券关系纳入《证券法》调整的范围

在我国,地方政府性债务的证券化与市场化,是区域性证券市场发展的重要基础。应当说,地方政府性债务风险不应被低估,也不应被小视,但是,地方政府性债务的系统性风险化解,并非无路可走,只要商业

^① 多年来,地方政府通过举债融资,确实促进了地方经济和社会的发展,尤其是对应对两次金融危机发挥了一定积极作用。其积极效用是:(1)为应对危机和抗击自然灾害提供资金支持。在应对 1998 年、2008 年亚洲、国际金融危机中,中央政府通过发行国债并转贷地方政府、代地方发行地方政府债券以及地方政府通过融资平台公司等多方筹集资金,为我国地方经济和社会的发展,提供了有力的资金支持。特别是汶川特大地震发生后,四川省各级政府筹措政府性债务资金 558 亿元用于灾后重建,推动灾后恢复重建的顺利实施。(2)为推动民生改善和生态环境保护提供重要支撑。截至 2010 年年底,地方各级政府投入教育、医疗、科学文化、保障性住房、农林水利建设等民生方面的债务余额达 13,753.12 亿元,投入节能减排、生态建设、工业等领域的债务余额达 4,016.02 亿元,有力地促进了地方社会事业的发展,推动了生态环境改善和经济发展方式转变。(3)为保障经济社会的持续发展打基础。截至 2010 年年底,地方各级政府已支出的债务余额中,用于交通运输、市政等基础设施和能源建设 59,466.89 亿元,占 61.86%;用于土地收储 10,208.83 亿元,占 10.62%。这些债务资金的投入,加快了地方公路、铁路、机场等基础设施建设及轨道交通、道路桥梁等市政项目建设,形成了大量优质资产,促进了各地经济社会发展和民生改善,有利于增强经济社会发展后劲。《财政部负责人就加强地方政府性债务管理答记者问》,来源:财政部网站 2011 年 8 月 15 日。网页地址:http://news.xinhuanet.com/finance/2011-08/15/c_121861893.htm,2011 年 8 月 20 日最后访问。

银行与国资都能走上市场化之路,只要地方政府不通过不良资产管理公司,有意识地转嫁坏账,并通过证券市场掠夺投资者的利益,那么,我国地方政府性债务危机中的系统性风险以及流动性风险就能够成为刺激地方政府市场化改革的重要经济力量。从某种意义上说,地方政府性债务的系统性风险以及地方政府债券的流动性是好事,而并不都是坏事。

事实上,我国几十年的经济体制改革充分证明了这样一个道理:区域性证券市场的发展,肯定是有风险的。但是,只要这种风险不成为一种系统性风险,或者成为一种系统性风险后,经过努力能够通过系统化风险的消解政策,有意识地去化解或者降低其危害,那么,任何一种改革政策带来的市场化系统性风险,都不会成为经济体制改革的绊脚石。因此,地方政府性债务的系统性风险,在我国宏观有效政策的正确引导下是一种可控风险。如同20世纪90年代的国有企业股份制改造中,大量国有企业以股份有限公司发行股票,集中批量上市。继而,我国证券二级市场的交易规则,从T+0演化成T+1,以及实行10%、5%涨跌停板制度,上市公司退市制度,^⑫还有后来的股权分置改革政策的强力推进等,使我国的证券市场从无到有,从小到大,从不规范到逐步规范,从当初存在“不行关了”的风险到现在“不可能关”的现实,^⑬足以说明,我国证券市场的孕育、建立和发展、壮大的过程,尽管充满艰辛和困难,但是,良好的证券市场机制的培育以及坚持不懈,终于克服了我国证券经济发展的系统性风险,成就了我国证券市场对国民经济证券化率大大提升,从而推动我国社会主义市场经济快速健康发展的大业。

而地方政府债券的流动性风险,如果我国《证券法》在设计其发行条件和上市交易、兑付条件以及担保条件等方面,能够立足于地方证券

^⑫ 我国证券市场适用的这些制度,尽管都不是中国人自己的直接创造,但是,在证券市场制度的本土化使用方面,证券市场监管者和广大的证券市场参与者,都付出了艰苦的努力和沉重的代价,却是不争的事实。

^⑬ 1992年1月18日至2月21日,邓小平同志在南巡讲话中,提出“证券、股市,这些东西究竟好不好,有没有危险,是不是资本主义独有的东西,社会主义能不能用?允许看,但要坚决地试。看对了,搞一两年对了,放开;错了,纠正,关了就是了”。现在看来,我国的证券市场作为社会主义市场经济的重要组成部分,是不可能“关了”的。

市场是我国证券市场的重要组成部分,扶持地方政府债券合理、科学发行,从而把我国地方政府债券的发行、上市、交易和退市等规则的具体设计,纳入我国《证券法》的常规性调整制度设计中,那么,我国《证券法》当然就担负起区域性证券市场在地方政府债券发行把关层面上的核心职能,从而把区域性证券市场的建设任务担负起来。比如,地方国资证券化溢价后,必须首先用于偿还地方政府债券,而不允许债务人在赖账基础上进行所谓的保值增值。这个规则^⑭如果能得到严格的执行,并以常规性信息披露得到投资者有效监督的话,当年艰难转型的国有企业身上的积重难返的毛病,是可以逐渐得到矫正的,外力推动改正的奇迹,是一样会再次发生在发行地方政府债券的地方政府身上的。

理由是,在我国,许多地方政府总想着多干一些事,但是,受地方预算限制,尤其是地方财力有限,必然就要千方百计地找钱、贷款等,以克服这些限制和财力有限带来的发展制约。应该说,地方政府的发展冲动和快速发展的愿望,并不是完全错误的。只是在现行行政管理体制下,国家和宏观决策者不应该把地方GDP的增长看得太重。地方经济和社会的发展,应该按照经济规律办事,转变单纯为经济增长而增长的政绩观、发展观,在地方政府自主发债的条件不完全具备的情况下,还是要以制度限制来制约地方政府发债的盲目冲动,而这种限制或者控制最有效的路径,就是地方政府债券关系进入《证券法》调整。

有学者认为,市场化模式可能是今后中国地方政府融资的主要政策导向,让市场去建立约束机制才是解决问题之道。在市场化的运行中,机构投资者或者个人要购买地方政府债券的话,需要掏出真金白银,这就能最快地推动地方政府融资的阳光化、透明化,而这种阳光化、透明化,是地方政府债券发行、上市、交易和兑付等方面,最为需要的制度安排和规范系统化设计。我国《证券法》恰恰能够提供这样的制度安排和规范设计。相反,对于发行地方政府债券的地方政府来讲,要想

^⑭ 不仅国资要证券化,国资直接出售同样是解决地方债务危机的好办法。偿还地方政府债券需要的是资金使用项目的造血机制,当一个低效的使用地方政府债券的公司,通过出售债券获得更高的估值,有更高效率的产出时,不仅可以解决地方政府的债务危机,更能够在解决地方政府债券兑付债务问题的过程中,让资产找到符合市场需要的企业家。这是经济学家们对于地方政府债券的功能之梦。

拿到地方政府债券融资的资金,就必须接受市场的制度安排和规范设计层面的监管和约束。所以,要使地方政府的投资、举债行为市场化,其推动的根本方向,就包括各方面的改革,包括我国《预算法》、《担保法》等法律要结合我国《证券法》的修订,进行适应性、配合性的修改。

所以,在有证券市场的制度安排和规范设计的约束机制下,证券投资资金的提供方,也必然要根据自己对证券风险的判断,去要求风险的补偿,然后,才会把钱借给需要证券融资的一方。所以,尽管地方政府以发行地方政府债券方式融资的需求是很正常的,但是,地方政府债券等融资活动,必须放在具有约束作用的市场化机制下进行,才能持久和有效进行。从这个意义上讲,无论是国务院发文清理融资平台,还是国务院各个部委合作加强地方政府性债务的监管,都不以堵住地方政府债券的融资渠道为目标,而只是要以建立更具约束力的市场化机制——让地方政府债券发行、上市和交易、兑付等纳入证券市场机制为目的。^⑮

当然,不主张地方政府自主发债的声音也很响亮。理由是:现在的行政体制、监督机制摆在那里,地方政府借债的冲动很大,但是,地方政府的还债能力不足,如果一旦让地方政府自主发债,其过度和乱投资的冲动,就可能更加难以控制了。^⑯在此基础上,要想不让地方自主发债,但是,立足于在地方党委、地方人大与地方政府、地方政协四方关系的有效协调,良性互动模式的形成,是重要的地方经济和社会发展的核心制度资源的思路,让地方党委、地方人大和地方政协等成为地方政府债券发行、上市和交易、兑付等的一个制约性力量,比如,政府提出地方

^⑮ 比如,最近财政部代发的债券利率超出了预期,就是市场针对地方债的系统性风险状况,要求用这样的利率来回报,这是一个市场化的问题。参见“地方债券,自主发行条件是否已成熟?”,载《每日经济新闻》2011年8月3日。网页地址:<http://finance.qq.com/a/20110803/001208.htm>,2011年8月5日最后访问。

^⑯ 这是在《每日经济新闻》节目中,全国人大财经委副主任贺铿先生的观点,他的大人监督色彩和成分非常强。而国务院发展研究中心研究员倪红日先生则认为,地方自主发债,意味着不需要中央批准和备案、确定发债规模,这样地方的自主权就很大。所以,他认为地方自主发债的条件还不成熟,究竟采取什么样的方式需要有一个比较成熟的制度安排。参见“地方债券,自主发行条件是否已成熟?”,《每日经济新闻》2011年8月3日。网页地址:<http://finance.qq.com/a/20110803/001208.htm>,2011年8月5日最后访问。

政府债券的发债计划,用途、发行数量、还债保障以及地方政府债券风险的控制措施等,然后交由地方党委把关、地方人大审议和地方政协以参政议政方式提出意见和建议等,然后将相关汇总性意见和建议上报中央政府,在中央政府持续性和宏观性扶持区域性证券市场政策导向之下,就可以使地方政府债券的发行、上市和交易、兑付等,坚持中央政府和民意两方面的牵制和控制,就可以保障地方政府债券顺利地成为我国证券市场的重要品种之一。

二、地方政府债券关系的核心机制

所谓地方政府债券关系的核心机制,是地方政府在地方政府债券发行、上市和交易、兑付等层面,如何设置发行条件、进行发行担保,以及如何化解地方政府债券风险等构成的发行、担保监督和风险控制与化解等综合性证券市场品种风险控制机制。这个机制,是地方政府债券发行、上市和交易、兑付等方面关系控制的“安全网”,属于证券市场制度设计和规范设计以及证券市场风险人力控制的范畴。

地方政府债券关系本身,是一种债权债务关系。但是,就目前而言,这种债权债务关系采取了中央政府即财政部代理发行的做法,使得发行关系、上市关系、交易关系和兑付关系,在一定意义上陷入了“分裂局面”,给市场各方留下了地方政府债券在运行机制与法律关系调整上的“代理制”和中央财政担保的“错位印象”。这种“错位印象”的发生,源于地方政府债券发行时的信用度不够,即地方政府债券发行条件和兑付能力的可信度较低,从而采取由中央政府通过“代理制”填补的做法。但是,从长远角度看,地方政府债券发行中的这种“错位印象”的“代理制”,并不能长久地持续下去。

为此,基于权利义务一致的基本原理,理论界必须探索适合我国地方政府债券发行、上市和交易、兑付的核心机制,给地方政府债券发行条件、担保程序和兑付保障等方面,提供证券市场方面的理论支持,以及有效的风险控制与化解规则和制度设计,通过理论与制度设计的系统化思考,参照我国证券市场孕育、建设和发展、壮大的经验教训,把这

些规则和制度的约束力,变成可行的操作规范,通过开拓区域性证券市场,将地方政府债券发行控制规则的约束力逐渐硬化,从而成为我国区域性证券市场发展的重要基础。

在这一方面,目前证券市场各方的思考似乎并不多。有主体认为,我国的地方政府都是不讲诚信的,或者地方政府都是没有地方政府债券偿还能力的,或者地方政府债券的发行只要不开放,就不会有风险,等等。应当说,这样的证券市场发展氛围,显然是过于消极和负面力量多于正面力量的,属于不值得鼓励和倡导的消极因素之列。

本文认为,建立良好的地方政府债券关系,不但是非常必要的,而且是完全可能的。理由是,在下文探索的地方政府债券关系的核心机制内容展开中,作者立足于证券市场风险的结构性观点,^①强调可以通过地方政府债券发行条件、担保要求和风险控制等结构性的制度设计,在中国证监会、中国银监会和中国保监会等监管机制的通力合作下,良性的地方政府债券发行机制与风险控制机制,肯定是可以被培育和建立起来的。

(一) 地方政府债券发行的监督机制

随着我国工业化、城镇化进程的加快,经济和社会发展过程中,地方建设性融资需求必然快速增长。到20世纪90年代,我国的一些地方政府开始尝试通过设立融资平台公司来对外融资,解决发展资金短缺的问题,并逐渐形成了一定规模的融资平台公司债务。^②这种情况的出现,应当说,是在国家宏观政策层面,没有将地方政府债券作为统一的证券市场品种来看待,继而,把发行国库券、政府债券仅仅定义为中央政府的发债权利,从而导致地方政府缺乏规范的融资渠道,为地方政府在基础设施建设资金不足的情况下,借助地方政府融资平台公司的设立与运行,把银行资金优势、政府信用优势和市场力量三者结合起

^① 这是作者在2007年博士学位论文“上市公司风险的结构控制研究”一文中提出的学术观点。

^② 审计署审计的18个省、16个市和36个县共有各级融资平台公司307家,这些被审计对象的地方政府性债务余额共计1.45万亿元,分别占省、市、县本级政府性债务总额的44.07%、71.36%和78.05%。可见其风险之聚集以及地方政府性债务偿还问题之症结,主要集中在市县级地方政府那里。

来,为支持资本投入和融资薄弱环节的发展提供了条件和可能。应当说,这种诞生于宏观政府债券政策缺陷,以及中央政府对于地方政府融资渠道管制的双重挤压下的地方政府融资平台公司的产生与运行,在促进地方经济的发展,尤其是加强地方的基础设施建设方面,发挥了一定的积极作用,^⑩当然,也因为其无序和风险控制乏力,埋下了地方融资平台公司债务的巨大风险。

也就是说,这种为地方政府提供举债服务的融资平台公司,在举债融资的规模上增长过快,运作不规范,加上地方政府违规或者变相提供财政担保,导致地方政府的偿债风险加大。还有,部分银行业金融机构的风险意识薄弱,对融资平台公司信贷管理措施缺失等,都在很大程度上聚集和放大了融资平台公司的地方政府举债风险。为此,2010年6月10日,国务院下发《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发[2010]19号,简称“国发19号文”),加强对地方政府融资平台公司的管理,有效防范财政金融风险,保持经济持续健康发展和社会稳定,并对地方政府融资平台公司管理工作,进行了全面清理和部署。继而,2010年7月30日,财政部会同银监会、发展改革委、人民银行等部门制定具体的实施方案,细化“国发19号文”相关政策,出台了《关于贯彻〈国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知〉相关事项的通知》(以下简称《平台管理通知》)。《平台管理通知》主要是对“国发19号文”中的一些概念和政策内容进行了细化和

^⑩ 2008年四季度,面对严峻复杂的国内外经济形势,党中央、国务院实施积极财政政策和适度宽松的货币政策,提出包括4万亿投资计划在内的一系列政策措施。其中,中央政府安排1.18万亿元,地方政府配套1.25万亿元。为了解决地方配套资金来源问题,2009年、2010年中央代理发行地方政府债券4000亿元,由地方政府主要安排用于中央投资公益性建设项目地方资金配套。据统计,2008年四季度以来,地方政府配套资金中,来源于融资平台公司融资的资金占10%左右,地方融资平台公司举债融资主要用于地方安排的保障性安居工程、农村民生工程、基础设施、社会事业、生态环保、自主创新等方面公益性项目建设,为应对国际金融危机冲击、保持经济平稳较快发展,地方融资平台公司的融资发挥了重要作用。

说明,并提出加强组织领导、确保工作落实的具体要求等细化性措施。^⑳

融资平台公司的清理,是必要的。^㉑这种必要性,在于地方政府债券发行应该在社会主义市场经济发展的情理之中,而清理活动本身,则把可以在市场上盈利的债券融资项目和亏损的债券融资项目进行梳理,然后进行分别处理。在此基础上,地方融资平台公司可以作为地方政府筹措资金的一个制度安排,展示保留在区域性证券市场的扶持与制度安排之外。也就是说,地方财政必须对融资平台公司的债务形成、偿付进展以及发债人的偿付能力等情况进行动态监控,融资平台公司的债务和经营情况等,也应当上报地方财政部门,以控制这种规范的证券市场之外的地方政府债券或者地方政府性债务的法律风险。

财政部会同银监会、发展改革委、人民银行等部门发布的《平台管理通知》,赋予地方发改委更多的融资平台公司的监管责任,确实是出于地方政府举债风险控制的需要。在这种概念和政策之下,地方债监督机制应该怎样设计,即应该由谁来监督地方政府债券的发行呢?有学者认为,地方政府债券发行的监管机制,只是一个技术性问题而已,因此,解决这个问题不应该是一个“版本”或者一个方法或者路径。理由是,地方政府债券是面对公众个人和机构投资者这样两个市场的,而这两个市场未来的最终方向,则面向社会公众个人。因此,由谁来监管地方政府债券发行的问题,实际上是很简单的。他强调说,地方政府债

^⑳ 其中的主要措施是:抓紧清理核实并妥善处理融资平台公司债务,对融资平台公司进行清理规范,加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的信贷管理,坚决制止地方政府违规担保承诺行为,加强组织领导,确保工作落实等。并要求各地2010年12月31日前向国务院上报落实情况报告,报告包括组织实施情况,债务总量、分类、分级等情况,在建项目后续资金安排情况,规范管理的具体措施及效果,特殊事项及说明,问题及政策建议等。

^㉑ 事实上,清理地方融资平台已经进行了很多次,主要目的是摸清情况,要进行融资首先要了解发债主体的真实债务情况,如果不能了解真实债务情况,则无法进行融资。而地方债和平台公司实际上是两种不同的融资方式,地方责任债和项目收益债,这两者本身并不存在冲突,项目收益债券是与特定项目相联系的债券,无论利息的支付或是本金的偿还均只能来自投资项目自身的收益,比如自来水、地铁和机场的收费等,其风险要高于一般地方政府债券。而地方责任债和地方政府的财政状况相关联,项目收益债和城投债相类似,这两者在市场上都是存在的。

券在哪个市场发行,就由哪个市场现有的监管机构进行监管,而不应当归于发改委监督或者监管。当然,从项目上来说,地方发改委和地方政府债券本身之间,不存在直接的监管或者监督关系,只是可以作为一个保荐机构的角色而已。现在,已经有保荐机构对地方政府发债主体的情况,通过进行发行询价等路径进行监督的实例。所以,从地方政府债券的市场化机制建立与运行出发,各级发改委应当退出地方政府债券发行市场。^② 所以,将来中国证监会和各地证监局对于地方政府债券证券市场监管职责的担当,在地方政府债券作为证券市场一个交易品种的背景下,只是一个时间问题而已。

在建立规范的地方政府债务管理的长效机制方面,目前,财政部会同银监会、发展改革委、人民银行等部门正在按照国务院的“国发19号文”相关政策,进行统一部署,抓紧时机研究建立规范地方政府债务管理、防范财政金融风险的长效机制。^③ 但是,本文认为,良性的地方政府债券的发行监管机制,则是形成以证券市场运行的监管机制,即(1)地方政府债券发行纳入国家的政府债券发行体系,而非由财政部实行发行“代理制”;(2)地方政府债券的发行适用国债发行政策,即采用具有“接力性”或者“持续性”的发行政策;(3)地方政府债券的发行、上市和交易、兑付均由证券交易系统进行监管,纳入证券市场风险控制机制;(4)建立与地方政府债券发行机制相适应的债券信息持续披露制

^② 国务院发展研究中心研究员倪红日先生则认为,发改委的职能主要是宏观调控和平衡,从对资金的运用来讲,发改委不如财政部门专业,但是,由发改委负起监管责任也有道理,因为地方政府发债和融资平台涉及财政和金融两大版块。从地位上来讲,发改委进行监管更加方便,但是,他认为,融资平台应该编制资产负债表,上报财政部门,再由财政部门提交发改委。现在,全国各地在这方面各行其是,并没有统一的制度安排。参见“地方债券,自主发行条件是否已成熟?”,载《每日经济新闻》2011年8月3日。网页地址:<http://finance.qq.com/a/20110803/001208.htm>,2011年8月5日最后访问。

^③ 这种长效机制从两个方面理解:一是要逐步建立规范的地方政府债务管理机制。研究建立地方政府债务规模管理和风险预警机制,将地方政府债务收支纳入预算管理,逐步形成与社会主义市场经济体制相适应、管理规范、运行高效的地方政府举债融资机制。二是要建立有效、审慎的信贷风险管理长效机制。结合融资平台公司贷款的清查规范工作,全面推进信贷管理制度调整和完善,提升银行业金融机构的风险管理水平,更好地帮助银行业金融机构落实银监会“三个办法一个指引”等有效、审慎的风险管理长效机制,确保信贷资金流向实体经济和关系国计民生的重要项目。

度,等等。只有这样,地方政府债券进入证券市场才有可能。

(二) 地方政府债券发行的担保机制

虽然按照我国《预算法》第 28 条的规定,国家法律并不允许地方政府举债,但是,长期以来,各级地方政府以各种名义大举借债弥补财政收入不足的行为早已司空见惯。尤其是 2008 年世界金融危机爆发后,我国中央政府推出高达 4 万亿元人民币的投资刺激计划,为此,地方政府纷纷采取配套的经济刺激政策,包括地方政府主导投资或者为大型建设项目提供融资担保等,从而使地方政府性债务猛增,地方政府债券发行的口子也很快洞开。

解决的思路是“类似对口援建机制的地方政府债券担保制度”,是指东部或者经济发达地区的地方政府包括省级地方政府、市县级地方政府等,可以在履行法定程序和达到法定要求条件的情况下,为中西部或者经济不发达的省级地方政府发行地方政府债券提供对口担保,以换取被担保方在资源或者经济和社会发展资源方面的对待给付的法律制度。这种制度的核心点,是经济实力雄厚的地方政府担保经济实力较弱的地方政府发行债券,筹措经济和社会发展的资金,从而为地方经济和社会的发展提供物质帮助。

这种制度即类似于汶川大地震后,全国 18 个省市对于汶川大地震极重灾区、重灾区的对口援建的制度设计。应当说,使用地方财力为兄弟省市的地方政府债券提供担保,不是一个简单的援助问题,而是一个经济与社会发展中区域性经济政策的整合问题。这个制度即“类似对口援建机制的地方政府债券担保制度”的提出,可以作为一种化解地方政府债券风险的可行思路进行探讨,以寻找其科学合理的可用之处。

(三) 地方政府债券风险的控制机制

地方政府债券作为政府债券的延伸,属于地方政府拓展融资渠道的正当需求和经济政策范畴。因此,研究如何控制地方政府债券风险,并建立有效的地方政府债券风险控制机制,是我国《证券法》修改时重点考虑的重要制度之一。

按照世界银行经济学家 Hana Polackova 先生的风险矩阵理论,政府债务可分为政府直接债务和政府或有债务两大类。其中,前者是指

政府在任何条件下都无法回避的法律责任和应履行的债券义务,而后者则是指在特定条件下,政府必须承担和履行的法律责任和债券义务。理论上,这些债券责任和义务,在发行人为地方政府时,全部内含于政府职能中,不过,在具体表现形式上,有的是显性的,有的则是隐性的。所以,广义上的政府债务,实际上可分为四类,即显性直接债务、隐性直接债务、显性或有债务和隐性或有债务。相应地,地方政府债务风险也就有四种,即显性直接债务风险、隐性直接债务风险、显性或有债务风险和隐性或有债务风险等。^②

本文认为,面对这些地方政府债务的组合形式,地方政府债券风险的根源,主要在于其发行债券的兑付能力方面。也就是说,地方政府债券风险究竟属于哪一类,一方面取决于地方政府债券的发行条件,另一方面则主要取决于地方政府债券发行时、发行后,尤其是债券兑付时偿还债务的经济能力或者财政收入状况。而这种经济能力,在持续性发行地方政府债券的情况下,一部分可以采取发新债还旧债的方式加以处理,即用新发行债券筹集的资金兑付到期地方政府债券,而另一部分则可以使用地方政府财政收入进行偿付。还有不能偿付的地方政府债券,也可以使用其他地方政府的对口担保机制,进行地方政府债券的到期兑付。总而言之,其核心要点是,将地方政府债券的兑付能力风险减少到最低限度。

资料显示,我国地方政府性债务风险,在总体上是可控制的。其依据是:(1)从债务规模看,至2010年年底,省市县三级地方政府负有偿还责任的债务率,即负有偿还责任的债务余额与地方政府综合财力的比率为52.25%。如果按地方政府负有担保责任的债务全部转化为政

^② 倪红日先生认为,从审计署公布的数据来看,还不能说存在地方财政危机。理由是,地方债规模还是在可以承受的范围之内,但是,他认为存在两方面的风险:一个风险是发债管理体制的缺位,地方发债是客观需要,是在现在的财政和行政管理体制中自发生长出来的,不通过这个渠道,也会通过其他更隐蔽的渠道发债,比如融资平台公司。原来地方财政是建设型财政,后来改革为公共型财政。但是,转轨之后,基础设施建设钱从哪来、谁来管、谁负责,都成了问题。现在,没有一个制度上的安排,如果仅靠一次次下发文件,或者依靠下发文件解决地方政府债券的发行,解决不了根本问题;另一个风险是10.7万亿元的地方债务中,个别项目存在较大风险,尤其是一些县级项目,对这些有风险的问题项目,需要立即进行清理。

府偿债责任计算,债务率为 70.45%。虽然比例很高,但是,还没有达到无法清偿的危险边界。^⑤ (2)从债务结构看,我国政府性债务以内债为主,2010 年年末地方政府性债务的债权人主要以国内机构和个人投资者为主。而且,地方政府性债务是多年累积而成的,并不是很短时间快速形成的。也就是说,改革开放 30 多年来,各级地方政府通过自身经济的发展和财力增长,其偿债能力不断提高,偿债条件不断改善,逾期违约率一直处于较低水平。(3)从偿债条件看,除财政收入外,我国地方政府拥有的固定资产、土地、自然资源等可变现资产比较多,可通过变现资产增强偿债能力。此外,我国经济处于高速增长阶段,基础设施建设给地方经济和政府收入创造了增长空间,有利于改善地方政府的偿债条件。(4)从区域结构看,一些发达地区的经济和财政能力强,负债水平相对适度。虽然有部分地方政府负债相对其经济和财力而言偏高,但是,只要采取措施控制新增债务,规范当地政府债务融资行为,地方政府债券的风险应当是可以控制的。

当然,我们也必须看到,我国部分地区地方政府以及行业的偿债能力比较弱,存在地方政府债券的风险隐患,如个别地方政府负有偿还责任的债务负担较重,部分地方政府的债务偿还能力中,对土地出让收入的依赖较大,而部分地区的地方政府则存在高速公路、普通高校和医院债务规模大、偿债压力较大等问题。对这些地区地方政府债券以及行业存在的风险隐患,需要通过区域性证券市场发展政策的未雨绸缪,继而采取有效的配套改革措施,妥善处理地方政府的存量债务,严格控制其新增债务规模和类型,防范和化解可能出现的地方政府债券风险。^⑥

根据《平台管理通知》,财政部等四部委进一步加强地方政府性债务管理的政策措施是系统性的,即:(1)妥善处理债务偿还和在建项目

^⑤ 确实,目前在我国,地方政府债券大范围的违约还没有发生,地方政府性债务大概相当于全国 GDP 的 27%,加上国债余额,我国政府债务余额占 GDP 的比重在 45%左右。以欧盟 60%的警戒线来说,离这一警戒线还有一段距离,但是也已经不是非常远了。

^⑥ “财政部负责人就加强地方政府性债务管理答记者问”,来源:财政部网站 2011 年 8 月 15 日。网页地址:http://news.xinhuanet.com/finance/2011-08/15/c_121861893.htm,2011 年 8 月 20 日最后访问。

后续融资。^⑳ (2)继续抓紧清理规范融资平台公司,实现融资平台公司债务风险内部化。(3)坚决禁止政府违规担保行为。^㉑ (4)加快研究建立规范的地方政府举债融资机制。这些系统性的政策措施,不但是按照“国发19号文”的要求,抓紧研究建立地方政府债务风险预警机制,将地方政府债务收支纳入预算管理,逐步形成与社会主义市场经济体制相适应、管理规范、运行高效的地方政府举债融资机制,而且在推进我国地方政府债券发行、上市和交易、兑付等制度设计和规范设计方面,已经奠定了良好的证券市场接纳准备的基础——我国《证券法》的新一轮修订,是地方政府债券品种进入证券市场调整机制的最好时机。

三、地方政府债券关系进入《证券法》的思考建议

本文认为,我国《证券法》修改时,在支持和扶持区域性证券市场的政策下,对于地方政府债券的发行、上市和交易、兑付,以及发行监管、信息披露和风险控制等,可作相应的修改。我国《证券法》相关条款修改的目的和政策导向,是在我国证券市场上扶持区域性证券市场形成,并在地方政府债券发行、上市和交易、兑付等制度设计和规范设计上,给予系统性的配合。

^⑳ 融资平台公司存量债务,要按照协议约定偿还,不得单方面改变原有债权债务关系,不得转嫁偿债责任和逃废债务。认真落实有关债务人偿债责任,融资平台公司等要抓紧制定偿债计划,明确偿债时限,切实承担还本付息责任。对还款来源主要依靠财政性资金的公益性在建项目,除法律和国务院另有规定外,不得继续通过融资平台公司融资,应通过财政预算等渠道,或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。对使用债务资金的其他项目,原贷款银行等要认真做好重新审核工作,符合规定和政策要求的,要继续按照协议提供贷款;不符合有关要求的,地方政府要尽快进行清理,妥善处置。

^㉑ 地方各级国家机关以及学校等以公益为目的的事业单位、社会团体要严格执行《预算法》、《担保法》、《财政部关于规范地方各级政府部门举债和担保承诺行为的通知》等有关规定,不得违法违规举借债务,不得出具担保函、承诺函、安慰函等直接或变相担保协议,不得以机关事业单位及社会团体的国有资产为其他单位和企业融资进行抵押或质押,不得为其他单位或企业融资承诺承担偿债责任,不得在预算安排之外与其他单位或企业签订回购(BT)协议,不得从事其他违法违规担保承诺行为。

(一) 地方政府债券发行规则

1. 第2条第2款：“政府债券、证券投资基金份额的上市交易，适用本法；其他法律、行政法规另有规定的，适用其规定。”修改为：“政府债券（含地方政府债券）、证券投资基金份额的上市交易，适用本法；其他法律、行政法规另有规定的，适用其规定。”增加的主要是“政府债券（含地方政府债券）”字样。

2. 第9条：“国家审计机关依法对证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券监督管理机构进行审计监督。”后增加一款，为第2款。即第9条：“国家审计机关依法对证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券监督管理机构进行审计监督。”“地方政府债券的发行，由国务院审批和实施监督。地方政府债券的发行条件和监督规则，由国务院另行制定。”第2款规定本身，主要是将国务院对于地方政府债券的发行审批与监督权力，以及发行条件和监督规则的设定权力，明确界定为国务院所有。

3. 第64条：“经国务院证券监督管理机构核准依法公开发行股票，或者经国务院授权的部门核准依法公开发行公司债券，应当公告招股说明书、公司债券募集办法。依法公开发行新股或者公司债券的，还应当公告财务会计报告。”后增加一款，为第2款。即第64条：“经国务院证券监督管理机构核准依法公开发行股票，或者经国务院授权的部门核准依法公开发行公司债券，应当公告招股说明书、公司债券募集办法。依法公开发行新股或者公司债券的，还应当公告财务会计报告。”“经国务院批准发行的地方政府债券，应当按照本法规定公告地方政府债券募集办法，并按照企业债券信息披露要求，披露地方政府债券信息。地方政府债券应当披露的信息内容，由国务院另行规定。”增加第2款是对地方政府债券的信息披露提出了要求，并将这种要求具体化、规则化。

4. 第180条：“国务院证券监督管理机构依法履行职责，有权采取下列措施：（一）对证券发行人、上市公司、证券公司、证券投资基金管理公司、证券服务机构、证券交易所、证券登记结算机构进行现场检查……”修改为：“国务院证券监督管理机构依法履行职责，有权采取下列措施：（一）对证券发行人、上市公司、证券公司、证券投资基金管

理公司、证券服务机构、证券交易所、证券登记结算机构进行现场检查。对地方政府债券发行人的现场检查规则,由国务院另行规定……”增加的内容是“对地方政府债券发行人的现场检查规则,由国务院另行规定”,突出国务院对于地方政府债券管理的特殊要求。

5. 第 238 条:“境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易,必须经国务院证券监督管理机构依照国务院的规定批准。”后增加一款,为第 2 款。即第 238 条:“境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易,必须经国务院证券监督管理机构依照国务院的规定批准。”“地方政府债券的发行、上市交易,以及购买限制条件等应当以国务院批准文件为准。”增加的第 2 款规定,为国务院进行地方政府债券具体的发行调控,留下法律和行政手段空间。

6. 第 239 条:“境内公司股票以外币认购和交易的,具体办法由国务院另行规定。”修改为:“境内公司股票以外币认购和交易,以及地方政府发行地方政府债券的,具体办法由国务院另行规定。”修改中,增加“以及地方政府发行地方政府债券的”字样,也为国务院控制外资购买地方政府债券提供了法律依据。

(二) 地方政府债券交易规则

1. 第 38 条:“依法发行的股票、公司债券及其他证券,法律对其转让期限有限制性规定的,在限定的期限内不得买卖。”修改为:“依法发行的股票、公司债券及其他证券,法律、行政法规对其转让期限和条件有限制性规定的,依照其规定。”这样修改,为地方政府债券的交易设置限制性条件,便于国务院和监管部门对于地方政府债券的交易进行法定干预。

2. 第 49 条:“申请股票、可转换为股票的公司债券或者法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券上市交易,应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人。”“本法第十一条第二款、第三款的规定适用于上市保荐人。”后增加一款,为第 3 款。即第 49 条:“申请股票、可转换为股票的公司债券或者法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券上市交易,应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人。”“本法第十一条第二款、第三款的规定适用于上市保荐人。”“地方政府债券上市交易

的,也可以由相关地方政府充当债券对付担保人。”增加第3款的目的,是将本文中地方政府债券发行中的其他地方政府担保规则变成制度设计。

3. 第57条:“公司申请公司债券上市交易,应当符合下列条件:(一)公司债券的期限为一年以上;(二)公司债券实际发行额不少于人民币五千元;(三)公司申请债券上市时仍符合法定的公司债券发行条件。”后增加一款,为第2款。即第57条:“公司申请公司债券上市交易,应当符合下列条件:(一)公司债券的期限为一年以上;(二)公司债券实际发行额不少于人民币五千元;(三)公司申请债券上市时仍符合法定的公司债券发行条件。”“地方政府债券的上市交易需满足债权担保条件和国务院规定的其他条件。”增加的第2款,是强调地方政府债券发行和交易的担保与相关条件要求。

(三)地方政府债券违法处罚规则

1. 第61条:“公司有前条第(一)项、第(四)项所列情形之一经查实后果严重的,或者有前条第(二)项、第(三)项、第(五)项所列情形之一,在限期内未能消除的,由证券交易所决定终止其公司债券上市交易。”“公司解散或者被宣告破产的,由证券交易所终止其公司债券上市交易。”后增加一款,为第3款。即第61条:“公司有前条第(一)项、第(四)项所列情形之一经查实后果严重的,或者有前条第(二)项、第(三)项、第(五)项所列情形之一,在限期内未能消除的,由证券交易所决定终止其公司债券上市交易。”

“公司解散或者被宣告破产的,由证券交易所终止其公司债券上市交易。”“地方政府债券的暂停交易或者终止交易事由,由国务院另行规定。”增加的第3款强调,地方政府债券在上市之后,如出现违法等情形时,可以暂停交易或者终止交易。

2. 第188条:“未经法定机关核准,擅自公开或者变相公开发行证券的,责令停止发行,退还所募资金并加算银行同期存款利息,处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款;对擅自公开或者变相公开发行证券设立的公司,由依法履行监督管理职责的机构或者部门会同县级以上地方人民政府予以取缔。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。”

款。”后增加一款,为第2款。即第188条:“未经法定机关核准,擅自公开或者变相公开发行证券的,责令停止发行,退还所募资金并加算银行同期存款利息,处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款;对擅自公开或者变相公开发行证券设立的公司,由依法履行监督管理职责的机构或者部门会同县级以上地方人民政府予以取缔。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。”“地方政府债券未经法定机关核准,擅自公开或者变相公开发行地方政府债券的,依照前款规定,加重一倍处罚。”鉴于地方政府债券发行的严肃性,以及违法后的后果严重性,所以,规定“加重一倍处罚”的从重处罚原则。

3. 第194条:“发行人、上市公司擅自改变公开发行证券所募集资金的用途的,责令改正,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。”“发行人、上市公司的控股股东、实际控制人指使从事前款违法行为的,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员依照前款的规定处罚。”后增加一款,为第3款。即第194条:“发行人、上市公司擅自改变公开发行证券所募集资金的用途的,责令改正,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。”“发行人、上市公司的控股股东、实际控制人指使从事前款违法行为的,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员依照前款的规定处罚。”“地方政府债券发行人擅自改变所募集资金用途的,依照前两款的规定加重一倍处罚,并可停止其新发行地方政府债券的申请。停止申请时间,由国务院另行规定。”这里“加重一倍处罚”的理由与第188条的修改相同,但同时,增加“停止其新发行地方政府债券的申请”这种带有证券市场禁入性质的处罚措施,体现了对于地方政府债券资金用途变更违法行为处罚的特殊性。

4. 第233条:“违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的有关规定,情节严重的,国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券市场禁入的措施。”“前款所称证券市场禁入,是指在一定期限内直至终身不得从事证券业务或者不得担任上市公司董事、监事、

高级管理人员的制度。”后增加一款,为第3款。即第233条:“违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的有关规定,情节严重的,国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券市场禁入的措施。”“前款所称证券市场禁入,是指在一定期限内直至终身不得从事证券业务或者不得担任上市公司董事、监事、高级管理人员的制度。”“地方政府债券发行人违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的有关规定,情节严重的,由国务院对有关责任人员按照相关法律法规的规定,给予行政处分”。增加第3款,是考虑到地方政府债券发行、上市和交易、兑付等过程中,违法行为责任人往往是地方政府负责人,所以,对其由国务院给予行政处分,是符合我国《公务员法》的相关规定的。