

地方政府债券信息披露的结构缺陷与改进思路

刘恒瑞

摘要：地方政府债券虽然是一种低风险的政府债券，但理论与实践都表明，地方债对投资者乃至金融市场都存在着特殊风险。为保护投资者和降低金融市场的风险，地方债的发展需要有针对性的信息披露规则。本文通过对我国地方债披露现状的分析，认为我国地方债信息披露需要进一步规范。具体来说，应由发行债券的地方政府清晰、简洁地披露与地方债现金流和项目相关的财务信息，提高披露的时效性和针对性。同时，还应采取优化评级行业规范、将地方债的信息披露系统纳入到我国证券信息披露体系中等措施，谋求建立起统一的信息披露和债券监管制度。

关键词：地方政府债券 市政债券 信息披露 地方财政

地方政府债券是我国证券市场的重要构成，也是我国财政体系中体现公益性与市场性有机结合的重要构成。目前我国的地方政府债券已经具有较大规模，截至2021年5月末，全国地方政府债券余额270,170.17亿元，其中一般债券余额133,214.86亿元，专项债券余额136,955.31亿元。地方政府债券剩余平均年限7.0年（其中一般债券6.3年，专项债券7.6年）。虽然地方政府债券的信用度很高，但我国十分重视相关法律制度建设，以确保地方政府债券发行及交易的有序运行，特别是2020年《地方政府债券发行管理办法》的出台，标志着我国地方政府债券市场进入了规范化发展的新时期。

在地方政府债券发行过程中，信息披露是降低发行利率、加强债券监管、防范金融风险的核心制度和有效手段。至今为止，我国在地方政府债券信息披露制度体系化建设上不断取得进展。如在应用功能上，国务院印发的《关于进一步深化预算管理

制度改革的意见》中将“健全地方政府债务信息公开及债券信息披露机制，发挥全国统一的地方政府债务信息公开平台作用”作为防范化解地方政府隐性债务风险的重要措施；在实现机制上，国务院《关于加强地方政府性债务公开制度与加强政府信用体系建设联系起来；在信息披露基本要求上，要求地方政府债券的信息公开，必须“突出重点，真实、准确、完整、及时公开”；在信息公开平台建设上，2021年全国统一的地方政府债券信息公开平台正式运行。

目前存在的问题是，虽然我国地方政府债券信息披露的制度文本日渐完备，但在实际操作中并未充分有效地转化为债券市场运行实态。如在发行环节的披露中，一般债券和专项债券的区分性不强，地方债评级区分度不高，信息披露的透明度不足。在债券的使用过程中，主管部门的监督与前期信息披露对应度不高。从地方政府债券的特点和相

关实践来看，欲促进地方债市场的发展和繁荣，必须建构完善的信息披露制度，尤其是要提高地方债信息披露规则的实践转化水平。

一、继续强化地方政府债券信息披露的必要性

虽然我国现有法规明确了地方债发行人的信息披露义务，但在社会观念中对此却普遍存在着轻视的态度。有观点认为，我国从无政府破产一说，地方债违约可能性微乎其微，无需信息披露。但这种轻视的想法必然导致轻率的做法，要实现地方债市场的持续稳定和健康发展，必须不断强化信息披露制度。

（一）预防政府违约的可能性转化为现实性

虽然地方债的信用基础来源于地方政府的税收，因而风险较小，违约可能性较低，但政府违约的可能性并不能被忽视。

具体到我国情况来看，由于我国地方政府在建设地方经

济与发展居民福利方面，承担了大量的事权，导致了省级政府负债较高。截至 2021 年，天津、江苏、北京、重庆和贵州债务率超过 300%，远超全国人大常委会划定的 100% 债务率红线，此外，云南省和内蒙古自治区的债务率也在红线之上。同时，根据我国法律规定，债券发行与偿还的主体为地方政府，因此地方政府在偿还地方债方面不具有中央政府的担保。这进一步增加了我国地方债违约的风险。

（二）预防因金融市场发展而增大的风险

金融市场日新月异的发展，为投资者提供了更多的金融交易工具，如各类金融衍生品和期货工具。通过金融衍生品交易，债券违约的风险可以渗透到金融市场上的非债券投资者。此类事情在美国已经屡见不鲜。根据美国国家经济研究协会的统计，美国有上百支市政债券收益降低而导致风险转移到市政债券市场之外。

（三）明晰地方政府财政的亚透明状态

我国虽然通过预算法确定了预算公开原则，但是长期以来，我国的预算公开存在各种亚透明状态。所谓“亚透明状态”有四种情形：其一，透明程度不够，如内容少，方法单一，披露滞后等；其二，透明范围不够，接受者范围实质性狭小，许多投资者难以关注到；其三，透明形式化而实质内容不够；其四，透明抽

象化而具体化不够。在这种基础上，投资者无法通过公开渠道了解到地方债发行人的信用水平。在政府信息公开机制尚不健全的背景下，地方政府在资本市场中借款，需要更多的信息披露，以便于投资者对不同的发行人进行甄别和定价。

（四）有效优化地方政府的债务水平

在地方债发行之前，地方政府通过各种融资平台隐形发债。从审计署披露的信息看，政府性债务的类型包括银行贷款、BT（建设-移交）工程、到期债券，应付未付款项，信托融资，其他单位或个人未付款，垫资施工、延期付款，证券，保险业和其他金融机构融资，财政转贷、融资租赁、集资。在政府负有偿还责任的超过 10 万亿元的债务中，政府债券和财政转贷所占比例不到 8%，其余都属于地方政府的变相举债。这些形态各异的债务均是由地方政府在履行行政职责时，通过与债权人通过一一协商的方式产生的，不能排除其中有地方政府通过政治途径获得的债务资金支持。因此，个体债权人难以与作为地方政府的债务人形成良好的债务约束机制。新《预算法》将发行地方债作为地方政府唯一合法举债的途径，而债券投资是资本市场上的直接投资。正因为如此，债券对地方政府是一种压力，可以促使其追求良法之治。

综上，健全我国地方政府债券的信息披露制度将成为我国发展地方政府债券市场所必须完成的任务之一。由于地方债与其他金融工具相比存在着一定的差异性，对其进行信息披露不能直接套用资本市场上其他证券的方式，需要规制更有针对性的信息披露。

二、我国地方政府债券信息披露的结构性缺陷

目前我国地方债的信息披露内容主要包括经济社会发展指标、地方政府一般公共预算情况、债务情况等地方财政数据和拟发行债券信息、第三方评估信息、专项债券对应项目信息等证券信息。地方财政数据主要使上级机关财政部门能够对各地地方财政和负债情况统筹管理监督，同时使债权人对地方政府的偿债能力作出判断。而证券信息则可使投资者对所投资债券的盈利能力进行评估。总体而言，各地政府财政数据的公开情况较好，而债券的证券性信息披露仍有不足，具体体现在：

（一）专项债券信息披露与一般债券混同

相较于一般债券，专项债券在发行时还要求披露拟发行专项债券对应项目信息。包括项目概况、分年度投资计划、项目资金来源、预期收益和融资平衡方案、潜在风险评估、主管部门责

任等。对于专项债而言,信息披露应能使投资者预测预期收益。但目前针对预测收益的数据仍然不足。此外,专项债券在集合发行的情况下,各项目的运行情况存在差异,目前的信息披露未针对各子项目进行分别披露。

(二) 信息披露信息可读性不强

目前我国地方债的信息披露部分报告内容直接照搬地方政府的年度预算报告,可读性不强。年度预算报告本身并非为投资者的信息获取量身定做,而是为了提供给专业的审计机构进行审查监督。地方预算的信息对于一般投资者而言难以理解,信息成本过高。因此,信息披露应当按照可读性的标准进行简化,集中对于地方政府获得现金流的能力进行披露。

(三) 债券评级结果无差异

自开展地方债评级以来,我国地方债评级均为AAA级。但各地政府的治理能力、财政状况、债务水平都存在显著差异,故偿债能力并不相同。无区别的债券评级与事实存在出入,无法体现出各地政府的偿债能力,因此也不具备风险揭示性。

(四) 地方债信息披露平台建设仍需完善

目前统一的地方政府债券信息公开平台虽已试行,但由于建设时间较短,平台中的信息披露仍停留至政府财政统计数据阶段,未有针对具体项目的详细信

息,信息的覆盖面仍需进一步扩大。此外,我国地方债信息披露还存在披露主体不一、不同省份间披露情况存在差异等问题,均亟待解决。

三、地方债信息披露制度的改进思路

针对上述问题,我国应当从披露的主体、内容、类型、评级制度和平台等方面对地方债信息披露制度进行完善。

(一) 信息披露的主体

根据《预算法》与《地方政府债券发行管理办法》的规定,我国地方财政信息的公开和地方债的信息披露皆是由地方政府的财政部门进行。但根据《地方政府一般债务预算管理办法》和《地方政府专项债务预算管理办法》第二十一条规定,地方债的信息披露是由省级人民政府进行。市县级人民政府的信息披露工作是由省级人民政府承担。发行债券的真正主体和信息披露主体不一致,将导致披露责任的弱化,这一点可以由美国的美国地方债信息披露制度证明。

目前而言,有3家机构对美国市政债券的信息披露进行规制:市政债券规则制定委员会、政府金融官员协会与美国证券交易委员会。根据美国的经验教训,地方债信息披露监管者的分散导致了美国地方债信息披露的不足。这一分散所形成的路径依

赖一直在美国地方债的发行中存在。

本文认为,地方债的信息披露最为合适的主体是实际发行债券的地方政府。由各个部门分别披露信息,会导致信息复杂性的增加,不利于投资者解读。而地方政府可以统领各部门的行政工作,完成地方债的信息披露工作。

(二) 信息披露的类型

根据地方债的类型不同,信息披露可以区分为一般性披露与特定性披露。对于地方政府而言,一般性披露是对发行债券的地方政府整体财务状况的披露,便于投资者对发行政府的整体信用特征的了解。除此之外,针对特定事项应当有特定披露,如自然灾害等对地方政府的财务结构水平将发生重大影响的事件,有必要立刻让债券持有人知悉。而对于专项债券,政府需要对该项具体设施的具体收入水平和支出状况进行披露。通过一般性披露与特定披露相结合,可以使得投资者准确、动态地对地方债的风险进行评估。

(三) 信息披露的内容

对于地方政府而言,地方债的信用和政府偿还本息的能力体现在政府常年的税费收入,而能够较为完整体现政府税费收入的文件是政府的年度预算报告。因此,对地方债的信息披露可以从地方政府的预算报告中入手。地方债信息披露的内容,应当在地方政府预算的基础上进行简化

处理,突出与地方债现金流相关的财务信息。同时,针对债券投资者,增加债券相关信息,如评级、违约事件,并提高信息披露的频率,以保证投资者对信息披露了解的及时性。

(四) 评级制度

客观、完善的评级制度是投资者判断债券风险的重要依据。目前我国的评级制度存在评级结果高度一致的现象。针对这一点,美国现行的双评级制度对我国评级制度的完善具有参考价值。市政债券的评级制度与商业债券保持一致,即债券发行时需接受1-2家评级机构的评级,评级调整时需要两家评级机构进行评级。对于双评级的市政债券,投资者可以根据两家评级机构的评级综合判断风险。同时双评级亦可通过评级机构的相互检验抑制评级虚高的情况,增加评级机构的公正性。

参考美国经验,我国除了要提高评级机构的评级水平外,应设立行业规范,引导制定评级标准和评级指标,规范评级方法。此外,可开放评级机构的资格认证,引入市场化竞争,同时构建双评级制度,增强评级机构的客观性和公信力。

(五) 信息披露的平台

地方债由地方政府发行,并投入到公共事业中去,因此获得了一定的宪法与行政法上的法律效果。但是当债券发行之后,作为一种金融工具,投资价值与风

险便完全取决于发行人本身的信用风险,而与宪法行政法法律属性无关。因此,应当逐渐将地方债的信息披露系统纳入到我国证券信息披露体系中。

从理论上讲,地方债虽然与其他债券产品相比存在种种不同,但以发行人本身的信用为支持、以固定回报为对价向公众募集资金的基本属性未变。因此,我国应当充分利用地方政府债券发展的后发优势,逐步建立起统一的信息披露和债券监管制度。■

参考文献:

[1]Plummer E, Hutchison P D, Patton T K. GASB No. 34's Governmental Financial Reporting Model: Evidence on Its Information Relevance[J]. Accounting Review, 2007.

[2]明明. 完善市场化减负债举措化解地方政府债务风险[N]. 21世纪经济报道,2021-04-15.

[3]冯果,罗昕. 我国地方债务治理的制度检讨与法治化改造[J]. 证券市场导报,2019,(06).

[4]熊伟. 地方债与国家治理:基于法治财政的分析路径[J]. 法学评论,2014,000(002).

[5]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,(02).

[6]侯鹏伟. 地方政府专项债券面临的主要问题及对策[J]. 经济管理文摘,2021,(08).

[7]LM Fairchild, NS Ellis. Municipal bond disclosure: Remaining

inadequacies of mandatory disclosure under rule 15c2-12[J]. Journal of Corporation Law, 1998.

[8]陈永攀. 地方政府专项债券的主要问题及政策建议[J]. 山西农经,2020,(10).

[9]邓建平,陈秋平,陈爱华. 美国市政债券的信息披露制度及对我国的启示[J]. 中国财政,2019,(17).

[10]吉富星. 地方政府隐性债务的实质、规模与风险研究[J]. 财政研究,2018,(11).

[11]龙小燕. 地方政府专项债券研究文献综述[J]. 预算管理与会计,2020,(02).

[12]乔宝云,刘乐峥. 中国地方债:成长的烦恼[J]. 财政科学,2017,(07).

[13]施海韞,魏超然. 美国市政收益债券的实践及经验借鉴[J]. 金融纵横,2018,(06).

[14]苏策,张宇. 地方债信用评级:体系完善与制度监管[J]. 宁夏社会科学,2021,(03).

[15]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).

(作者单位:中国社会科学院大学)

责任编辑:张莉莉