



题 目：城投债问题的解决：基于国企改革的经验
作 者：王梓翰
学 院：经济学院
专 业：政治经济学
年 级：2022
学 号：2022102037
完成日期：2022 年 12 月 31 日

城投债问题的解决：基于国企改革的经验

王梓翰

中国人民大学经济学院

内容摘要：防范化解重大风险是党和国家的工作重点，而以城投债为代表的地方债务规模的持续性扩张已经形成了系统性风险，不利于经济的长期发展。现有的研究或是着力于研究城投债规模持续扩张的制度性因素，或是研究城投债规模持续扩张带来的不利影响，对于城投债规模持续扩张的解决方法多局限于债务问题本身，而忽视了作为城投债发债主体的地方融资平台的国有企业身份。本文在梳理城投债规模持续扩张的制度性因素，总结国有企业改革成功经验的基础上，在国有企业改革视角下，讨论城投债规模持续扩张问题的解决方法。本文通过分析得出结论：短期内应该在保持地方融资平台国有控股地位上引入适当的制约和监督机制以抑制城投债规模持续扩张，在长期则应该通过推动地方融资平台的市场化改革来从根本上解决城投债规模持续扩张的问题。本文的结论为防范化解城投债持续扩张带来的系统性风险，更好促进经济发展，提供了理论参考。

关键词：城投债 地方融资平台 国企改革 软预算约束

一、引言

地方政府债务规模的持续扩张在近年来愈发引起学界关注。一方面，分税制下的地方政府存在财力和事权不匹配的现象。另一方面，对于地方政府官员的考核往往基于当地的经济指标。在这种双重压力下，地方政府急于寻求途径来解决所需的资金问题。与此同时，《预算法》规定地方政府不能直接发行债券，即使是2014年修订后的新《预算法》，也只是允许省级政府发行地方政府债券，同时对其举债规模进行了一定的限制。所以，实际中的地方政府往往通过地方融资平台筹措资金。地方融资平台的主要融资方式有两种，一种是直接向银行贷款，另一种是以地方融资平台的名义发行企业债券。因为地方融资平台常以“某某城投公司”命名，所以这种债券也被称为“城投债”。针对城投债规模持续扩张的问题，现有的研究或是在讨论导致城投债规模扩张的制度性因素（陈菁等，2015；李尚蒲等，2017；曹婧等，2019），或是在研究城投债规模扩张可能带来的债务违约风险（王永钦等，2016）。而针对城投债问题的解决，主流的观点（钟宁桦等，2021；邱志刚等，2022）有：第一，债务置换，即用纳入财政预算管理的显性债务（地方政府债券）逐步取代城投债为主的隐性债务融资，降低地方政务的隐性债务违约风险。第二，限制地方政府对城投债的“隐性担保”。第三，加快地方融资平台转型，提高公司的盈利能力。由此可见，这些解决方法局限在城投债债务问题本身，试图通过政府的直接干预来解决城投债规模持续扩张的问题，而忽视了地方融资平台作为国有企业的重要角色，从而未能在国有企业改革的视角下讨论城投债问题的解决方法。尽管目前有研究提及对地方融资平台进行混合所有制改革以提高其盈利能力，但这也仅是从降低已有债务风险的角度进行的分析，未能构建一个完整的以国有企业改革为基础的分析框架。我们认为，要解决城投债持续扩张的问题，在政府的行政干预以外，还必须充分发挥地方融资平台自身的作用。所以，本文梳理有关文献，构建了一个以国有企业改革为

基础的分析框架，探讨如何以国有企业改革的方式，解决城投债规模持续扩张的问题。

二、文献回顾

在具体构建国有企业改革为基础的分析框架之前，我们需要先对有关文献进行梳理，明确城投债规模持续扩张的原因，并总结国有企业改革的现状和成功经验。

（1）城投债规模持续扩张的原因

分税制改革后的财政体制因素（龚强等 2011；庞保庆等，2015）。我们知道，自我国 1994 年实施分税制改革以来，在地方政府层面出现了财力和事权不匹配的现象。一方面，地方政府的税收要按一定比例与中央分成。另一方面，地方政府作为公共服务的直接提供者，承担的事权和责任并没有随着税收的减少而相应减少。地方政府的收入和支出之间存在缺口，这种缺口在一定程度上是通过中央政府的转移支付来弥补，但是这种转移支付机制存在一定问题（袁飞等，2008）。具体而言，转移支付的数额和方式由上级政府决定，而下级政府在面对上级政府时具有更加充分的信息。所以为减小不完全信息带来的道德风险，即防止下级政府将转移支付资金移作他用，上级政府更倾向于专项转移支付，而不是一般性转移支付。这类专项性转移支付限制了使用方式，并不能很好地解决地方政府由财力和事权不匹配带来的财政缺口。所以地方政府在这种财政缺口的压力下，会倾向于其他融资途径，这是城投债持续扩张的重要原因。

地方政府官员的晋升激励因素。长期以来，我国的地方官员晋升和当地的经济指标显著相关，地方官员在任期内追求高 GDP 增长目标，以地方经济发展作为政绩以获取政治晋升。有学者指出地方政府官员只要希望在短期内做出政绩，就必须有突破自己现有预算的能力（周雪光，2005）。而地方官员互相又处于一种“政治锦标赛”之中，一个官员的晋升会直接降低另一个官员的晋升机会（周黎安，2004），这加剧了不同地方政府之间为发展经济展开的竞争。正是在这种晋升激励因素的影响下，地方政府有足够的动机通过举债来推动本地区经济发展。贾俊雪等（2017）通过实证证明了增长绩效晋升激励对地方政府债务具有扩张性影响，并认为优化完善官员晋升考核体系是控制地方债务增长的核心。

虽然近年来有相关研究对财政缺口与地方政府债务规模之间的正相关性提出质疑。如黄春元等（2015）使用转移支付作为工具变量，实证认为地方政府的财政状况与地方债务规模之间存在负相关关系。曹婧等（2019）也综合考虑地方政府的财政压力和晋升压力，通过理论和实证证明：财政压力并非导致城投债扩张的主要原因，城投债扩张主要受地方政府官员晋升压力的影响。但我们不能否认在现有分税制财政体制下，地方政府具有债务扩张的动机。

总之，城投债规模持续扩张的原因大致可以分为地方政府在财政分权下的财政压力和地方官员的晋升压力两类。陈菁等（2015）在控制了中央转移支付等潜在影响因素后，通过实证得到结论：财政分权与晋升激励是拉动城投债规模激增的重要驱动力。

（2）国有企业改革的成功经验

中国特色社会主义政治经济学最大的特色是社会主义市场经济体制，而国有企业改革一直是社会主义市场经济体制改革的重要内容。一方面，作为社会主义国家，我们必须坚持公有制的主体地位，毫不动摇地巩固和发展公有制经济，推动国有企业做强做优做大，实现国有资产保值增值。另一方面，作为行政附属物的国有企业具有软约束预算特征，从而普遍出现了企业经营机制僵化、政府干预严重、企业经济效率低下等问题，推进国有市场取向的改革也逐渐成为共识（杨瑞龙，2022）。

在具体实践上，自 1979 年开始，以放权让利为主要形式的国有企业改革在我国开始启动，随后在 1993 年的十四届三中全会针对国有企业的改革方向，提出了建立适应市场经济要求，产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度。党的十八大以来，随

着中共十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》和2015年8月《中共中央 国务院关于深化国有企业改革的指导意见》等文件的陆续出台，国有企业改革有序向前推进，尤其是《指导意见》中明确提出的“分类推进国有企业改革”和“推进国有企业混合所有制改革”均是近年来关于国有企业改革的研究重点。

所谓“分类推进国有企业改革”，即根据国有资本的战略定位和发展目标，结合不同国有企业在经济社会发展中的作用、现状和发展需要，将国有企业分为商业类和公益类，实行分类改革、分类考核。国有企业之所以要进行分类改革，是因为在社会主义市场经济条件下，并不是所有国有企业都要追求盈利目标。国有企业具有提供公共物品，克服外部性引发的市场失灵等弥补市场缺陷的公共目标，国有企业的盈利目标与其承担的公共目标之间的逻辑矛盾要求分类推进国有企业改革（黄群慧，2022）。具体而言，只有国家能通过股权实际控制的企业才能被划归为国有企业，这就带来了在推进国有企业市场化时，应不应该保持国有控股的问题。如果不保持国有控股，国有企业的全部公有制股份都交由市场决定去留，那么势必会导致国有企业名存实亡。如果保持国有控股，那么在国有制框架下推进的改革都不可能真正解决所有权不可交易的问题。换言之，政府失去了卖出全部国有股份的权利，这实际上导致政府很难构建出一套针对国有企业的合理的激励约束机制，国有企业的软预算约束问题仍然存在。为解决这个问题，只有推动国有企业分类改革。一方面，对于提供公共品或是具有显著正外部性的国有企业，适当牺牲其效率，以“管资产”的方式使国有企业助力国家长远目标和社会目标的实现。另一方面，对于一般性的市场竞争行业内的国企，则不应该限制国有股份的最低比例，逐步推进国企市场化改革，以“管资本”的方式促进国有资本保值增值。

在分类推进国有企业改革的基础上，以民营企业参股国企、国有企业并购以及员工持股为主要形式的国有企业混合所有制改革也在向前推进，以期在国有企业中引入产权明晰的非国有资本缓解委托代理问题，加强市场化机制以提升国有企业经济职能承担能力（郝颖，2022）。目前的研究（许召元等，2015）已经表明，国企混改对经济增速具有提振效应。

三、城投债问题的新探讨

在本节，我们从国有企业改革的视角，分析城投债规模持续扩张问题的解决方法。

首先，我们必须明确作为城投债发债主体的地方融资平台（城投公司），一般由地方政府或地方政府实际控制的地方性商业银行出资成立，地方政府对地方融资平台具有完全的控制权，所以地方融资平台属于地方性国有企业。既然他们属于国有企业，那么传统国有企业存在的软预算约束等问题就仍然存在。这些问题对于一般行业的国有企业而言，会带来低效率的问题。但是对于地方性融资平台而言，由于其预算约束是软的，也就是存在政府对其债务的隐性担保，地方性融资平台有过度发行债券的倾向，这是城投债持续扩张的直接原因。这类软预算约束问题，在国有控股的框架下难以解决。从国有企业改革的成功经验可以知道，我们采用分类推进国有企业改革的方式来破解国有控股框架下所有权不可转让的难题，由此解决国有企业的软预算约束问题，取得了较好的效果。所以，我们讨论的首要问题应该是：作为国有企业的地方融资平台，在推进国有企业改革时，应不应该保持其国有控股现状。换言之，对待地方融资平台，是应该将其完全推向市场，由市场决定其国有股份的去留，还是应该设置国有股份的最低份额，保持政府对地方融资平台的国有控股。我们认为，对地方融资平台的国有企业改革，应该区分短期和长期而采用不同的方法。在短期，应该保持对地方融资平台的国有控股现状，对地方融资平台应该以“管资

产”为主；在长期，则应该交由市场决定地方融资平台中国有股份的去留，对地方融资平台应该以“管资本”为主。

具体而言，有两点原因使得我们在短期必须坚持地方融资平台的国有控股现状。第一，城投债的债务违约风险。我们必须承认，城投债作为地方政府融资的主要渠道，其存量规模巨大，而目前城投债的风险并未在债券市场中得到真实的反应。这主要是因为城投债背后隐含的政府担保，城投债的购买者相信政府不会允许地方融资平台破产，也就是相信政府会因为所有权不可转让而对地方融资平台承担无限责任。如果我们在短期内宣布放弃对地方融资平台的国有控股，再加上地方融资平台大多盈利能力不强，最终会放大全国范围内城投债的债务违约风险，加剧对整个经济的冲击，这与我们防范化解重大风险的目标是不匹配的。第二，地方融资平台服务于本地区经济发展的职能。本文在第二节的文献回顾部分详细分析了城投债规模持续扩张的原因。不论是地方政府的财政压力还是地方政府官员的晋升压力归根结底都是因为地方政府扮演了发展本地经济的角色。这种不同地区政府之间为发展经济而展开的竞争，对国家整体经济产生了重要的推动作用。与此同时，地方政府通过发行城投债而投资的项目主要集中于基础设施领域和基础性行业，这些投资项目具有显著的正外部性。所以，在肯定地方政府的这种为发展经济而竞争的贡献的基础上，我们应该把发行城投债的地方融资平台视作是政府发挥其公共职能的工具。换言之，盈利不是地方融资平台的唯一目标，地方融资平台服务于地区经济发展的职能应该得到重视。正因为地方融资平台对地方政府发挥其促进本地区经济发展的公共职能具有重要意义，所以我们在短期内应该保持地方融资平台的国有控股地位，让其在地方政府的控制下更好促进本地区公共目标的实现。

在长期，我们应该推动地方融资平台的完全市场化，由市场决定地方融资平台中国有股份的去留。我们在前文的分析中已经明确了地方融资平台可以视作地方政府发挥公共职能的工具。但是在实际中，地方政府通过发行城投债来投资的项目具有随意性和短视性，存在着诸多浪费现象。这些现象的产生是因为政府以行政干预的方式来发展经济本身缺乏效率。在长期，为了推动高质量发展，我们必须转变政府职能，更好发挥政府作用。地方政府的工作重点应该放在纠正市场失灵、保护产权和市场秩序等方面，而不再扮演发展本地区经济的角色。所以，随着政府职能的转变，地方融资平台的目标也应该相应发生转变，从更好促进本地区政府公共职能的发挥转换为促进国有资本的保值增值。在长期，地方融资平台中的国有股份的份额不再设置最低限制。只有在这种情况下，政府恢复了对地方融资平台的退出机制，地方融资平台才可能成为真正独立的法人，其预算约束才能硬化。在硬化后的预算约束下，地方融资平台不再会随意扩张城投债的规模。债券市场的购买者也会因为城投债不再具有地方政府的隐性担保，而对城投债回归理性。在供给需求两侧的同时影响下，城投债持续扩张的问题才会得到根本性的解决。

以上分析讨论了城投债持续扩张的问题在长期可以通过推动地方融资平台的市场化改革来解决，而在短期，我们应该坚持对地方融资平台的国有控股。但这并不意味着我们在短期不能抑制城投债的持续增长，我们可以吸取国有企业混合所有制改革的成功经验。具体而言，在短期，在预算约束不能硬化的前提下，抑制城投债持续增长的关键在于构建合理的制约和监督体系，减小地方融资平台发行城投债的随意性和盲目性，以此抑制城投债的随意扩张。具体而言，可以通过民营企业参股国企，国有企业并购等方式多元化地方融资平台的股权结构，在城投债发行前实现制约。与此同时，推动员工、债权人、审计人员深度参与的共治治理体系的建立，加强对于城投债发行后的监督。这种事后监督同样有利于在发行城投债之前对决策层实现约束，地方融资平台的决策层会因为顾虑事后监督，而在发行城投债时更加谨慎，这也就有利于抑制城投债的持续扩张。

四、总 结

本文梳理了城投债规模持续扩张的制度性因素,发现地方政府的财政压力和地方政府官员的晋升压力是城投债规模持续扩张的原因,其归根结底可以总结为:地方政府发展本地区经济的公共职能是城投债持续扩张的根本性原因,而作为国有企业的地方融资平台(城投债的发债主体)具有的软预算约束问题是城投债规模持续扩张的直接原因。

结合国有企业分类改革的成功经验,我们认为在长期,随着政府职能的转变,地方融资平台可以通过完全市场化的方式,在硬化预算约束的同时消除政府对城投债的隐性担保,从根源上解决城投债规模持续扩张的问题。但是在短期,因为城投债的债务违约风险以及目前政府职能还未完成转变,仍然扮演着促进本地区经济增长的角色,在这种情况下,应该保持对地方融资平台的国有控股,使得地方融资平台能够更好地服务于地方政府的公共目标。在这种情况下,应该通过建立合理的股权制约和共治治理体系,抑制城投债规模的盲目扩张。

参考文献

- 陈菁,李建发.财政分权、晋升激励与地方政府债务融资行为——基于城投债视角的省级面板经验证据[J].会计研究,2015(01):61-67+97.
- 李尚蒲,罗必良,何勤英.土地市场化是否推动城投债发行?[J].经济评论,2017(04):106-117.
- 曹婧,毛捷,薛熠.城投债为何持续增长:基于新口径的实证分析[J].财贸经济,2019,40(05):5-22.
- 王永钦,陈映辉,杜巨澜.软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据[J].经济研究,2016,51(11):96-109.
- 钟宁桦,陈姗姗,马惠娴,王姝晶.地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度[J].中国工业经济,2021(04):5-23.
- 邱志刚,王子悦,王卓.地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析[J].中国工业经济,2022(04):42-60.
- 龚强,王俊,贾坤.财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述[J].经济研究,2011,46(07):144-156.
- 庞保庆,陈硕.央地财政格局下的地方政府债务成因、规模及风险[J].经济社会体制比较,2015(05):45-57.
- 袁飞,陶然,徐志刚,刘明兴.财政集权过程中的转移支付和财政供养人口规模膨胀[J].经济研究,2008(05):70-80.
- 周雪光.“逆向软预算约束”:一个政府行为的组织分析[J].中国社会科学,2005(02):132-143+207.
- 周黎安.晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J].经济研究,2004(06):33-40.
- 贾俊雪,张晓颖,宁静.多维晋升激励对地方政府举债行为的影响[J].中国工业经济,2017(07):5-23.
- 黄春元,毛捷.财政状况与地方债务规模——基于转移支付视角的新发现[J].财贸经济,2015(06):18-31.
- 杨瑞龙.新时代深化国有企业改革的战略取向——对习近平总书记关于国有企业改革重要论述的研究[J].改革,2022(06):10-19.
- 黄群慧.国有企业分类改革论[J].经济研究,2022,57(04):4-12.
- 郝颖.国有企业混合所有制改革:逻辑溯源、演化路径与实践启示[J].财会通讯,2022(18):3-8+23.
- 许召元,张文魁.国企改革对经济增速的提振效应研究[J].经济研究,2015,50(04):122-135.