

中国人民大学经济学院以研究生毕业同等学力

申请硕士学位论文写作报告

姓 名： 构旭荣

资格证号： 91040293

专业名称： 企业经济学

拟定学位论文题目：地方财政状况对城投公司债发行利差的影响研究

报告日期：2021年1月10日

一、选题依据

|  |
| --- |
| 1.目的及意义（800字以内）（主要内容：阐述选题要解决什么问题，选题有何理论和现实意义）  2015年证监会发布公司债券最新政策，减少了企业发行公司债券的门坎，城投逐渐大规模的发行公司债券。2019年至今获益于城投政策轻松，城投公司债发行规模大幅度提升，2019年为1.2万亿元；2020年更进一步提升至1.9万亿元，占城投发行债券的比率为38%。近两年来城投存量公司债券规模大幅度提升，由2018年的1.7万亿元提升至2020年的4万亿元。城投存量公司债券比例也从2018年的23%上升至2020年的37%，变成存量城投债（包括短融、超短融、中票、定向工具、企业债、公司债券）中比例最高的种类。公司债逐渐成为城投债企业的一种重要融资手段。  同时，近几年地方政府财政问题逐渐成为社会的热点问题，地方政府的财政问题隐藏的风险极大，对社会经济和金融系统的波及面极广事实上，自1994年我国实行分税制改革以来，地方财政收支矛盾一直困扰着我国地方政府分税制改革着重重新划分了地方财政和中央财政的收入范围使得地方政府的财力水平明显下滑但是财力水平的变化并没有引起事权的大范围转移，使得事权和财力状况明显不匹配。这就造成地方财政状况不断恶化，地方政府开始出现债务压力。近几年地方政府债务开始出现多种表现形式，地方政府给当地企业进行不合理担保的现象时有发生，这一方面加剧了地方财政压力，同时也给当地经济和金融体系带来了巨大的风险隐患，所以有效解决地方财政问题消除地方政府的隐性担保成为我国目前急需解决的重要问题。  债券信用利差反应了投资者通过承担信用风险所获得的风险补偿的大小。  因此，研究公司债信用利差，不仅能促进债券市场的健康发展，而且有助于投资者更好地进行债券投资。同时，地方财政问题是我国目前的一个突出问题，把地方财政状  况与债券市场的债券信用利差结合起来，对企业融资与投资者进行投资选择都具有重要的理论意义和现实意义。 |

|  |
| --- |
| 2.文献综述（3000字左右）（主要内容：做文献梳理和研究动态的综述，归纳已有的研究所做的工作，形成了哪些共识？列举出在哪些问题上仍未形成共识？各种不同的观点是什么？针对目前的研究，你发现了哪些问题想要继续研究？）  本部分主要从四个方面进行文献综述，分别为政府隐性担保、信用利差宏观影响因素、信用利差微观影响因素以及关于信用利差的重要理论。  该部分参考了国内国外学者相关理论的具体研究，对文章研究有很大的启示作用。  1.2.1 政府隐性担保  邓伟等（2011）利用 1999-2008 年的面板数据，发现国有企业对银行信贷有扭曲作用，这会导致城乡居民收入差距扩大，并且国有经济占比越大，城乡居民收入差距就越大。这是因为国有企业受到了政府的偏爱，这阻碍了非国有经济的发展以及农村劳动力向城市的转移[1]。  王博森等（2015）对政府的隐性担保作用进行了实证研究，发现自 2011 年企业债开始广泛交易以来，政府隐性担保在债券市场一直存在，并且市场对政府隐性担保存在合理预期。具体表现为不同种类不同信用评级的债券受到的隐性担保作用不同，较高信用评级的债券受到政府隐性担保的概率要低于较低信用评级的债券[2]。  1.2.2 信用利差宏观影响因素  债券的发行和交易都是在资本市场上进行，资本市场会收到宏观经济因素和国家经济政策的显著影响。而信用债作为一个资本市场的交易品种自然而然也会受到宏观经济的影响，债券的价格与宏观经济的各项指标也存在相关关系，所以对信用利差宏观影响因素的研究一直以来都是国内外学者研究的热点领域。  Altman （1983）发现实际 GDP 增长率、利率、S&P 指数等宏观经济变量的增大会显著降低公司债券的信用利差，宏观经济指标表现越好，则公司债的信用利差就越低[3]。  Longstaff 和 Schwartz（1995）利用相关数据实证检验发现，公司债券的信用利差与国债十年期的利率呈现负相关关系，国债十年期利率提高，相应的公司债券的信用利差就会下降 [4]。  刘国光和王慧敏（2005）文章研究了上海和深圳证券交易所上市公司的债券信用利差和相应的债券收益率。发现所研究的所有债券收益率序列都是 I（1）序列，而国债收益率序列则是公司债券利差序列的格兰杰原因。两者之间存在显着的协整关系[5]。  周孝坤（2006）将两种具有代表性的公司债券定价模型分别应用于美国和中国公司债券市场。实证分析发现，结构化模型在中国和美国市场具有类似的表现和解释力。 两个市场的模型得出的价差远小于实际市场价差。这既有技术的层面，也有理论层面。 尽管结构化模型通常无法准确估计价差，但它可以在很大程度上揭示违约风险隐含的利差[6]。  陈施微（2008）经过实证研究发现，微观上信用利差主要受公司债券剩余时间和债券发行公司财务状况等因素影响；在宏观层面，利差主要受经济周期、无风险利率和期限结构等因素的影响[7]。  张燃（2008）根据对信用利差变化决定因素的宏观研究，发现短期利率、国债利率差异和股票市场回报率会对信用利差产生重大影响，但这些因素对信用利差影响的程度并不完全一致。其中，短期利率效应最为显著，解释能力最强，股票市场收益率解释信用价差的能力最弱 [8]。  1.2.3 信用利差微观影响因素  从微观角度分析债券信用利差的影响因素一直以来都是国内外学者研究的热点，且大多数学者倾向于从发行公司本身的情况出发来探究作用机理。在这一领域，国内外学者都取得了较为丰富的研究成果。  Amato 和 Remolona（2012）的研究表明，投资者进行债券投资时会面对很多风险。信用利差既包括预期到的风险，也包括未预期到的风险。债券的风险不可能被完全预期，这就需要对已预期的风险进行额外的风险补偿 [9]。  Minnis（2010）的研究表明，企业的财务状况越好，盈利能力越强，企业进行债务融资的成本越低[10]。  Giesecke （2010）通过对 1866-2008 年的数据进行分析，发现社会经济发展状况会对债券信用利差产生显著影响。在国家经济快速发展时期，企业的盈利能力较强，现金流较为充足，未来发生债券违约的风险较低，债券的信用利差较小。而在经济萧条衰退时期，企业的盈利能力下降，流动性开始紧张，发生违约风险的概率较高，债券的信用利差较大 [11]。  Hibbert （2011）研究了发行公司股票价格在股票交易市场的波动性对债券信用利差的影响，发现股票价格波动性越大，债券的信用利差越大；股票价格的波动性越小，债券的信用利差越小。另外，债券的信用评级越低，这种现象越显著 [12]。  徐强（2007）对短期融资券进行了研究，发现多种因素能影响短期融资券的信用利差，主要影响因素包括企业性质、企业规模、流动性溢价等 [13]。  企业经营过程中面对多种风险，陈施微（2008）从信用风险和流动性风险入手，研究了这两种风险对企业债券信用利差的影响，并且通过因子分析建立了适合于企业债的定价模型 [14]。  高强和邹恒甫（2010）从信息有效性的角度来分析债券的信用利差。通过比较分析，发现公司债券和企业债券都对债券的历史价格和无风险收益率等信息不敏感，但对公司基本面和利息支付等相关信息比较敏感 [15]。  赵晓琴和万迪昉（2011）研究了我国上市公司发行的中期票据和短期融资券。经过实证研究发现，公司特征和债券特征都会对债券的信用利差产生显著影响。表现公司特征的变量包括公司负债率、公司规模等，表现债券特征的变量包括债券信用评级、债券融资规模和债券的期限等[16]。  1.2.4 信用利差相关理论  1、结构化模型理论 Merton（1974）基于 Black-Scholes 期权定价模型提出了关于违约风险的结构化模型（Structural Model）。该模型将负债经营的公司比作一支证券，而股东持有的公司股份则是以该证券为标的的看涨期权。当负债经营的企业经营状况良好，企业的总资产值高于企业的总负债值时，股东会选择偿还债务，继续持有公司股权。而当企业的总资产值小于企业的总负债值时，企业破产，股东会将股权出售给看跌期权的持有者，即企业的债权人。企业是否破产，这是由企业的负债价值和市场价值所共同决定。而企业违约的概率则是依据债券到期时企业的资产价值小于企业的负债价值的概率[17]。  结构化模型是最早的基于期权定价模型和公司财务理论的违约风险度量模型，但模型本身具有严苛的假设条件，使得模型的实际应用性不够强。 Black 和 Cox（1976）改进了结构化模型中严格的假设条件，他们研究发现企业破产不光只发生在债券到期时刻，在任何时间都可能发生。他们为企业破产设定了一个临界值，企业的公司价值一旦达到这个临界值，企业就可能面临破产倒闭 [18]。  Leland 和 Toft（1996）在前人研究的基础上，在结构化模型中加入新的变量进行研究。他们将资本成本、税收等变量加入结构化模型分析之后发现，企业破产时企业的资产价值不一定小于负债价值，当企业的资产价值高于负债价值时，企业仍有可能破产倒闭 [19]。  2、简化模型理论 Jarrow 和 Turnbull（1995）提出了简化模型（Reduced-Form Model），与结构化模型不同的是，简化模型认为违约是一个外生事件，是随机发生的而没有经济意义。他们在简化模型中假设无风险利率和违约强度都是常数，并且无风险利率和违约强度不相关，在这个假设条件下通过模型计算得出违约概率[20]。  通常情况下，违约强度并不是常数。因此，Jarrow 和 Madan（1997）在新的研究中将信用评级这一变量加入到模型之。他们用马尔科夫链来类比违约过程，违约强度是由信用评级所确定的、马尔科夫链在状态间跳跃的转移强度。此时，违约事件是一个与信用评级相关的事件，而不再是一个随机独立发生的外生变量[21]。  Duffie 和 Singleton（1999）利用期限结构来确定违约强度，他们在研究中用具有违约风险的短期利率来计算有违约风险债券的价格，而不再使用无风险收益率，此时的信用利差就包含了市场风险因素 [22]。  简化模型具有假设条件宽泛、应用范围广等优点，并且简化模型较少考虑违约背后的经济因素，数据处理相对简单。然而，简化模型也有自身的缺陷，债券的历史信息和信用评级水平对简约化模型起着决定性的作用，简约化模型对这两个变量过于依赖。 混合模型理论 Madan 和 Unal（2000）结合结构化模型和简化模型的优点，提出了混合模型。他们在研究中假设：除了流动资产和公司债券，公司的所有资产与负债项目在短期内都不会发生变动。基于这个假设条件，他们研究发现企业的违约风险与无风险利率和企业的流动资产密切相关 [23]。  混合模型相比结构化模型和简化模型有很多的优点，但同时也有自身的缺陷。利用混合模型计算违约风险得出的结果有可能是负数，这与现实情况明显不符，这是混合模型中一个最突出的问题。  1.2.5 文献评述 本文拟主要研究地方政府财政状况对当地企业发行公司债信用利差的影响，其实质是验证政府隐性担保的作用。文献综述主要从隐性担保和信用利差两个方面进行，在对信用利差进行文献综述时，主要从信用利差理论、影响信用利差宏观因素和微观因素等角度进行。隐性担保和信用利差相关研究领域的文献综述，对本文有重要的启示作用，很多综述内容都是本次研究的所涉及的相关理论，为本文进行后续的实证分析奠定了良好的基础。 |

二、研究方案

|  |
| --- |
| 1.论证方法及数据来源（主要内容：说明论证拟采用的方法，如数理模型法、计量分析法等等，以及需要用到的数据及其来源）  论证方法：文献分析法、理论分析、数量统计分析、实证分析结合。  因变量选取：城投企业债发行利差。  自量选取：反应政府状况的变量，选取人均财政收入（X1）、人均财政赤 字（X2）和人均财政赤字与人均财政收入之比（X3）。  控制变量(城投企业债发行期限、规模、评级、盈利能力、财务杠杆率)  具体模型：β=Y+C1\*α+C2\*信用评级+C3\*期限+C4\*公司规模+C5\*盈利能 力+C6\*财务杠杆率+Σ  α用代表政府财政状况的三个变量（人均财政收入、人均财政 赤字、人均赤字与人均财政收入之比）分别度量。β表示企业 i 在 t 年发行的公司债信用利差，Y为模型的常数项，Σ为相互独立的随机误差项。    需要用到的数据：近5年2017-2021年城投公司基本情况、城投类企业债发行情况（含期限、规模、评级）、分区域地方政府财力状况  数据来源：Wind数据库、中中国宏观数据、同花顺IFIND债券数据库及相关政府公开数据  其中文献分析法通过对国内外相关文献的查找和阅读，总结出国内外学者的现有研究成果及未来展望，在此基础上提出需要进一步进行探讨的方向和内容，为本次研究内容的顺利开展提供理论依据。第二种理论分析与实证分析相结合，一方面对地方政府财政状况对城投公司债发行利差的影响进行相应的理论分析，分析产生这种影响的内在机理；另一方面，通过借鉴相关研究的方法，设计数学模型，选取样本数据，进行回归分析，从而得出地方政府财政状况与公司债发行利差关系的实证分析结果，以得出本次研究的结论。 |
| 2.核心观点（主要内容：初步阐述可能得到的观点及结论）  针对地方政府财政状况对当地城投公司债信用利差的影响这一问题，拟在文中理论分析中提出了三个主要假设，并以 2017-2021 年（近五年）在沪深两市上市的公司债为分析样本，实证验证这三个主要假设，实证结果与预期基本一致。主要结论如下：首先，地方政府财政状况与当地企业公司债的发行利差呈现显著的负相关关系，在实证分析中拟衡量地方政府财政状况的三个变量（人均财政收入、人均财政赤字、人均财政赤字与人均财政收入的比值）均与当地企业公司债的发行利差呈现显著的负相关关系。这说明，地方政府对当地企业的隐性担保是存在的，且这种隐性担保能被市场有效识别并预期，进而影响公司债的发行利差。其次，地方政府财政状况对公司债发行利差的影响在国有企业样本中更加显著。政府拥有国有企业的股权，国有企业比非国有企业要承担更多的社会责任，且国有企业的高级管理人员通常挂有行政级别，因此政府对国有企业隐性担保的意愿更加强烈。市场参与者和投资者对这一事实能够有效评估和预期，所以地方政府财政状况对国有企业发行公司债的信用利差影响更加显著。另外，通过分组对比的方法发现发行公司债的企业对应的地方政府行政级别越高，企业发行的公司债信用利差就相对越低。 |
| 3.创新之处（主要内容：简要阐述创新点，比如方法创新、方向创新、观点创新等等）  首先，与国内现有文献相比，从企业所在地政府财政状况的角度出发来分析地方企业发行公司债的信用利差，旨在通过地方政府财政状况这个表象来研究政府对公司债的隐性担保问题，为研究公司债信用利差提供了一个新的分析角度。  其次，拟选取 2015-2021 年在沪深两市上市的公司债数据作为样本，在微观层面上，之前大部分学者研究信用利差都选取企业债和地方债，以沪深两市交易的公司债券作为研究信用利差标的的较少或较为简略，本次选取领域较新。同时，在选择样本债券中，拟剔除了国务院国有资产管理委员会、财政部等中央政府机构下辖的中央企业发行的公司债，样本债券中只包括地方性国有企业发行的公司债，研究样本相比之前文献较为创新 |

|  |
| --- |
| 4.参考文献  [1]邓伟, 向东进. 转型时期的国有经济与城乡收入差距——基于省级数据的实证分析[J]. 财贸经济, 2011(9):19-26.  [2]王博森, 吕元稹, 姜国华. "靠山"效应与企业债务成本--基于我国企业债市场的研究[C]// 中国实证会计国际研讨会. 2015.  [3] Altman E I. Financial ratios, Discriminant Analysis And the Prediction of Corporate Bankruptcy[J]. Journal of Finance, 1968, 23(4):589-609.  [4] Longstaff F A, Schwartz E S. A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt[J]. Journal of Finance, 1995, 50(3):789-819.  [5] 刘国光, 王慧敏. 公司债券信用价差和国债收益率动态关系研究[J]. 山西财经大学学报, 2005, 27(5):117-122.  [6] 周 孝 坤 . 公 司 债 券 定 价 结 构 化 模 型 实 证 分 析 [J]. 社 会 科 学 家 , 2006(4):65-68.  [7] 陈施微. 我国企业债券利差影响因素的实证研究[D]. 浙江大学管理学院 浙江大学, 2008.  [8] 张燃. 信用价差变化的决定因素——一个宏观视角[J]. 当代财经, 2008, (090)(9):62-67.  [9] Amato J D, Remolona E M. The Credit Spread Puzzle[J]. Financial Market Research, 2012, 5(December):1073–1089.  [10]Minnis M. The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private U.S. Firms[M]// Journal of Accounting Research. 2010:507–528.  [11] Giesecke K, Longstaff F A, Schaefer S, et al. Corporate bond default risk: A 150-year perspective [J]. Social Science Electronic Publishing, 2010, 102(2):233-250.  [12] Hibbert A M, Pavlova I, Barber J, et al. Credit Spread Changes and Equity Volatility: Evidence from Daily Data[J]. Financial Review, 2011, 46(3):357–383. [22] Nejadmalayeri A, Singh M. Corporate taxes, strategic default, and the cost of debt[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(11):2900-2916.  [13]徐强. 短期融资券发行利差结构分析[J]. 证券市场导报, 2007(3):31-34.  [14]陈施微. 我国企业债券利差影响因素的实证研究[D]. 浙江大学管理学院 浙江大学, 2008.  [15]高强, 邹恒甫. 企业债券与公司债券的信息有效性实证研究[J]. 金融研究, 2010(7):99-117.  [16]赵晓琴, 万迪昉. 上市公司债券票面利差形成影响因素研究[J]. 证券市场导报, 2011, 2011(8):46-50.  [17] Merton R C. On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates[J]. Journal of Finance, 1974, 29(2):449-470. [18] Black F, Cox J C. Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indenture Provisions[J]. Journal of Finance, 1976, 31(2):351-367.  [19] Leland H E, Toft K B. Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads[J]. Journal of Finance, 1996, 51(3):987-1019.  [20] Jarrow R A, Turnbull S M. Pricing Derivatives on Financial Securities Subject to Credit Risk[J]. Journal of Finance, 1995, 50(1):53-85.  [21] Jarrow R A, Madan D B. Is Mean-Variance Analysis Vacuous: Or was Beta Still Born?[J]. Review of Finance, 1997, 1(1):15-30(16).  [22] Duffie D, Singleton K J. Modeling Term Structures of Defaultable Bonds[J]. Review of Financial Studies, 1999, 12(4):687-720.  [23] Madan D, Unal H. A Two-Factor Hazard Rate Model for Pricing Risky Debt and the Term Structure of Credit Spreads[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2000, 35(1):43-65. |

|  |
| --- |
| 5.论文提纲（写到二级标题）  题 目：地方财政状况对城投公司债发行利差的影响研究  主题词：地方财政情况；公司债；信用利差；隐性担保  绪论（引言）  第1章 绪论  1.1 研究背景及意义  1.2文献综述  1.3 研究方法与论文结构  1.4 创新点  第2章 地方财政现状和城投公司存量债券现状分析  2.1 地方财政现财力现状分析  2.2城投公司存量债券现状分析  第3章 地方政府财政状况对发行利差影响的理论基础  3.1 城投公司债券的概念  3.2 债券收益率  3.3 信用利差  3.4 交易所和银行间债券市场  3.5 隐性担保  3.6 地方财政状况对城投公司债券发行利差影响机制理论分析  3.7 本章小结  第4章 实证设计和实证结果分析  4.1 实证设计  4.2实证分析结果  4.3本章小结  第5章 结论和政策建议  5.1 研究结论  5.2 政策建议  5.3 研究不足与展望 |