

# 信息公开能抑制地方政府的举债行为吗？

——基于中国地市级面板数据的实证分析

汪崇金<sup>1</sup>, 崔 凤<sup>2</sup>

(1. 中国社会科学院 财经战略研究院, 北京 100028;  
2. 对外经济贸易大学 国际经济贸易学院, 北京 100029)

**摘要:**推动地方政府财政预决算信息全面公开,特别是政府债务信息公开,已成为有效管控地方政府债务风险、促进形成市场化融资自律机制的政策选项。选取 2013—2016 年中国地市级政府及其城投公司的相关面板数据,定量分析地方政府财政透明度是如何影响城投债的融资成本和债务规模。研究发现,在控制经济发展水平等多个影响因素之外,地方政府财政透明度越高,其城投公司在金融市场上的融资成本越低、城投公司的债务规模也越小。研究结论间接佐证了市场化融资自律机制值得倚重,推进财政信息全面公开有助于规范地方政府的举债行为。围绕财政信息公开、地方债市场化改革提出加强政府债务信息公开、建立市场化融资自律机制及抑制地方政府举债行为的政策建议。

**关键词:**地方政府债务;财政透明度;城投债;融资成本;债务规模  
**中图分类号:**F812.5      **文献标识码:**A      **文章编号:**2095-929X(2020)01-0097-12

## 一、引言

近年来,地方政府债务呈现指数式增长趋势,债务规模从 2015 年的 4.83 万亿元累积到 2017 年的 14.74 万亿元,增量接近当前 GDP 的 13%。<sup>①</sup>若考虑到变相举债的 PPP 项目、不规范的政府购买服务等所带来的财政支出压力,地方政府性债务的潜在风险则会更大。持续扩张的地方政府债务已深切影响到国民经济的良性发展,加剧了财政体系与金融体系的风险,防范与化解地方政府债务风险已成为中国政府的关注重点。2017 年下半年以来,依靠政治动员和高压监管,地方政府债务风险得到有效管控。与此同时,地方政府债务“开前门”“堵后门”的改革路线也日渐明朗。推动财政预决算信息全面公开,特别是政府债务信息公开,借助市场力量规范地方政府举债行为、防范地方政府债务风险,理应是下一步改革方向。

然而随之而来的一个现实问题是,财政信息公开能否抑制地方政府的举债行为?这不仅取决于财政信息公开的广度和深度,还取决于金融市场的发达程度,要看金融市场能否对财政信息公开做出恰当反应。对于后者,鉴于地方政府债券发行才刚刚开始,缺少充分的数据,本文借助城投债交易数据,以地方政府财政透明

**基金项目:**国家自然科学基金重大招标项目“我国经济高质量发展与产业结构调整升级研究”(71841015)。  
**作者简介:**汪崇金,男,安徽省安庆人,中国社会科学院财经战略研究院博士后;山东财经大学财政税务学院副教授,研究方向:实验经济学、财政理论。  
<sup>①</sup>数据来源为 WIND 咨询数据库,其值为地方政府债券金额,不含隐性债务。

度为主要解释变量,实证分析了地方政府财政信息公开与城投债的融资成本与债务规模之间的关系,检验了地方政府财政信息公开是否影响到金融市场对政府举债的正向激励或反向抑制。本文的主要创新点在于:(1) 现有文献多从公司治理的视角,探究公司财务报表质量或公司信息透明度对债务融资成本的影响,但以政府为对象的研究尚很少见。本文还将债务规模与融资成本、流量概念与存量概念等一同纳入政府举债行为的分析框架中,拓展了人们对地方政府举债行为的理解。(2) 由于中国地级市政府财政透明度评估始于 2012 年,从地级市层面将财政透明度作为解释变量的研究尚不多,本文运用全国 248 个地级市面板数据,实证分析了财政透明度对城投债的融资成本和债务规模的影响。这是对以往基于省级面板数据研究的补充和完善。本文的研究结论有助于引导地方政府自觉地公开财政信息,并为下一步地方政府债券市场化改革提供了理论支撑。

## 二、文献回顾与理论假设

### (一) 提高财政透明度能降低融资成本吗?

从公司层面探讨财务信息公开与公司融资成本相关性的研究由来已久。信息不对称理论以及近年来发展起来的信号传递理论(Signalling Theory)是理解财务信息公开与融资成本之间关系的有效切入口。按照这些理论可以推断,债务人的信息披露质量越高,越有助于减少信息不对称<sup>[1]</sup>,进而降低债务人的融资成本。国外已有针对企业的研究基本上都支持这一论断。例如 Dhaliwal 等<sup>[2]</sup>指出,信息公开范围的扩大能够促进企业管理者与投资人之间的信息传递,提高公司的信用等级,增强公众的信任感,企业因此能够以较低的成本获得融资。再例如 Chuluun 等<sup>[3]</sup>发现,信息透明度的提高,降低了融资成本;他们还指出,企业在融资过程中对外公开内部控制、财务等相关信息,是向市场传递了公司运营状况良好的信号,进而降低了企业的融资成本。Gotti 等<sup>[4]</sup>基于 50 个国家的公司数据,从更广的视角证实了公司信息披露质量与融资成本呈反向关系。

国内学者对公司财务信息公开能否降低融资成本的问题也做了一些实证研究。如陆贤伟等<sup>[5]</sup>构建了一个公司董事联结网络,从社会关系网络信息传递效应的角度出发,分析了董事网络影响融资成本的作用机理,发现董事网络的信息传递效应和治理效应在信息不对称公司的融资能力中扮演重要角色。毕莹月<sup>[6]</sup>构建了一个衡量公司网站信息公开程度的指数,发现公司网站信息公开程度越高,公司融资成本越低;而且,在信息公开指数多个维度中,便利性和互助性降低融资成本的效果最大。

上述研究主要是基于企业层面的,尽管本文关注的城投公司已经开启市场化转型,但仍然具有明显的政府背景<sup>[7-8]</sup>,而且政府公开的财政信息也是金融市场投资城投债的重要依据。在上述研究结论的基础上自然会衍生这样一个命题,即地方政府财政透明度与城投公司的融资成本是否亦呈现出负向关系?若果真如此,治理有效的地方政府,往往会有更大的动机对外披露相关信息,主动提高财政透明度<sup>[9]</sup>,向社会公众传递其财政状况良好的讯息,谋求以较低成本在资本市场融资。换言之,资本市场会诱导政府强化有关信息的披露。可惜的是,由于我国地方政府举债融资机制建设刚刚起步,市场交易数据尚不充分,导致这方面的研究相对较少。在为数不多的相关文献中值得强调的是 Bernoth 和 Wolff<sup>[10]</sup>、周咏梅<sup>[11]</sup>。前者发现财政信息公开范围的加大可以使借款者更加了解债务组合,增强其议价能力,进而降低了政府信用违约的风险;同时,通过增加财政政策的透明度可以进一步控制违约风险。后者则利用我国 2015—2016 年省级财政透明度和地方政府债券数据进行了实证检验,发现透明度越高,越有利于降低政府债券的融资成本。

尽管提高财政透明度已成为财政体制改革的重要内容,信息公开还成为化解地方政府债务风险的一个热门方案<sup>[12]</sup>,但这方面的实证研究尚少。结合上述理论梳理与现实关注,本文提出假设 1。

假设 1: 地方政府财政透明度越高,城投公司融资成本越低。

(二) 提高财政透明度能降低债务规模吗？

一种较为流行的观点认为,政府债务规模膨胀和赤字的产生,很大程度上是由于信息不公开、财政不透明造成的<sup>[13]</sup>。例如,Gavazza 和 Lizzzeri<sup>[14]</sup>构建了多阶段政治竞争模型来分析官员行为,在信息不完全的情形下,官员为使竞选承诺得到选民的认可,往往会有更多的公共支出,其中部分资金来自政府债务,因此透明度较低的政治体系里会产生更大的债务规模。反之,提高财政透明度有利于抑制政府的行为,控制无效率的财政支出<sup>[15]</sup>。再例如,Alesina 等<sup>[16]</sup>以拉美地区的预算部门作为研究对象,发现提高透明度和加强法律监管,都有利于减少财政赤字率。另外,Alt 和 Lassen<sup>[17]</sup>在 Shi 和 Svensson<sup>[18]</sup>政治代理模型的基础上构建了债务积累模型,并对 19 个 OECD 国家进行了分析,发现财政透明度的提高能够抑制政府的举债规模,当财政透明度水平较高时,公众能够感知到官员盲目发债等企图,并对这一行为进行抵制,从而降低债务的发行规模。Alt 和 Lassen<sup>[19]</sup>还进一步构建了一个政党的职业关注理论模型(Carrer-concerns Model),候选人为了得到选民的支持,会通过当期发债、未来偿付的形式向公众提供更多的公共产品。在财政机制较透明时,选民会对其违反预算制度行为进行惩罚,致使财政赤字率有所下降。国内的一些研究也基本佐证了国外研究结论。例如,肖鹏等<sup>[20]</sup>通过 2012 年各省的债务数据实证研究发现,在透明度缺失的情况下,地方政府倾向于通过举债进行过度投资,财政透明度的提高有助于控制地方政府的债务规模的增长。潘俊等<sup>[21]</sup>以 2010—2012 年省级数据为分析对象,发现在财政分权的背景下,财政透明度的提高在一定程度上会减少各省的债务融资的规模。

总而言之,上述国内外文献得到这样的基本判断,即财政透明度与政府债务规模呈负向关系<sup>[22]</sup>。但就中国而言,需要强调两点。第一,无论是专项债务还是一般债务,都需严格按照相关政策发行,不是地方政府所能左右的;相反,城投公司是地方政府变相举债的重要渠道,城投公司债务规模能为地方政府控制。因此人们不禁要问,地方政府财政透明度与其城投公司债务规模之间是否亦呈负向关系?若果真如此,提高财政透明度也应被视为抑制政府公债、降低财政赤字的有效抓手。鉴于此,本文提出假设 2a。

假设 2a:地方政府财政透明度越高,城投公司债务规模越小。

这里需要强调的第二点是,中国地方政府财政透明度近些年来得到了整体提升<sup>[23]</sup>,但债务规模同样大幅度提升<sup>[24]</sup>。鉴于这样的基本现实,人们必然会怀疑,地方政府财政透明度的提升是否有益于抑制城投公司的债务规模。另外,从假设 1 来看,如果地方政府财政透明度与城投公司融资成本呈负向关系,那么低成本优势是否进一步促使地方政府及其城投公司扩大融资规模?为此,文本提出竞争性假设 2b。

假设 2b:地方政府财政透明度越高,城投公司债务规模越大。

三、研究设计

本文构建了两个计量分析模型,基于中国地市级政府及其城投公司的面板数据,定量分析地方政府财政透明度与城投公司融资成本与债务规模之间的关系,尝试回答信息公开能否抑制地方政府的举债行为。其中,被解释变量包括城投公司的融资成本与债务规模,数据均来源于 Wind 数据库,主要解释变量为地方政府财政透明度,数据来源于清华大学定期发布的各年《中国市级政府财政透明度研究报告》,其它解释变量和控制性变量包括地方政府财政状况、地方经济发展水平等,数据来自各年《中国城市统计年鉴》。所考察的 2013—2016 年间,共发行城投债 692 支,涉及 248 个地级市,剔除缺失的经济数据,样本总数共 688 个。

(一) 模型的设定

为了检验本文假设 1,本文借鉴 Bastida 等<sup>[25]</sup>和 Copelovitch 等<sup>[26]</sup>的做法,构建模型(1)来分析地方政府财政透明度对其城投公司发行城投债的融资成本的影响,其具体形式见(1)。

$$cost_{it} = a_0 + a_1lntrans_{it} + a_2dist_{it} + a_3rgap_{it} + a_4rgdp_{it} + a_5indus_{it} + a_6qtying_{it} + a_7qty_{it} + control_{it} + \zeta_{it} \quad (1)$$



为了检验假设 2a 和假设 2b,本文借鉴肖鹏等<sup>[20]</sup>、潘俊等<sup>[27]</sup>的做法,构建模型(2)分析地方政府财政透明度对其城投公司发行城投债的举债规模的影响,具体形式见(2)。

$$\ln pdeb_{it} = a_0 + a_1 \ln trans_{it} + a_2 dist_{it} + a_3 rgap_{it} + a_4 rgdp_{it} + a_5 indus_{it} + a_6 \ln invs_{it} + a_7 city_{it} + control_{it} + \zeta_{it}$$

(2)

其中,*cost* 和 *lnpdeb* 是模型(1)和(2)的被解释变量,分别表示城投债发行成本和人均城投债规模(均含存量与流量概念);在这两个模型中,*lntrans*、*dist*、*rgap*、*rgdp*、*indus* 都是主要解释变量,分别表示地方政府的财政透明度、财政分权程度、财政缺口增长率、经济增长率、产业结构;模型(1)中的 *qtying* 和 *qty* 分别表示当年发行债券金额和城投债余额;模型(2)中 *lninves*、*city* 分别表示当年固定资产投资额、当地的城镇化水平;两个模型中的 *control* 为其他的控制变量,包含时间虚拟变量和地区变量, $\varepsilon$  为随机误差项。

(二) 变量的选取与描述性统计

上述模型中主要变量及其统计结果,见表 1。

表 1 变量量表与描述

变量	变量定义	均值	标准差
<i>cost</i>	各市当年城投债的发行平均票面利率(%)	5.996	1.276
	各市城投债的存量平均票面利率(%)	6.520	0.772
<i>lnpdeb</i>	各市当年城投债人均发行额(元)的对数	7.780	0.970
	各市人均城投债余额(元)的对数	8.713	0.938
<i>lntrans</i>	财政透明度得分值(百分制)的对数	3.442	0.614
<i>dist</i>	地方人均本级预算支出/中央和地方人均本级预算支出	0.845	0.070
<i>rgap</i>	本年与上年预算内财政缺口之差/上年预算内财政缺口	0.257	2.227
<i>rgdp</i>	GDP 实际增速	0.096	0.136
<i>indus</i>	第二产业增加值/第三产业增加值	1.156	0.514
<i>qtying</i>	城市当年发行的城投债数量	7.051	11.190
<i>qty</i>	城市当年尚未清偿的城投债数量	15.869	23.718
<i>lninves</i>	人均固定资产投资完成额(元)的对数	10.865	0.596
<i>city</i>	城镇化率虚拟变量(各省城镇化率高于当年各市平均值为 1,低于平均值为 0)	0.454	0.498

注:由于城镇人口数个别统计数据存在缺失,故当年数值取自前后两年的平均值。

1. 被解释变量

本文上述两个模型中的被解释变量分别是城投公司举债的融资成本与债务规模。前者代表了每期承担的利息支出,而后者代表了由于期限错配带来的偿还本金的压力,都是地方政府及其城投公司举债的重要考量因素<sup>[28]</sup>。其中,以城投债的票面利率来表示债务融资成本,包括全市城投公司当年发行债券的平均票面利率(%)<sup>①</sup>和当年全部存量债券的平均票面利率(%)<sup>②</sup>;以城投债金额来表示债务规模,为了避免各地市人口规模对城投公司举债的影响,对其进行人均化处理,即以当年人均城投债发行额和人均城投债余额作为衡量地方政府城投公司债务规模的代理变量。

2. 主要解释变量

本文的主要解释变量是各地市地方政府的财政透明度,衡量了地方政府信息公开的范围与程度<sup>[29]</sup>,较高的公开水平意味着公众可以广泛参与且民意得到倾听<sup>[30]</sup>,无形中给地方政府及其城投公司的举债规模与成本带来约束和监督。由于 2013 年和 2014 年的《中国市级政府财政透明度研究报告》中,总分分别为 400 分和

①发行平均票面(%)=  $\sum$  [ 各支债券的票面利率×(该支债券发行金额/该市当年发行的城投债总额) ]。  
②存量平均票面(%)=  $\sum$  [ 各支债券的票面利率×(该支债券余额/该市当年全部城投债余额) ]。

540 分,而在 2015 年和 2016 年采用了百分制,为了排除这种差异并在不同地市之间进行纵向比较,本文将前两年的财政透明度数据也折合为百分制,与后两年的保持一致。

3. 其他变量说明

本文选取的其他变量包括地方政府财政状况、地方经济发展水平、债券特征变量、地区投资需求等,这是基于以下几点考虑:

第一,地方政府自身的财政状况对其以及城投公司举债行为有着重要影响<sup>[31]</sup>。现行的财政分权体制与政府官员激励机制导致政府公共支出偏向经济建设,出现过度进行基建投资的倾向<sup>[32—33]</sup>。而随着分权改革的深化,中国地方政府的财政收入并不能与财政支出按同等比例提高,财权与事权不平衡的分权格局也使得地方政府的财政收支缺口及融资压力不断提高,致使地方政府选择以发行城投债的方式来缓解资金压力。这扩大了债务规模并带来了融资成本的压力<sup>[34]</sup>。因此,本文选取了财政分权和财政缺口增长率衡量地方政府的财政状况。

第二,地方经济发展水平对地方政府及其城投公司举债融资行为的影响较为复杂。地方经济发展水平越高,社会财富积累总量越大,该地区税收收入增长潜力越大,地方政府更能承担其融资成本。地区的经济实力越强,依靠自身可满足其经济发展的需要,对社会闲置资金的吸引力较大,从而在债务的举借规模上有较大的自主性<sup>[35]</sup>。本文采用经济增长率和产业结构作为控制变量来衡量地方经济发展水平。

第三,债券自身特征与地方政府及其城投公司举债带来的债务风险紧密相关,例如,债券的当期发行额、发行票面利率、发行债券数量等都会影响到地方政府或城投公司当期支付利息和到期偿还本金的行为。若债券自身的这些指标较高,无疑增加了债务偿还压力,加剧了潜在的财政风险。因此,当前的债务发行量和存债量以及需要支付的借款成本,都会影响到地方政府或城投公司未来债务融资成本和债务规模。

第四,城市投资需求,如城镇化水平和固定资产投资完成额,是影响地方政府及其城投公司举债行为的另一个重要因素。从政府举债资金投向来看,基建投资和公共设施建设占据较大比重,可以满足城镇新增人口的安置和产业的生產需求,加快中国的城镇化进程。可见,地方投资需求和城镇化发展水平离不开货币资金的支持,这是地方政府及城投公司举债规模的重要衡量因素。

整体而言,从变量量表与描述(见表 1)来看,各地市的当期与存量融资成本、人均城投债发行额以及人均城投债余额的标准差分别为 1.276、0.772、0.970 和 0.938,这说明不同地市间的债务规模和债务融资成本存在着较大的差异。从财政透明度的统计特征来看,数值之间的差异较为明显,这说明各地区的财政透明度差异较大,信息披露的水平不同。财政分权样本标准差较低,数值差别较小,这说明该数据具有一定的正态分布特征。从经济增长率、产业结构来看,地区之间存在差异性,但差异性不大。从财政缺口增长率、地方投资需求、城镇化水平、当期债务发行数与存债数数值来看,各省的情况存在较为明显的差异,这为本研究的开展提供了空间和基础。

四、实证结果与分析

(一) 初步分析

1. 透明度与融资成本分析

在实证回归之前,本文对 2013—2016 年各地市的财政透明度与城投公司的融资成本(城投债利率)进行了初步分析。从图 1 的散点图中可以发现,整体而言,两者呈现出一定的负相关关系。具体来说,在财政透明度得分低、融资成本高的区域(左上角部分)分布的点较为密集,说明现有数据更多的居于此区间;而在财政透明度得分较高、融资成本较低的区域(右下角部分)分布的点相对稀疏,说明相对较少的数据居于此区间。

即大部分地市政府的财政透明度水平较低、城投公司的债务融资成本较高,少部分地市政府的财政透明度较高、城投公司融资成本相对较低。

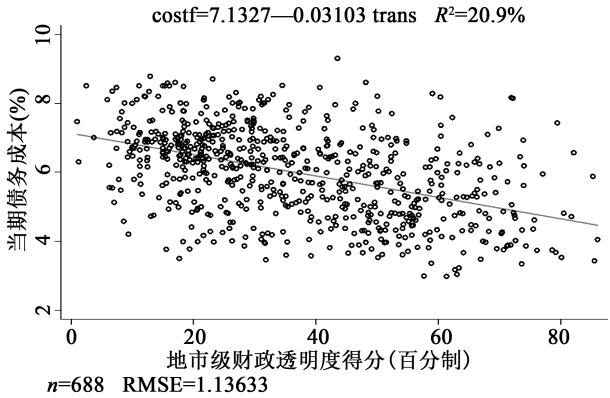


图 1 2013—2016 年当期融资成本和财政透明度之间的关系

2.透明度与债务发行额分析

根据已有的 2013—2016 年各地级市的人均城投债发行额和财政透明度数据,通过制作散点图对两者之间的关系进行相关分析(见图 2)。整体而言,2013—2016 年期间,不同地市间财政透明度的得分差距整体缩小,数值分布逐渐均匀,人均城投债规模也相应提高;从整体点的分布来看,各年似乎并未呈现出明显的递减关系。但随着时间的推移,可以观察到,在第四象限(财政透明度高、人均城投债发行额低)区域内分布的点逐渐增多,说明越来越多的数据呈现此特征。因此,财政透明度的提高或许有助于当期债务发行额的相对降低。

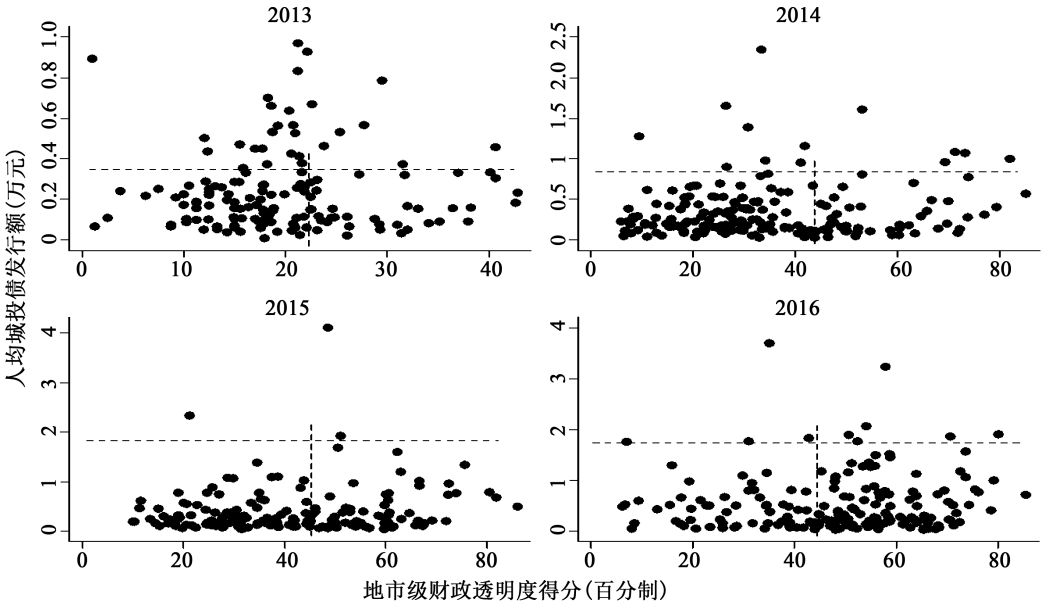


图 2 当期发债额和财政透明度之间的关系

(二) 实证结果

本文基于流量的角度,通过固定效应模型对当期发行的平均融资成本和当期发行的债务金额这一举债行为进行估计。其中,模型 1-1 和模型 1-5 是对“财政透明度”(lntrans)的直接回归;模型 1-2 和模型 1-6、模

型 1-3 和模型 1-7 逐步加入财政因素和经济因素;模型 1-4 则考虑了债券自身特征可能对发行成本的影响,模型 1-8 考虑了城市投资需求因素对于地方债务举债规模的影响,来分析在不同的情形下信息公开能否抑制地方政府的举债行为。

表 2 举债行为的基准估计结果

变量	平均发行借款成本 ( <i>costf</i> )				当期人均城投债发行额 ( <i>Indebing</i> )			
	1-1	1-2	1-3	1-4	1-5	1-6	1-7	1-8
<i>lntrans</i>	-0.960 *** (0.108)	-0.953 *** (0.110)	-0.574 *** (0.122)	-0.313 *** (0.107)	-0.197 *** (0.063)	-0.196 *** (0.063)	-0.197 *** (0.063)	-0.176 *** (0.063)
<i>dist</i>		1.257 (2.113)	1.196 (1.924)	0.023 (1.904)		0.180 (1.126)	0.124 (1.136)	-1.143 (1.162)
<i>rgap</i>		0.006 (0.022)	0.010 (0.019)	-0.005 (0.014)		0.018 * (0.010)	0.018 * (0.010)	0.018 * (0.010)
<i>rgdp</i>			0.421 (0.317)	0.099 (0.213)			-0.172 (0.119)	-0.156 (0.111)
<i>indus</i>			2.588 *** (0.585 )	2.242 *** (0.513)			-0.070 (0.165)	-0.146 (0.174)
<i>qtying</i>				0.066 *** (0.015)				-
<i>qty</i>				-0.065 *** (0.009)				-
<i>lninves</i>								0.287 ** (0.131)
<i>city</i>								0.246 ** (0.106)
<i>cons</i>	9.957 *** (1.168)	9.055 *** (1.931)	5.536 *** (1.927)	6.135 *** (1.870)	7.028 *** (0.328)	6.899 *** (0.860)	7.041 *** (0.907)	5.246 *** (1.233)
城市	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年份	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y
观测值	688	688	688	688	688	688	688	688
R <sup>2</sup>	0.462	0.463	0.555	0.637	0.755	0.756	0.757	0.763

注:(1)被解释变量是平均借款成本和人均城投债规模,主要的解释变量是城市当年的财政透明度水平;(2)括号中是稳健性标准误差,cluster 在城市层面;(3) \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平下显著,空白处表示变量并未考虑,下同。

根据表 2 的回归结果,模型 1-1 至模型 1-4 中“财政透明度”( *lntrans* )的估计系数均在 1%的水平上显著为负,证明了理论分析中的研究假设 1,即地方政府财政透明度的提高,降低了平均借款成本。其中,模型 1-1 为基准模型,模型 1-2 至模型 1-4 依次增加了财政因素、经济因素等,在这些新纳入的变量中,“产业结构”( *indus* )、“当期发债数”( *qtying* )、“存债数”( *qty* )等对城投公司举债成本有显著影响,而其他变量显著性水平不高,但对于本文主要考虑的解释变量“财政透明度”( *lntrans* )而言,不同模型中的估计结果与理论预期仍然一致。

模型 1-5 至模型 1-8 中“财政透明度”( *lntrans* )的估计系数均在 1%的显著性水平上为负,表明了财政透明度的提高对城投债人均发行额有显著的负向效应,因此拒绝了假设 2b 而支持了假设 2a 的结论。即地方政府财政透明度的提高,降低了人均城投债发行额。在财政因素、经济因素和投资需求三个方面研究,发现城市的固定资产投资需求和城镇化水平对城投债的发行规模有明显的促进作用,地方财政缺口的拉大在一定程度上也会带来城投债发行规模的增加,而地方的经济增长率、产业结构和财政分权的程度则影响不大。



五、稳健性检验

(一) 稳健性检验 I: 基于省级层面的经验研究

上海财经大学公共政策研究中心自 2009 年起开展省级财政透明度的评估。结合财政透明度与城投债的发展历程,本文选取了 2009—2016 年省级面板数据为样本,对地方政府信息公开与城投公司举债行为进行稳健性分析。由于各省财政透明度年度间差异较大,历年排名有升有降,呈波动变化的特征,本文将全部样本分成 2009—2010 年和 2011—2016 年两组,代入基准回归模型,进行重新估计,得到稳健性检验,见表 3。

表 3 基于省级政府信息公开对其城投公司举债行为的影响分析

变量	平均发行借款成本( <i>costf</i> )			当期人均城投债发行额( <i>lnpdeb</i> )		
	2-1	2-2	2-3	2-4	2-5	2-6
<i>Intrans</i>	-0.499 *** (0.162 )	-0.401 ** (0.188)	0.490 (0.804)	-0.330 ** (0.143)	-0.392 *** (0.135)	0.102 (0.455)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y
地区效应	Y	Y	Y	N	N	N
年份效应	N	N	N	Y	Y	Y
观测值	224	172	52	237	180	57
拟合优度	0.565	0.673	0.809	0.771	0.706	0.593

注:西藏的城投债数据缺失。

从回归结果来看,2009—2010 年的人均城投债余额、平均借款成本与财政透明度之间(模型 2-3 和模型 2-6)未呈现明显的负相关关系,可能由于财政透明度评估的前两年信息公开程度普遍不高以及相关数据的缺失;而 2011—2016 年财政透明度得分水平整体提高,分布较之前年份更为均匀。可以发现,透明度较高的省份,其人均城投债余额和平均借款成本(模型 2-2 和模型 2-5)也相对较低,两者之间呈现一定的负相关关系。省级层面的回归结果与前文检验结果基本一致,验证了财政透明度解释的稳健性。

(二) 稳健性检验 II : 基于存量的分析

上文主要基于城投债视角,讨论了地方政府信息公开对于城投公司当期举债行为的影响,具体采取的是当年的平均发行票面利率和债务发行额(即流量概念),发现地方政府信息公开可以抑制城投公司的举债融资行为。由于政府的债务问题具有一定的累积性,人们不禁要问,信息公开程度与以往已经存在的存量债务规模与存量融资成本有何关系,是不是对当期的举债行为影响更大、更为明显? 因此,这里考虑到地方政府信息公开或许会对当年尚未偿还的全部债务规模及利率产生影响,将平均存量借款成本和人均城投债余额这一存量概念来替代原来的当期发行票面利率和当期发行债务额(流量概念),来做了进一步的稳健性分析,见表 4。

表 4 的回归结果显示,地方政府财政透明度的提高可以减少其城投公司存量借款成本和人均城投债余额,这种抑制效果在以存量替换流量后仍然存在,但与表 2 的回归结果相比较,信息公开程度对于当期举债行为的影响不论从系数上还是显著性上其效果均不如流量的明显。换言之,信息公开程度的提高更有助于抑制当期地方政府及其城投公司的举债行为,这符合正常的逻辑。当然,地方政府财政透明度的提高与存量城投债的融资成本与举债规模呈负相关性关系,也说明信息公开、政府治理之间的逻辑自洽。



表 4 信息公开与存量债的关系分析

变量	平均存量借款成本 ( <i>costc</i> )				人均城投债余额 ( <i>lnpdeb</i> )			
	3-1	3-2	3-3	3-4	3-5	3-6	3-7	3-8
<i>lntrans</i>	-0.389 <sup>***</sup> (0.051)	-0.388 <sup>***</sup> (0.052)	-0.204 <sup>***</sup> (0.056)	-0.112 <sup>**</sup> (0.053)	-0.067 <sup>**</sup> (0.031)	-0.065 <sup>**</sup> (0.031)	-0.063 <sup>**</sup> (0.031)	-0.048 (0.030)
财政变量	—	Y	Y	Y	—	Y	Y	Y
经济变量	—	—	Y	Y	—	—	Y	Y
债券特征	—	—	—	Y	—	—	—	—
投资需求	—	—	—	—	—	—	—	Y
城市	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年份	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y
观测值	688	688	688	688	688	688	688	688
R <sup>2</sup>	0.668	0.668	0.726	0.761	0.949	0.949	0.949	0.953

(三) 稳健性检验 III: 基于融资平台转型的分析

由于新预算法于 2014 年 8 月 31 日正式实施,在此之前,地方政府融资平台的城投债可以看作是政府债务,城投债也常常用来指代地方政府的隐性负债。但在这之后,地方政府融资平台转型,发行的城投债开始作为企业债务单独处理。考虑到本文的数据选取了 2013—2016 年份,正好跨过了 2014 年这一时间点,所以本文按照新预算法颁布的时点将已有的数据分为 2 组,即 2013—2014 年(模型 4-2 和模型 4-5)和 2015—2016 年(模型 4-3 和模型 4-6)两组,分别对这两组数据进行回归,得到稳健性检验结果如表 5 所示,发现财政透明度对 2013 和 2014 年的城投债融资成本、债务规模的影响,与对 2015 和 2016 年的影响并无差异,说明市场在进行城投债交易时仍然与改革之前一样,更多地关注地方财政状况、经济发展状况而非企业自身信息,进而验证了信息公开能抑制地方地举债行为。

表 5 信息公开与城投公司转型前后举债行为的关系分析

变量	平均发行借款成本 ( <i>costf</i> )			当期人均城投债发行额 ( <i>lndebmg</i> )		
	4-1	4-2	4-3	4-4	4-5	4-6
<i>lntrans</i>	-0.182 <sup>***</sup> (0.054)	-0.184 <sup>**</sup> (0.076)	-0.171 <sup>**</sup> (0.078)	-0.223 <sup>***</sup> (0.052)	-0.186 <sup>***</sup> (0.069)	-0.263 <sup>***</sup> (0.082)
财政变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y
经济变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y
债券特征	Y	Y	Y	Y	Y	Y
投资需求	—	—	—	Y	Y	Y
年份	Y	Y	Y	Y	Y	Y
观测值	688	338	350	688	338	350
R <sup>2</sup>	0.700	0.268	0.437	0.460	0.423	0.469

六、结论与建议

(一) 研究结论

本文利用 2013—2016 年 248 个地级市政府及其城投公司的面板数据,实证分析了地方政府信息公开对其城投公司的融资成本与债务规模的影响,从而运用城投债交易数据,回答了在我国当前的金融市场中,信息公开能否抑制地方政府的举债行为。研究表明,在控制了地方投资需求、财政分权和债券特征等潜在影响因素后,地方政府财政透明度的提高有助于其城投公司在资本市场以更低的融资成本发行城投债,这与学术界从公司层面研究财务信息与公司融资成本的研究结论是一致的,也与经典的信息不对称理论以及近年来发展

起来的信号传递理论也是一致的;同时地方政府财政透明度与其城投公司的举债规模也成反向关系,这说明地方政府信息公开程度的提高对地方政府及其城投公司的举债冲动有着明显的抑制作用。稳健性分析还发现三个结论,进一步佐证了上述结论。其一,地方政府财政透明度及其城投公司的举债行为之间的反向关系在省级政府层面也是成立,与已有的相关研究结论基本一致;其二,地方政府财政透明度与已有的存量城投债规模与融资成本皆成负向关系,财政透明度或许是地方政府治理水平的一个显性指标,而且相对于存量城投债而言,财政透明度与当期流量债务的成本与规模之间的方向关系更为显著。换言之,从长远来看,促进财政信息公开是化解债务危机、规范举债行为的一项重要举措<sup>[36]</sup>。其三,鉴于2014年新预算法实施之后,城投债已再次明确规定不得纳入地方政府债务的范畴,稳健性检验证明,地方政府财政透明度与其城投公司举债行为之间的关系未曾改变,这也从另一个方面说明,本文运用城投债交易数据分析地方政府举债行为是恰当的。

(二) 政策建议

总而言之,城投债市场的实践已经佐证了市场化融资自律机制值得倚重,为了进一步推进地方政府融资市场化、债务阳光化,本文提出以下几点政策建议。

1. 地方政府应主动加强财政信息公开,特别是政府债务信息公开

学界针对当前中国地方政府债务风险有一种判断,即最大的风险不是其规模有多大,而是债务信息的不透明<sup>[37]</sup>。财政部发布的《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》也提出,推进地方政府债务领域信息公开的基本思路。浙江省早在2017年就发布了政府性债务审计工作指南和调查表,强化政府债务审计。毫无疑问,监管部门从上而下推进财政信息公开的力度会不断地加强。但从本文的研究来看,地方政府财政透明度与地方政府及其城投公司的融资成本、举债规模均呈负向关系,鉴于这一经验证据,地方政府应该积极主动地推进财政信息公开,为金融市场的投资主体提供客观、全面的财政经济信息。

2. 进一步深化地方债市场化改革,建立市场化融资自律机制

正如本文研究揭示的,就地方政府及其城投公司的举债行为而言,我国金融市场对地方政府财政信息公开的反应是恰当,换言之,在地方政府债务管理方面,我国金融市场的监督力量值得倚重。我们也乐见,地方债余额截至2018年末已有18.07万亿元,一跃成为债券市场第一大品种。而且在当前积极财政政策加力提效和防范地方政府债务风险的双重背景下,地方债具备广阔的发展空间。为更好发挥金融市场监管机制,更好推进地方债市场化改革,诸多方面都有待突破。例如建立有效的债务问责,打破地方政府和国有企业的各种预算软约束,消除刚性兑付预期,解决地方政府特有的刚性兑付难题<sup>[38]</sup>。再比如,随着地方债发行规模的不断扩大,要适时降低个人投资者购买地方债的门槛,提高个人投资者在地方债投资者结构中的占比,改变商业银行“一家独大”的局面,<sup>①</sup>进一步提升地方债交易的活跃度,完善地方债定价机制。

3. 从控制财政分权的程度、促进产业结构升级入手来抑制地方举债行为

地方财政分权程度的提高意味着地方政府在治理上拥有更高的自主性,容易使得地方政府存在着过度重视基础设施投资的倾向,这在一定程度上激励了地方政府的举债融资行为。上文的实证结果也显示,财政分权程度的提高往往伴随着地方更高的融资规模。因此,为了抑制地方的举债融资规模,应当适当地控制地方政府财政分权水平。同时,进一步加快产业结构的升级,努力提高第三产业在整个产业结构中的比重。一般而言,一个地区第三产业占比越高,说明其经济结构越好,市场化程度越高,经济发达程度也越高,政府举债成本越低,政府举债规模也越小。这在上文的实证研究中得到了印证。

①截止2017年底,美国市政债的个人投资者占比达42.48%,而我国当前地方政府债券个人投资者占比约为3.48%,商业银行作为最主要的持有人,占比约77.68%(数据来源于东吴证券研究所研究报告)。

## 参考文献:

- [1] GARCÍA-TERUEL P J, MARTÍNEZ-SOLANO P, SÁNCHEZ-BALLESTA J P. The role of accruals quality in the access to bank debt [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2014, 38( C ): 186–193.
- [2] DHALIWAL D, HOGAN C, TREZEVANT R. Internal control disclosures, monitoring, and the cost of debt [J]. *The Accounting Review*, 2011, 39( 4 ): 1131–1156.
- [3] CHULUUN T, PREVOST A K, PUTHEN P J. Board networks and the cost of corporate debt [J]. *New York: Social Science Research Network*, 2014, 43( 3 ): 533–568.
- [4] GOTTI G, MASTROLIA S. Cost of capital for exempt foreign private issuers: information risk effect or earnings quality effect? it depends [J]. *International Journal of Accounting*, 2014, 49( 2 ): 190–220.
- [5] 陆贤伟, 王建琼, 董大勇. 董事网络、信息传递与债务融资成本[J]. *管理科学*, 2013, 26( 3 ): 55–64.
- [6] 毕莹月. 公司网站信息公开、信息披露质量与债务融资成本[D]. 大连: 东北财经大学, 2016.
- [7] 杨继东, 杨其静, 刘凯. 以地融资与债务增长——基于地级市面板数据的经验研究[J]. *财贸经济*, 2018, 39( 2 ): 52–68.
- [8] 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( 1 ): 61–67.
- [9] 李春根, 徐建斌. 中国财政预算透明与地区官员腐败关系研究[J]. *当代财经*, 2016( 1 ): 19–28.
- [10] BERNOTH K, WOLFF G B. Fool the markets? creative accounting, fiscal transparency and sovereign risk [J]. *Scottish Journal of Political Economy*, 2008, 55( 4 ): 465–487.
- [11] 周咏梅. 财政透明度、信用评级与地方政府债券融资成本[J]. *江西财经大学学报*, 2018( 1 ): 41–49.
- [12] 李昊, 迟国泰, 路军伟. 我国地方政府债务风险及其预警: 问题及对策[J]. *经济经纬*, 2010( 2 ): 126–129.
- [13] 孙琳, 陈舒敏. 债务风险、财政透明度和记账基础选择——基于国际经验的数据分析[J]. *管理世界*, 2015( 10 ): 132–143.
- [14] GAVAZZA A, LIZZERI A. Transparency and economic policy [J]. *Review of Economic Studies*, 2008, 76( 3 ): 1023–1048.
- [15] 孙琳, 方爱丽. 财政透明度、政府会计制度和政府绩效改善——基于 48 个国家的数据分析[J]. *财贸经济*, 2013( 6 ): 22–23.
- [16] ALESINA A, HAUSMANN R, HOMMES R, et al. Budget institutions and fiscal performance in Latin America [J]. *Journal of Development Economics*, 1999, 59( 2 ): 253–273.
- [17] ALT J E, LASSEN D D. Fiscal transparency and fiscal policy outcomes in OECD countries [R]. *Epru working paper*, 2003.
- [18] SHI M, SVENSSON J. Conditional political budget cycles [R]. *Cepr discussion papers*, 2002.
- [19] ALT J E, LASSEN D D. Fiscal transparency, political parties, and debt in OECD countries [J]. *European Economic Review*, 2006, 50( 6 ): 1403–1439.
- [20] 肖鹏, 刘炳辰, 王刚. 财政透明度的提升缩小了政府性债务规模吗? ——来自中国 9 个省份的证据[J]. *中央财经大学学报*, 2015( 8 ): 18–26.
- [21] 潘俊, 王亮亮, 吴宁等. 财政透明度与城投债信用评级[J]. *会计研究*, 2016( 12 ): 72–78.
- [22] BENITO B, BASTIDA F. Budget transparency, fiscal performance, and political turnout: an international approach [J]. *Public Administration Review*, 2009, 69( 3 ): 403–417.
- [23] KOPITS G, CRAIG J D. Transparency in government operations [R]. *Washington, DC: International Monetary Fund*, 1998.
- [24] 刁伟涛. 中国地方政府债务透明度评估: 2014—2015[J]. *上海财经大学学报*, 2017, 19( 5 ): 80–90.
- [25] BASTIDA F, GUILLAMON M D, BENITO B. Fiscal transparency and the cost of sovereign debt [J]. *International Review of Administrative Sciences*, 2017, 83( 1 ): 106–128.
- [26] COPELOVITCH M, GANDRUD C, HALLERBERG M. Financial data transparency, international institutions, and sovereign borrowing costs [J]. *International Studies Quarterly*, 2018, 62( 1 ): 23–41.
- [27] 潘俊, 杨兴龙, 王亚星. 财政分权、财政透明度与地方政府债务融资[J]. *山西财经大学学报*, 2016, 38( 12 ): 52–63.
- [28] 王叙果, 张广婷, 沈红波. 财政分权、晋升激励与预算软抑制——地方政府过度负债的一个分析框架[J]. *财政研究*, 2012( 3 ): 10–15.
- [29] 蒋洪, 刘小兵. 中国省级财政透明度评估[J]. *上海财经大学学报*, 2009, 11( 2 ): 50–58.

[30] 吕凯波,邓淑莲,杨丹芳.中国省级财政透明度评估(2016)[J].上海财经大学学报,2017,19(1):13-23.

[31] 范剑勇,莫家伟.地方债务、土地市场与地区工业增长[J].经济研究,2014,49(1):41-55.

[32] 傅勇,张晏.中国式分权与财政支出结构偏向:为增长而竞争的代价[J].管理世界,2007(3):4-12.

[33] 龚锋,卢洪友.公共支出结构、偏好匹配与财政分权[J].管理世界,2009(1):10-21.

[34] 肖鹏,谭锡真.财政转移支付对地方政府财政努力度的影响——基于山东省的实证分析[J].山东财经大学学报,2019,31(1):26-35.

[35] 陈志勇,庄佳强等.地方政府性债务管理与风险防范研究[M].北京:经济科学出版社,2017.

[36] 王姣.新常态下地方财政“风险新形态”问题研究——以山东省为例[J].山东财经大学学报,2018,30(3):32-39.

[37] 刘尚希.地方债务管理与重组:国际经验教训[R].中国财政部与世界银行合作的报告,2015.

[38] 刘尚希.中国财政政策报告(2018)[M].北京:社会科学文献出版社,2018.

Can Information Disclosure Restrain Local Governments’ Leveraging Behavior:  
Empirical Analysis Based on China Prefecture-level Panel Data

WANG Chongjin<sup>1</sup>, CUI Feng<sup>2</sup>

(1.*Institute of Financial and Economic Strategy, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing*  
100028, China;2.*School of International Economics and Trade, University*  
*of International Business and Economics, Beijing 100029, China*)

**Abstract:**Promoting the comprehensive disclosure of local governments’ financial budget and final account information, especially the disclosure of government debt information has become a policy option to effectively control local governments’ debt risk and promote the formation of market-oriented financing self-discipline mechanism. Based on the relevant panel data of China prefecture-level local governments and their urban investment companies from 2013 to 2016, this study quantitatively analyzes how the financial transparency of local governments affects the financing cost and debt scale of urban investment bonds. It is found that in addition to controlling the economic development level and other factors, the higher the financial transparency of local governments, the lower the financing cost of their urban investment companies in the financial market and the smaller the debt scale of these urban investment companies. The conclusion of the study indirectly proves that the self-discipline mechanism of market-oriented financing is worth relying on, and promoting the comprehensive disclosure of financial information is conducive to regulating local government’s leveraging behavior. Focusing on financial information disclosure and local debt market-oriented reform, this study puts forward such policy suggestions as strengthening the disclosure of governments’ debt information, establishing market-oriented financing self-discipline mechanism and restraining local government’s leveraging behavior.

**Key words:**local government debt; financial transparency; urban investment bond; financing cost; debt scale

(责任编辑 徐晓雯)