

“用明天的钱办明天的事”

——美国市政债券制度评述

王秋石*

【摘要】美国自19世纪末以来逐步建立起了市政债券制度。在市政债券的发展过程中,债券发行人、金融代理机构以及美国政府等参与者主要围绕着市政债券的免税问题进行了多个回合的博弈,其中《1986年法案》对如今的市政债券市场产生了很大的影响。目前市政债券的基本形式包括短期债券和长期债券,而后者又分为以政府全部信用担保的普遍责任债券以及以某项工程收入做担保的收入债券。市政债券的发行以市场为主导,由债券设计、公示、评级、推销、代理等多个环节组成。债券的评级和信用担保直接影响到债券的利息率和销售。地方政府通过发行各类市政债券筹集了大量资金,用以建设公共设施和发展当地经济。美国市政债券制度的经验与教训值得我们分析和研究。

【关键词】市政债券 免税 公示 信用评级 代理 信用担保

在正常的税收收入以及其他财政收入之外,政府还可以通过发行债券的方式来获得额外的资金。因为历史、文化和传统理财习惯等原因,在世界许多地方政府借贷都一直是一个颇为忌讳的话题。每逢遇到严重的财政困难,许多政府都倾向于通过增加税收的办法来解决——即使付出惨重的社会代价也仍然如此。本文尝试通过分析美国市政债券制度的经验及教训来阐述公债在地方财政中的重要作用。只要法规健全、操作得当,政府借贷的资金完全可以成为地方建设中重要的资金补充来源。合理并有效地利用这部分资金,可以降低建设成本,减轻纳税人负担,并平抑政府开支的年度差异;反之,

* 王秋石,美国内布拉斯加大学公共行政学系,博士学位候选人。本研究获得中山大学二期“985工程”公共管理与社会发展专项资金资助。感谢匿名评审人对本文提出的宝贵意见!

不当举债也可能增加政府乃至整个社会的财政负担和金融风险。本文主要包括三个部分:首先介绍并分析一个多世纪以来美国公债制度的发展与沿革,然后阐述和对比美国公债的几种基本形式,最后总结美国公债制度的几点经验与教训。

一、美国公债制度的创立与沿革

美国市政债券最突出的一个特点就是它的收益享有法律规定的免税待遇。免税的实质其实就是国家对发行公债的各级地方政府的间接财政补贴,否则地方政府只能以更高的成本从资本市场借贷资金。对公债免征所得税这个观念不是从来都有的,而是经过100多年立法和司法的激烈的来回拉锯战而逐渐确立并规范起来的。几乎每隔一段时间,公债的免税待遇都会遭到一些人的质疑。尤其是近些年来,公债的使用范围越来越广,其许多用途已经脱离了“公共”的性质,而变得越来越像普通的私营企业债券了。在这种情况下,美国政府于上个世纪80年代开始了对公债用途进行分类和控制的立法,并对私营性质的用途做了严格的限制。这些措施虽然起到了一些作用,但是各地方政府在实际运作过程中又创造出了许多衍生的金融工具利用法律的漏洞来拓展免税公债的使用范围。实际上,对公债是否应该免税这个问题的争论从来就没有停止过,联邦政府与地方政府之间的遏制与反遏制也从来没有停止过。为什么会出现这样情况?公债免税的逻辑究竟何在?要回答这些问题我们必须先简要回顾一下美国公债的演变史。

美国公债的广泛使用可以追溯到19世纪20-30年代。那时的美国正处于快速发展时期,国家需要投入大量的资金来进行铁路、运河、州际公路这些大型基础设施的建设。1817年,美国政府为修建Erie运河发行了债券;同一时期,用于建设供水系统、沿海步道、公立学校的公债也大量发行。截至1840年,市场上大约有总计2亿美金的市政债券,其中1.75亿为州政府发行,其余为市县一级政府发行。

然而好景不长,1870年前后的经济萧条给这些债券的偿付带来了巨大影响。许多为债券担保的交通工程未能获得预期的盈利,所以债券宣告停止偿付的情况也大量出现。至1870年中,大约有五分之一的市政债券出现了不同程度的偿付困难。亡羊补牢,针对这种情况,各州法院随后都纷纷在立法中增加了对发行公债实行限制的条款。

美国的个人所得税法从实行之初就没有将地方市政债券的利息收入列为税收项目,而且相当多的民众也一直认为联邦政府并没有对地方政府征收此税的权力(Anthony,1989)。虽然关于债券收益是否应该列入个人所得税税基的争论一直在继续(其中最为激烈的当数Harding和Coolidge总统时期),但是废除债券免税的提案始终没有被通过。1950年以后,市政债券的发行总量激增到了240亿美金。这一方面反映了当时美国国内为兴建学校、公路和其他公共设施对资金的大量需求,另一方面是因为政府的财政主管们逐渐发现了收入债券的神奇之处:即它不仅可以快速灵活地筹集资金(不必以政府的全部信用作为担保),而且同样享有免税的优惠。整个1950年代,收入债券大量发行。到了1970和1980年代,它的发行量更大,使用范围也扩展到了低收入住宅、污水处理系统、体育场馆、会议中心、公共水电设施以及非营利性医院等等。1960年代后半期,普遍责任债券尚占有新发公债总量的65%,到了1990年代,这个比例迅速下降到了30%(Anthony,1989)。

需要指出的是,在名目繁多的市政债券之中,许多债券名义“为公”实则“为私”。一些私营企业规模太小,没有独立发行债券的能力;而另一些私营企业则希望搭上免税公债的“便车”,以期用更小的代价获取发展所需的资金,以增强企业的竞争力。地方政府为了繁荣当地经济,增加财政收入,顺应了企业的这种需求,主动充当起资本中间人的角色。于是乎,一大批打着“经济发展债券”旗号的市政债券出现了,并呈现出愈演愈烈的趋势。至1968年,美国大部分州已经确认了这种“经济发展债券”的合法性。在这场间接融资(conduit financing)的游戏中,得益的是获得市政债券资金的企业、

州县政府和纳税人,而受到损害的则是那些未能搭上市政债券便车而在竞争中处于不利的企业以及美国的国税局(The Internal Revenue Service, IRS)。当然,这种“假公济私”的擦边球行为很快就引起了美国国会的注意。在此后的40年里,围绕着市政债券是否应该免税,市政债券的适用范围,哪些市政债券可以免税等等问题,美国国税局和地方政府之间展开了旷日持久的争论。这里将其中比较重要的几次角逐简述如下。

1968年,首部限制免税市政债券发行和使用范围的法案——《1968年收入与支出控制法案》(The Revenue and Expenditure Control Act of 1968)出台。这部法案首次从市政债券中区分出了“工业发展债券”(Industrial Development Bonds, IDB)——即后来一般所称的“私营性质市政债券”(Private Activity Bonds)。所谓“私营性质市政债券”就是那些债券收入为私有企业使用或为私有企业带来利益的债券(Lemov, 1989)。这当然是一个非常笼统的定义,许多漏洞很容易被地方政府利用。在1968年法案中,美国国会虽然取消了那些大部分为私人谋利的IDB债券,但是却保留了两类例外:一类是基于免税土地或设施的IDB债券,另一类则是发行数量较小的IDB债券。除此之外,1968年法案还规定,符合501(c)(3)条款的非营利公益性和地方政府同样享有发行市政债券的权力。1969年,美国国会又出台了《1969年税务改革法案》。这部法案主要针对的是“差价债券”(Arbitrage Bonds)的问题。如前所述,市政债券和企业债券最大的区别在于前者享受法律规定的免税待遇。于是,在偿付期、风险等其他条件相同的情况下,市政债券可以以较低的利息率从资本市场融资,中间的差额就来自于免除的税收。譬如A、B都是市场上公开发行的债券,A是市政债券,付息率(coupon rate)是4%,B则是企业债券,付息率是6%。假设债券收益的税率是3%,而A、B两种债券其他的发行条件都类似,这时投资者就会选择付息率更低的A债券,因为考虑到税收的影响,A债券的实际收益率比B债券仍要高出1%。既然存在这种差价,也就存

在投机营利的机会。地方政府当然也不会坐视这样的机会,它们相继发行了以“发展债券”为名的市政债券,然后再将筹集来的资金投入资本市场谋利,这种利用免税优惠谋利的市政债券被称为“差价债券”。在市场比较坚挺的时候,这种利用政策漏洞的投机行为尤为盛行。从《1969年税务改革法案》开始,美国财政部就“差价债券”问题与地方政府展开了多个回合的博弈。几乎每次有新规定出台,地方政府的财政部门总能设计出新的金融工具对新政策进行规避。这种情况一直持续到1986年才基本告一段落。

《1986年税收改革法案》(或《1986年法案》)是迄今为止关于免税市政债券最全面,也是限制最严格的一部法案。这部法案的规定很细致,也很繁琐。首先,它明确区分了两种不同的免税公债:一为基本市政债券,二为私营性质市政债券。后者的设立主要是为了应对日趋泛滥的IDB、经济发展债券、住房债券以及其他属边缘政府行为的专项债券(Zimmerman,1990)。比如1981年,此类债券的总额为250亿美元,占到了所有市政债券的48%(Joint Tax Committee, JTC,1983)。所以,1986年法案规定,在私营性质市政债券中取消所有为如下项目发行的债券的免税待遇:体育设施、会议中心、空气和水净化设施、工业园区、私有交通设施等等,此外,对私营性质市政债券的定义也更加严格:1986年之前,如果25%以上的债券收入由非政府企业使用或25%以上的本息由非政府所有财产担保,该债券方被视为私营性质市政债券;1986年之后,上述比例均下降为10%。两项指标不超过10%的,仍然被视为基本市政债券,不受新规定对私营性质市政债券的限制(Graham,1989)。另外,《1986年法案》还有如下几个重要的条款:1.对IDB、学生贷款、单亲家庭住房贷款等用途的债券设置了上限;2.首次把符合501(c)(3)的非政府组织债券列为私营性质市政债券;3.将1986年后新发行的私营性质市政债券的利息列入企业最低税收(corporate alternative minimum tax)的税基;4.为每一个州都设定了私营性质市政债券的最高上限。最后,《1986年法案》认为差价债券是对免税优惠的错误使用,因而对

差价债券采取了强硬的措施,基本上杜绝了利用公债的免税优惠从资本市场谋利的可能。

许多人认为《1986年法案》将市政债券市场这片过去风平浪静的世外桃源一下子变为一个风云诡谲的神秘之地(Peterson, 1988)。归纳起来,该法案主要产生了两个方面的影响:1. 大量削减了免税私营性质市政债券的数量;2. 消除了差价债券。对债券发行者而言,使用市政债券的广度和灵活性大大降低了,许多原来可以利用免税低价获得的资金现在不能再获得了,地方政府或者和其他资本需求者平等竞争,或者必须利用税费等渠道来筹集这部分资金。对债券投资者而言,部分市政债券免税待遇的消失使他们必须改变投资的决策;另外《1986年法案》对税收和银行购买债券规则的调整也使债券投资者的边际税率发生了很大变化(Hildreth & Zorn, 2005)。这样一来,债券市场的供求两方面都发生了显著的变化,因而债券的持有结构在1986年后也发生了明显的改变。如图1所示,在1986年以后,商业银行(commercial bank)持有的市政债券份额明显下降,而个人理财工具(retail financial products),主要是基金的持有比例急剧上升。另外,个人直接购买债券的比例从曾经高达50%下降到不到10%。唯一变化不大的是保险公司的持有比例。最新的资料显示,目前的债券市场上,个人理财工具的持有率稳定在64%到65%,保险公司在13%左右,商业银行在7%到8%(Hildreth & Zorn 2005)。

1988年,美国国会又通过了《1988年技术与其他收入法案》,它也对市政债券市场产生了一定的影响。同年,美国最高法院还曾经授权美国国会彻底取消对市政债券的免税,因为最高法院认为免税并无任何宪法依据。但是反对者认为,取消免税不仅违反宪法中美国联邦制的规定,而且违反了联邦政府不能向州政府征税的原则。然而这些新的法律变化对债市的影响都远不及1986年的法案(Hildreth & Zorn 2005)。

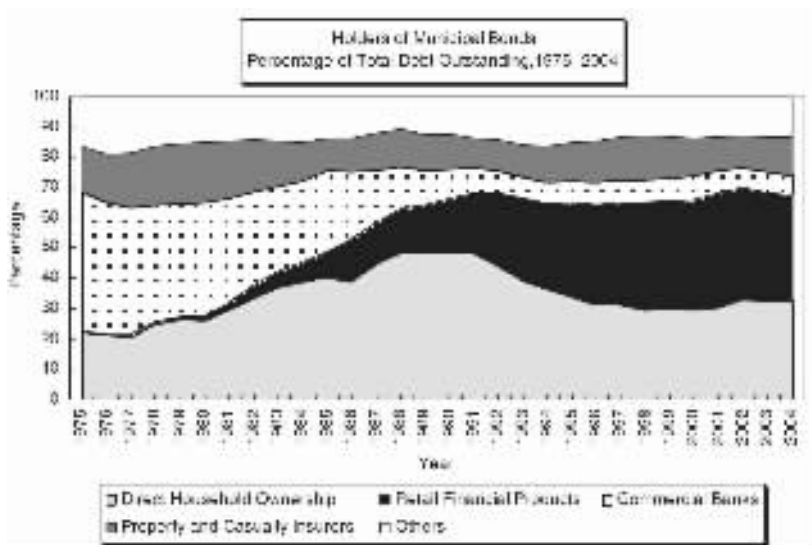


图 1

二、美国市政公债的基本形式

美国的公债可以分为联邦政府国债和地方政府市政债券两种。国家所举之债即为国债。对政府而言,每个财政年度支出大于收入的部分即为赤字,而多年累积的赤字额即为该政府的债务。赤字和债务是必须设法填补的。假设政府不能通过增加钞票的印刷量来抵消赤字和债务,那么政府只剩下两个选择:增税或者借贷。增加税率或者增加一个新税种不仅程序复杂、周期长,而且政治风险很大,因为任何国家的人民的心理都是厌恶课税的。这样一来,比较易行的办法似乎只有借贷这一条了。事实上,一些国家正是这样做的。以美国联邦政府为例,1993年末它的债务总额为2.9万亿美元(Whicker,1996)。之后克林顿政府虽然通过努力削减了部分债务,但是在布什政府期间这一数字又继续攀升。美国国债的主要形式是美国财政部发行的短期或中长期债券(Treasury bill, Treasury notes, Treasury bonds)。1992年,美国国债的86%都是以这种方式存在的(Sill,1996)。自上个世纪末以来,美国财政部债券一直为

几个主要的经济体(日本、中国、欧盟)和美国国内的金融、保险机构所持有。通常认为,这种债券的风险非常小,所以它的利率也是各种债券中最低的。与美国国债不同,美国各地方政府发行的市政债券不是填补财政赤字的,而是为地方市政工程或经济发展提供资金的。市政债券通常由政府提出计划、中介机构(creditor)代为发行、进入债券市场交易并接受金融机构的监督。从根本上说,市政债券与普通的企业债券一旦发行上市并没有太大的不同,二者最主要的区别还是市政债券享有的免税优惠。相对而言,美国的国债形式比较简单,功能也比较明晰,而且它并不直接参与地方的经济建设,所以本文将重点讨论市政债券,而下文所提的“公债”除特别说明外均指市政债券,不包含国债。

美国地方市政债券(municipal bonds)的形式繁多,各州对于市政债券的法律规定也不尽相同。大致来说,政府发行的债券可以分为短期和长期两种。短期债券可用于行政开支,而长期债券只能用于时间跨度超过一年的长期投资项目(capital project)。最为通行的短期债券有这样几种:税收预期票据(Tax Anticipation Notes, TANs)、收入预期票据(Revenue Anticipation Notes, RANs)和财政补助预期票据(Grant Anticipation Notes, GANs)。很显然,这些短期债券的命名都是和它们的偿付资金的来源直接挂钩的。比如, TANs的偿付资金是可预期的税收收入, GANs的偿付资金则是可预期的政府财政补贴,而 RANs的偿付资金是除税收和补贴之外的可预期收入。通过短期票据筹措的资金通常用来支付政府雇员工资、水电、办公用品等政府运行的开支。

相对于短期债券,美国长期市政债券数量更大,形式更复杂,对公共财政的影响更大,所以也是本文所要讨论的重点。长期债券的发行主要是用来支持重大的市政基建项目,比如学校、路桥、排水系统等等。19世纪早期,美国最早发行的一批债券几乎都是此类用于铁路、运河等基础设施建设的长期债券。各级政府发行这些债券除了从资本市场获取必需的资金以外,还兼顾了如下重要的两点:1. 平抑财政收支的年度差异。当时美国政府的规模和现在相比要小得多,每年的预算收支也非常有限,无力承担巨额的基建投资。如果使用增加税收的办法来筹措资金,一者会给现纳税人增加很大的负担,

再者会造成财年之间极大的不均衡。2. 维护隔代公平。根据谁受益谁支付的原则,很多重大工程将惠及下一代或者下几代人,所以完全由现纳税人支付工程的建设资金是不公平的,未来的受益人理应也承担一部分责任。长期债券的还本付息期往往长达20年,有些债券还可通过二次融资(refinancing)等金融手段而达到更长的还款期限,正好符合了隔代公平的思想。以上两点构成了美国各级政府使用长期债券的基本逻辑。

长期债券一般又可分为“普遍责任债券”(General Obligation Bonds, GOs)和“收入债券”(Revenue Bonds)。二者之间最主要的区别在于“普遍责任债券”以政府的“全部责任和信用”作为担保。换言之,在需要的时候政府可以动用税收甚至是增加印钞量的办法来偿还此类债务。在其他条件相差不大的情况下,GOs类的市政债券对个人或机构来说是一种安全度很高的投资方式。自1929-1933年的大萧条之后,美国发生过GOs不能偿付的情况屈指可数,其中比较著名是1975年纽约市和1978年克里弗兰的两次市政债券破产案,其金额分别是24亿和1550万美金(Fortune, 1996)。相对而言,收入债券的安全度就低很多了。各级政府为建设某些特定的市政工程发行债券,并以这些工程的预期收益作为债券的担保。如果这些工程的收益未能达到预期,则拖欠甚至申请破产保护的情况均有可能发生。美国历史上绝大多数的公债破产案均来自于收入债券,其中最著名的当数1983年华盛顿特区政府为兴建核电站而发行的债券(the Washington Public Power Supply System, WPPSS),其发行总额达到22.5亿美金。一旦债券破产的情况发生,受理破产保护的法院将决定如何分割剩余的财产,债券所有人有可能索回部分补偿,但不可避免地要承担本金和利息的损失。

值得一提的是,收入债券自出现以来增长迅猛,逐渐在公债市场中占据了主导地位(Fortune, 1996)。造成这种状况有两个原因:第一、联邦政府和各级州市政府对普遍责任债券施加了越来越多的限制。由于政府对偿还GOs的本息具有无限的责任,所以GOs有可能会迫使政府提高税率,并带来非常不利的政治影响。鉴于这些顾忌,各级政府不到万不得已都不会选择发行GOs。第二、收入债券的形式越来越灵活多样,逐渐成为发行和购买双方都乐于接受的方

式。一般而言,收入债券虽然比 GOs 风险略高,但它的利率也比 GOs 高一些,投资者可以获得相应的风险收益。另外,较之于许多其他债券,政府收入债券仍属于低风险的券种。尤其是,美国市政债券的收益一般都享有免税优惠,所以收入债券在证券市场上还是具有很大的吸引力的。在美国市政债券的历史上,收入债券以许许多多的形式出现,比如“私营活动债券”、“差价债券”等等。这些名目繁多的债券有些是为了发展地方经济,有些是为政府甚至是地方企业营利,它们已经脱离了市政债券为长期市政工程提供资金的初衷,却仍然享有税收的优惠。这方面的争论很多,笔者另做进一步讨论。

三、美国公债的市场运作

美国市政债券的发行(issue)、公示(disclosure)、评级(rating)、推销(marketing)以及代理(underwriting)等诸多环节都是通过资本市场进行运作的。这是个看似简单实则非常复杂的过程,在这个过程中各种经济、市场和政策的因素都影响着财政管理者们的决策。本节将对这一过程做一个简要的描述。

(一)债券与“现收现付”(pay-as-you-go)

在美国,政府通常会在普通行政预算之外编制一份单独的基建预算(capital budget),这样做的目的在于适应基建项目时间跨度大、需要资金多等特点。根据美国会计总办公室(General Accounting Office,GAO)1988年的一份调查报告显示,美国50个州中的大多数已经实行了基建预算与普通行政预算分离的制度,并确立了从如何定义基建项目到如何为基建项目筹集的一系列规程(GAO,1988)。一旦基建项目确定下来,政府的财务主管们首先要面对的问题就是:是应该使用现有的财政收入还是选择发行债券来筹集建设资金?前一种选择,即通常所说的“现收现付”(pay-as-you-go)系统,得到了许多人的拥护,因为这样一来政府可以避免举债,也就没有任何的利息支出。但是,财政收入本身往往不足以支持耗资巨大的市政工程,而且不举债也就意味着白白放弃了市政债券免税的特权,所以具体的项目用什么方式筹资取决于多方面的综合考

虑。Smith(1990)对两种筹资方式进行了成本分析,归纳总结出了有利于“现收现付”和有利于发行债券的若干种情况。他认为如果存在下述情况的一种或多种,则应该优先考虑“现收现付”:1.在银行的实际利率较高的地区或时期;2.在经济发展平缓并且市政建设资金需求年度变化不大的地区;3.当出现特别的资金来源可以允许“现收现付”的;4.在预期财税收入不足以负担借贷成本的地区。而在出现如下几种情形时,发行公债则更为有利:1.新建的基建项目将扩展该地区的税基并将显著增加税收收入的;2.新建项目时间跨度过大,耗资过多,并将严重改变现有收支结构的;3.银行实际利率为负的。由于“现收现付”不涉及债券,不是本文的关注重点,所以下面将具体讨论政府发行市政债券的情况。

(二)市场运作流程

发行市政债券的过程一般包括4个步骤(Miller,1996)。第一步是选择债券的发行市场和发行方式:哪些投资人会认购这批债券?税务法律、经济周期和投资者的购买习惯会对债券的发行产生什么样的影响?根据对这些问题合理的预判来确定债券所针对的市场和应该采用的发行方式。第二步是根据选定的发行市场和发行方式来确定债券的结构,包括偿付期限、利息和招回条款等内容。第三步是确定关于此批债券和债券发行者的公示内容——需要公示哪些信息、如何向债券评级机构书面解释某些信息,等等。最后一步是确定债券的发行价格以及销售。

美国市政债券的发行方式主要有两种,一是传统的直接上市销售,二是通过金融中介(financial intermediaries)间接销售。由于美国发行市政债券的主体非常多样,既有庞大的州政府,也有规模很小的非营利性机构,而许多规模较小机构没有能力也不需要通过直接上市的办法从资本市场获取资金,因为这样做的成本太高。所以,美国大部分的市政债券都是通过中介代理(underwriting)的。充当这种中介的一般都是比较大的投资银行或其他金融机构,如高盛等。这些中介熟悉市场情况,富有操作经验,他们的介入可以大大提高发行市政债券的效率。在选择中介的时候,又出现了两种不同的方式:一种是公开竞标(bidding),另一种是协商销售(negotiated bond

sale)。毋庸讳言,竞标的方式透明度高、公开公正,但是协商销售的办法也有其自身的优势。事实上,许多小规模债券发行有十分明确的筹资对象,比如当地的保险公司、商业银行等等。在很多情况下,债券发行者可以与中介和潜在的购买者进行谈判,共同商定债券的各项条款。这样做虽然欠缺透明度,但是可以满足发行者和购买者双方的财务目标,并且减去了许多中间环节的麻烦。实证研究显示,在竞标者数目足够多的情况下,竞标方式更为高效;否则,协商销售的方式则更为经济(Kessel, 1971; Cook, 1982: 14-39)。目前看来,协商销售的办法在美国越来越普及,自1973年以来,无论是绝对数额还是在整个债市所占比例,协商销售的方式都有着稳定、大幅的增长(Braswell et al., 1983)。1987年第一季度,大约有79%的债券是通过协商销售的,而这一比例在1973年只有23%(McLoughlin, 1990)。McLoughlin(1990)分析了其中的原因,他认为有限责任债券(即收入债券)的流行是推动协商销售的一个重要原因。和普通责任债券不同,收入债券是以某项收入作为债券偿付的担保的,所以它不会引起政府税收的增加,而且在大多数的情况下,它也不需要召开听证会(public referendum)。相应的,协商销售一般也不需要像直接上市那样公示信息。这样一来,收入债券加上协商销售的组合就可以给债券发行者和购买者都带来很大的便利。通过共同议定的条款,双方不仅可以达到各自的财务目标,而且还可以有效地控制风险。特别是在证券市场波动很大的时期,政府比较倾向于采取协商销售的办法,因为这样做可以有效地规避利率浮动或政策变化等带来的不确定因素——虽然要付出比公开竞标更高的借贷成本。关于销售方式对借贷成本的影响有许多理论和实证的研究,但是到目前为止尚没有令人信服的结论,所以具体选择哪一种方式还要取决于发行者对多方面因素的综合考量以及他们自己的发行惯例或偏好。

债券的结构如何设计是一个复杂而且技术性很强的问题,首先需要明确的是发行过程中各方的参与者以及他们之间的相互关系。Hildreth(1993)对此做了分析研究:

图2中标明了债券发行的主要参与者,之间的连线表明了他们的相互关系。财政顾问(Financial Advisor)通常扮演着一个设计者与咨询者的角色。他们可以帮助债券的发行方(Issuer)完成计算发

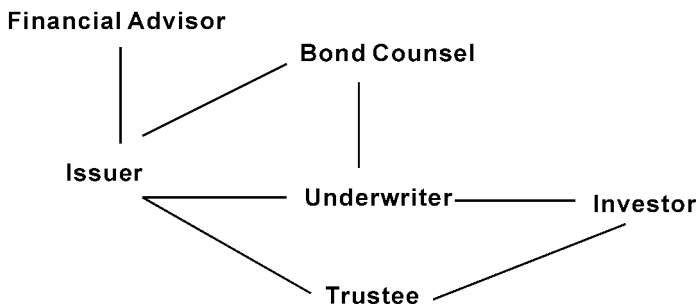


图2 美国市政债券发行的参与方与相互关系

行数额、选择发行时机、评估发行成本、向债券评级机构陈述等多达 11 项工作(Moak, 1982)。据 Mysak(1990)统计,美国大约有 80% 的公债发行者都雇用了财政顾问。有些时候,财政顾问的全部或部分工作是由债券代理商(underwriter)来完成的,但是这样的做法遭到了不少人的质疑,因为债券代理是最终为债券销售负责的一方,所以他们很难不偏不倚地为发行者提供专业的意见。债券代理主要扮演的是一个中介人的角色。他们以协商好的条件从发行者手中收购债券,再将这些债券上市销售,中间的差价就是他们赚取的利润。当然,很多时候债券代理商也会做一些咨询的工作,类似财政顾问;在公开竞标的情况下,他们又成为了市政债券的竞标者。债券议会(Bond Counsel)负责法律方面的咨询工作。与企业债券不同,市政债券涉及到许多政策和法律方面的因素,债券议会的中心任务就是保证债券符合美国的各项法律并能够获得免税的待遇。最后,信托人(trustee)的角色通常是由银行来扮演的。这些银行负责按时将债券的利息,或到期的本金从发行者账户转到债券购买人的账户。近些年来,银行这个信托人的职责又有了进一步的扩展,他们往往可以利用自身的信用为债券发行者提供有条件的信用增强(credit enhancement)。以上描述的只是发行市政债券的一般过程,但是具体的操作依每支债券发行都有所不同,比如有些债券的发行并不使用财政顾问。

除了上文已经提过的债券种类(收入债券、普遍责任债券等)和

债券发行方式之外,债券的结构设计还涉及以下一些重要的内容。

1. 附息的种类和数额。和所有的债券一样,市政债券也包含本金(principle)和付息(coupon)两部分。一般而言,本金是投资者购买债券所付出的代价。投资者购买债券后或者持有该债券按期(通常是半年)按照一个规定好的付息率(coupon rate)计算并领取付息,并在债券到期后领回本金,或者在市场上将债券转卖。所以,付息率的高低决定着债券发行人的借贷成本。实际上,目前在债券领域中已经发展出了许多创新的债券(innovations)。比如,零息债券(zero-coupon bond)就不支付任何付息,但作为补偿,投资者购买这类债券的价格低于票面价格。又比如,付息率也可以设计成根据市场利率变动的(variable rate),而不一定是固定的。另外,还可以在债券上附加招回条款(call option),这样一来,发行者可以在适当的时候收回全部或部分债券,而不必等到债券到期。所有这些变化给债券发行人的决策增加了很大的难度。

2. 预测债券收入(proceeds)和政府财政收入。债券收入是指债券发行者实际入账的收入。很显然,债券的总面值并不等于债券收入,因为发行者还要为发行的中间环节,比如代理商、财政顾问等等支付佣金。特别是债券的实际发行价格往往要受到不确定的市场因素的影响,所以最后的债券收入很难精确计算。相似的,作为债务发行人的政府也需要预测未来的收入水平,因为他们必须有足够的税收来偿付付息以及到期的本金。政府究竟有多少发行债券的能力?这个问题非常复杂,关于这方面的研究也才刚刚起步(Hildreth & Miller 2002)。

3. 是否使用信用增强。信用增强是近年来为了满足证券发行者对信用支持的需求而逐步发展起来的一种运作方式,它一般包括私人债券保险(private bond insurance)和银行担保(bank guarantees)。信用增强与信用评级密切相关,是近年来使用越来越多的一种方式,将在下一节详细叙述。

债券在正式发行之前,一般还需要进行公示。前文提到,1986年税法改革之前,市政债券主要的购买者是数量有限的大型金融机构,而1986年改革之后,个人理财工具持有市政债券的比例迅速加大。相对而言,个人投资者(或小型基金)缺乏大型金融机构那样的

专业知识和经验。所以,一份全面而公正描述债券及发行者情况的公示文件就显得尤为必要了。根据美国市政分析员联盟(National Federation of Municipal Analysts, NFMA)颁行的指导文件,公示应该包括下述主要内容:1. 债券发行者概述:发行主体的历史背景及概况、组织管理体制、相关经济人口数据等;2. 债券的条款:债券的性质、债券的发行期、资金用途等;3. 金融数据:债券发行人的税收政策、税收结构、年度金融报告制度和报表等。作为债券发行声明(Offer Statement)重要的一部分,债券公示应该最大程度地向投资者阐明债券的风险、债券发行人的信用等重要情况,并说服投资者购买。但实际上,许多公示文件或有意或无意地将信息和数据表述得非常复杂和隐讳,一般投资者很难通过公示准确判断债券的内在质量,而不得不去依靠债券的评级来了解债券的风险(Dorsey, 1996)。

(三)信用评级(credit rating)与信用增强(credit enhancement)

在一般投资者的心目中,市政债券一直都是一项风险很低的投资工具。但是近20年里屡次发生市政债券破产或濒临破产的情况让投资者逐渐改变了这种看法。一个简单的道理就是政府不可能有无限的财力用于偿付债券,所以市政债券不能还本付息的可能性总是存在的。正如AMBAC的CEO, Michael Satz所说过那样,“债券业再也不能像过去那样想当然地认为市政债券的发行主体是政府,所以它就永远是安全的”(Hawthorn, 1986)。对市政债券信心的衰减直接导致了投资者要求回报率(rate of return)的提高。不仅如此,投资者同时还对债券信息公开提出了更高的要求,原先的公示制度已经显得不足了。针对这种变化,市政债券的发行者采取的对策就是使用信用增强。为债券购买保险或者银行担保之后,投资者获得了额外的保护伞,风险大大降低,所以即使回报率较低,投资者也可以接受。简而言之,信用增强的作用就在于减小风险,降低债券发行成本。Roche(1985)发现,信用增强正被越来越多的发行主体,特别是中小发行主体所使用。至于是否要为债券购买信用增强,主要取决于购买的成本是否小于未来节约的利息支出(Feldstein, 1983)。

债券发行主体多种多样,他们的信用水平也千差万别。如同建

立个人信用记录一样,债券发行机构,包括政府和其他非政府组织,也需要建立这样一个信用系统。债券发行者的信用越好,投资者购买的风险就越小,随之要求的回报率也就越低;反之,投资者必然会要求更高的回报率作为风险的补偿。所以,债券发行主体的信用状况是投资者关注的一个重要信息。在美国,债券评级的工作是由两家独立的商业评级机构来进行的:穆迪(Moody's)和标准普尔(Standard & Poor's)。两家公司每隔一段时间公布一次信用等级,其评出的债券最高信用等级分别是AAA(穆迪)或Aaa(标准普尔)。通常认为,获得两家公司最高信用评级的债券风险非常小。由于穆迪和标准普尔为证券评级都是营利性行为,他们通常都会向债券发行者收取高额的服务费,所以有些学者认为这两家公司对债券,特别是小发行量的债券的评级并不十分可靠(Zonana & Hertzberg, 1981)。1983年,发生了华盛顿电力债券(WPPSS)破产的事件,而两家评级公司给债券的评级都是最高级。这样一来,投资者对信用等级的信任被进一步动摇。目前,许多证券顾问已经开始更多地关注债券本身的特点和发行者除信用等级以外的信息。但是,Ingram等(1983)的研究表明,在免税的市政债券市场,信用评级仍然是影响价格的一个重要因素。他分析说,政府和企业不同,许多与债券相关的信息要么难以搜集,要么代价太大。所以许多投资者还是不得不倚重穆迪或标准普尔的评分。Hsueh和Kidwell(1988: 46-53)的研究也得出了相似的结论,他们还进一步指出,当穆迪和标准普尔给出的评分一致时,对投资者的影响力最为显著。无论如何,信用评级是债券交易中的一个重要指标,它不仅为投资者提供直观的信息,而且也对发行者起到了很大的约束作用。

市政债券保险始于1971年。它的基本原理和普通保险类似:债券发行者为某债券向保险公司或其他金融机构投保,支付保费;接受投保的机构在发行者不能按时还本付息的情况下承担还付责任。如前所述,信用增强的作用是通过减小风险来节约债券发行人的利息开支,债券保险也不例外。据Kidwell等(1987)估算,购买了保险的债券平均要比无保险的债券节省利息率达22.5个基点。但是,具体每支债券节约多少利息还要受到其他因素的影响。比如说,信用好的发行者比信用差的发行者节约的利息要少一些。购买保险的债

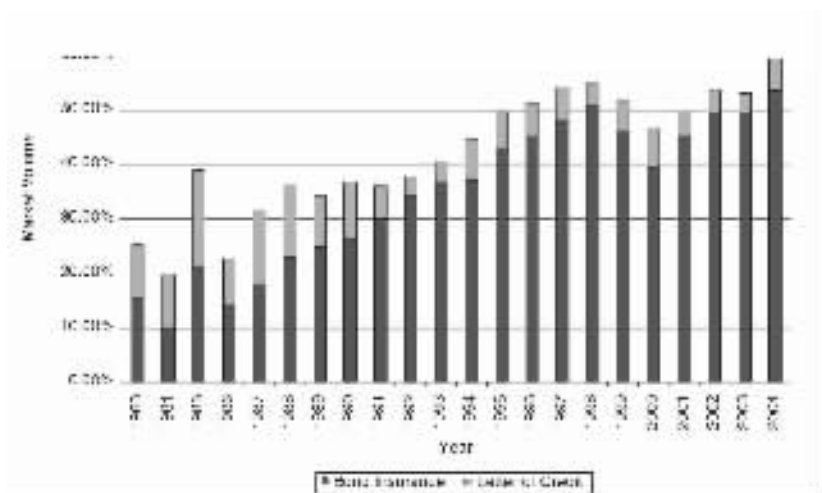


图 3

券可以自动获得穆迪和标准普尔的最高评级——AAA,但是同为AAA评级,有保险的债券一般要比没有保险的债券付出的利息高,因为投资者会认为没有保险的AAA债券本身的信用度要好一些(Feldstein, 1983)。一般而言,有保险的AAA债券与未保险的AA或A债券利息率相仿。保险的另外一个好处是它能够促进小型债券的销售。许多小型债券不被投资者所知,因而也就很难售出。通过购买保险,小型债券可以大大增强投资者对自身的信心,因而得以正常销售。在这种情况下,保险起到了信息指示的作用(signaling effect)(Kessel, 1971; Rubinfiled, 1973)。当然,一些学者对保险的节约功能和信息指示作用持不同的意见(Hsueh & Liu, 1990: 691 - 700)。相对而言,对市政债券的定量研究还十分缺乏,很多重要的问题目前还不十分清楚。银行担保的原理与债券保险类似,只不过收取担保费和承担责任的机构变成了银行。因为承接担保的银行一般要为投保者提供一份信用证(Letter of Credit, LOC),所以这种方式也被称为信用证担保。从图3可以看出,信用证担保和债券保险的份额相比还是少了很多(Hildreth & Miller, 2002)。与债券保险不同的是,银行通常只提供5至10年的担保,而不是全程担保。银行担保到期后,债券发行者通常可以与银行协商担保延期。如果协商不成,还可以通过其他的条款来保护投资人的利益,比如另一家银行的

担保,或者提前强制兑付(Petersen,1991:11-28)。和债券保险的情况一样,担保银行本身的信用度是投资者的一个重要的考量。再者,购买银行短期担保的长期债券的风险要比购买全程保险的债券的风险大一些。近些年来,为了防范破产的风险,债券业在实际操作中创造出了许许多多促进销售、规避风险的办法。这些办法实际的效果如何还有待进一步研究。

总 结

美国公债制度经过一百多年的不断发展和改革已经成长为一个比较成熟的体系了。19世纪末20世纪初的美国处于快速上升时期,各行各业迅速发展,经济建设日新月异。正是这样的大背景推动了对市政基础设施建设的大量需求,也催生了发行公债的制度。今天的中国与当年的美国在经济发展方面有着诸多相似之处。尤其是,今天的我们也面临着美国人当年同样面临的问题:如何筹集市政建设所需的巨额资金?虽然美国的公债制度也存在这样那样的缺点,但它的确在很短的时间内为地方政府解决了资金的问题,使大量公路、桥梁、学校等公共设施得以兴建,促进了经济的发展。因而,美国公债制度的经验与教训值得我们批判性地学习和借鉴。本文对美国公债制度做了简要的介绍与分析,现总结归纳如下:

(一)美国发行公债的基本逻辑是为了维护财政的稳定性和隔代公平,换言之就是用明天的钱办明天的事而不是搜空今天的口袋去办明天的事。今天的美国是一个“债台高筑”的国家,美国人也给许多人留下了习惯于“寅吃卯粮”的印象,但事实并不完全如此。美国自建国一直到19世纪末一直是一个在财政上非常保守的国家,增加税收和举债一直是政府非常忌讳的话题。除了美国内战时期,美国政府一直保持着收支平衡,几乎从不借债,而税收也保持在一个相当低的水平。直到今天,美国的大部分州对公债的问题仍然十分保守,不仅设定了相对于当地财政非常低的上限,而且还严格限制了公债资金等等。美国联邦政府累积债务的绝对数额虽然庞大,但是相对于美国的经济总量来说还是完全在控制范围内的。可以说,美国一直是一个对公债十分谨慎而负责的国家。美国的经验表明,政

府借债不仅不可怕,而且适当适量的借债还有利于经济的发展。如果发行公债为国家和社会带来的利益远远大于借贷的成本,那我们何乐而不为呢?

(二)美国公债市场的正常运行是以及时的立法和严格的执法为保障的。虽然美国是个联邦制国家,各州政府享有独立的立法和司法权,但是在公债发行的问题上,美国的国税局和全国性的行业机构如证监会(Securities and Exchange Commission, SEC)、政府财长联合会(Government Finance Officers Association, GFOA)一直起着主导作用。回顾美国公债一百多年来的历史,关于公债的立法与改革几乎每隔几年就会有一次。公债市场是不断变化发展的,因而政府和立法机构必须及时捕捉到异常的情况并及时地通过法律来改正错误的行为和引导正确的实践。《1986年法案》取消差价债券就是一个很好的例子。

(三)和许多其他的行业一样,美国的公债从一开始就是以市场为主导的。公债的销售、担保、交易等环节基本上都是在公开的证券市场上进行的,债券的价格也由市场决定。这样做的好处是非常明显的:为了获得投资者对债券的青睐,债券发行人必须尽力提供信息和优惠的价格。许许多多的债券发行者在同一个市场上竞争资本,优胜劣汰,最后剩下的都是那些管理最优、效率最高、信用最好的发行者。虽然一些小的市政债券发行者直接和潜在购买者协商销售,并不通过市场,但这种情况所占的比例不大,并不影响市场对整个债市的导向作用。

(四)美国人一直崇尚“小政府”的理念,这一点在公债制度上也有所体现。联邦政府虽然一直对美国公债市场施以相当严密的监管,但它却把许多重要的职责下放给独立的中介机构或私营公司来完成。最好的一个例子是债券的信用评级。按理说,信用评级这样的工作完全可以由政府设立的专门机构来进行,但是这样做的必然结果就是扩大政府规模,增加政府的财政负担;相反,让独立的机构,比如穆迪和标准普尔,来完成这项工作可以为政府节约行政成本,而且因为机构与机构之间存在竞争,所以它们的工作效率也更高。此外,各债券发行人的财务状况审核通常也是由独立的会计或审计公司来完成的。

(五)公债市场的规范操作依赖于整个证券市场的健康与有序的发展。从美国的经验来看,公债市场的法律、实践、创新等几乎所有的环节都稍稍滞后于企业债券和股票市场。事实上,很多金融交易中的问题都是首先在股票或企业债券领域首先被发行并得到解决的。美国的金融体系经过多年经营已经发展得相当完备了,商业银行、保险公司、投资银行等大的金融机构积极参与并影响着整个市场的运行。如果没有这一整套成熟的体系,公债市场的存在与顺利运作是很难想象的。比如,如果没有保险公司和银行的参与,信用增强就无从谈起了;又比如,如果没有证券代理商的存在,许多中小债券发行者恐怕也很难再通过发公债的方式来筹资了。

(六)美国公债制度最大的教训在于放任旷日持久的关于免税待遇的争论。由于历史和文化的的原因,美国政府和国会一直对市政债券的免税问题表现出模棱两可的态度。这样造成的后果就是免税政策的反反复复,不仅费时费力,而且也给投机者留下了机会,给国家带来了损失。如果国家从一开始就对免税采取一个明确而坚定的态度,后来的许多麻烦都可以避免。

在公共行政学中,公债一直是一个较少被研究的领域,许多重要的、有着很大现实意义的问题至今尚不是很清楚,比如:政府债务数额的多少是由哪些因素决定的?如何定量地估算在什么情况下应该使用税收,又在什么情况下应该发行公债?如何应对债务管理中的不确定因素,比如未来经济增长水平、人口、利率等等?信用评级对债券的付息率和价格到底有什么样的影响?如何计算一个地方政府有多少偿付能力?如何加强对公债发行的控制和监管,杜绝不负责的和投机性的举债?希望本文能够抛砖引玉,以使有关公债的种种问题早日得到解答。

参考文献

Anthony, B. F. (1989). Preserving the Federal-State-Local Partnership: The Role of Tax-Exempt Financing. In Miller, G. J. Ed. *Handbook of Debt Management*. New York: Marcel Dekker, Inc.

Braswell, R. C., Nosari, E. J. & Sumners, D. L. (1983). A Comparison of the True Interest Costs of Competitive and Negotiated

Underwritings in the Municipal Bond Market : A Note. *Journal of Money , Credit and Banking* , 15(1) :102 - 106.

Cook , T. Q. (1982). Determinants of Individual Tax-Exempt Bond Yields : A Survey of the Evidence. *Economic Review Federal Reserve Bank of Richmond* 68 :14 - 40.

Dorsey , T. A. (1996). The Objectives of Municipal Disclosure : Epitomizing the Issuer 's Credit Quality. In Miller , G. J. Ed. *Handbook of Debt Management*. New York : Marcel Dekker , Inc.

Feldstein , M. (1983). *The Municipal Bond Handbook* , 1 (III) : 340 - 353. Homewood : Dow Jones - Irwin.

Fortune , P. (1996). Municipal Debt Finance : Implications of Tax - Exempt Municipal Bonds. In Miller , G. J. Ed. *Handbook of Debt Management*. New York : Marcel Dekker , Inc.

GAO. (1988). State Practices for Financing Capital Projects. In Miller , G. J. Ed. *Handbook of Debt Management*. New York : Marcel Dekker , Inc.

Graham , D. W. , Shinn , P. L. & Petersen , J. E. (1989). *State Revolving Funds under Reform*. CIFA Monograph No. 2. Washington : The Council of Infrastructure Financing Authority.

Hildreth , W. B. & Miller , G. J. (2002). Debt and Local Economy : Problems in Benchmarking Local Government Debt Affordability. *Public Budgeting & Finance* ,(22) 4 : 99 - 113.

Hildreth , W. B. & Zorn , C. K. (2005). The Evolution of the State and Local Government Municipal Debt Market over the Past Quarter Century. *Public Budgeting & Finance , Silver Anniversary Edition*.

Hsueh , L. P. & Kidwell , D. S. (1988). Bond Ratings : Are Two Better than One ? *Financial Management* , 17(1) 46 - 53.

Hsueh , L. P. & Liu , Y. A. (1990). Should All Tax - Exempt Borrowers with Investment - Grade Quality Acquire Credit Ratings. *Journal of Risk Insurance* , 57(4) 691 - 700.

Ingram , R. W. , Brooks , L. D. & Copeland , R. M. (1983). The Information Content of Municipal Bond Rating Changes : A Note. *Journal of Finance* , 38(3) 997 - 1003.

Joint Tax Committee(JTC) (1983). Blue Book Explanation of TEFRA Changes Affecting Tax - Exempt Obligations , *Municipal Finance Journal* 4 (1) 56 - 91.

- Kessel , R. (1971). A Study of the Effects of Competition on the Tax – Exempt Bond Market. *Journal of Political Economy* , 79(4) :706 – 737.
- Lemov , P. (1989). The Municipal Bond Market after Tax-Reform. In John M. Ed. *Capital Projects : New Strategies for Planning , Management , and Finance*. Washington : International City Management Association : 135 – 147.
- McLoughlin , T. (1990). Choosing an Underwriter for a Negotiated Bond Sale. In Miller , G. J. Ed. *Handbook of Debt Management*. New York : Marcel Dekker , Inc.
- Miller , G. J. (1996). Stability and Turnover in Self-Serving Debt Networks. In Miller , G. J. Ed. *Handbook of Debt Management*. New York : Marcel Dekker , Inc.
- Moak , L. (1982). *Municipal Bonds : Planning Sale and Administration*. Chicago : Government Finance Officers Association.
- Peterson , J. E. (1988). The Municipal Bond Market in a Changing Economy. *Public Budgeting & Finance* , 8(4) :22 – 34.
- Petersen , J. E. (1991). Innovations in Tax Exempt Instruments and Transactions. *National Tax Journal* , 44(4) :11 – 28.
- Roche , P. B. (1985). Use of Municipal Bond Insurance Gaining Among Small Insurers. *Wall Street Journal* , 13th Jan. :15.
- Rubinfeld , D. (1973). Credit Ratings and the Market for General Obligation Municipal Bonds. *National Tax Journal* , 26(1) :17 – 27.
- Sill , D. K. (1996). Managing the public debt. In Miller , G. J. Ed. *Handbook of Debt Management*. New York : Marcel Dekker , Inc.
- Smith , B. (1990). The Pay-As-You-Go Concept in Municipal Financing. In Miller , G. J. Ed. *Handbook of Debt Management*. New York : Marcel Dekker , Inc.
- Whicker , M. L. (1996). Federal Deficits and Financing the National Debt. In Miller , G. J. Ed. *Handbook of Debt Management*. New York : Marcel Dekker , Inc.
- Zimmerman , D. (1990). *The Private Use of Tax-Exempt Bonds*. Washington : The Urban Institute Press.
- Zonana , V. S. & Hertzberg , D. (1981). Moody ' s Dominance in Municipal Markets is Slowly Being Eroded. *Wall Street Journal* , 1.

(责任编辑 : 马骏)