

# 中国城投债市场制度环境与地方关系承销研究<sup>①</sup>

余峰燕<sup>1</sup>, 李温玉<sup>2\*</sup>, 梁琪<sup>2</sup>

(1. 天津大学管理与经济学部, 天津 300072; 2. 南开大学经济学院, 天津 300071)

**摘要:** 近年来, 不断累积的地方政府债务问题受到广泛关注, 其中, 城投债是重要组成部分. 对城投债承销市场的“属地性”现象及其经济后果进行研究, 发现: 第一, 地方关系承销的城投债利差较小, 且用债券评级调整度量其质量后发现, 该类债券不存在质量优势, 说明地方关系承销城投债更可能侵害投资者利益, 存在“利益冲突”效应; 第二, 采用区域管辖权与股权两个维度刻画地方政府与承销商的关系强度, 发现地方关系强度越大, 地方关系承销效应越强; 第三, 从空间、时间两个角度刻画制度环境变化, 发现高的地方政治不确定性, 从内部削弱了地方政府的干预动机, 有效缓解了地方关系承销的“利益冲突”效应; 2015年地方政府债务改革对地方关系承销净效应无显著影响. 此外, 地方关系承销城投债多发于地方市场化程度较高、财税收入对城投债本金覆盖率较低的地区. 为监管当局提高承销商独立性、加快地方政府债务市场化改革提供了理论基础与经验证据.

**关键词:** 地方关系承销; 制度环境; 城投债; 利益冲突

**中图分类号:** G21; G32; O16 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2020)08-0078-23

## 0 引言

近年来, 中国地方政府债务问题引起各界广泛关注. 一方面, 2008年次贷危机以来, 地方政府债务的“爆发式增长”成功推动了中国实体经济复苏; 另一方面, 快速累积的地方政府债务风险, 与影子银行、房地产市场风险交织在一起, 成为威胁我国金融系统稳定的重要问题. 据《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案》统计, 截至2015年底, 我国地方政府担负偿还责任的债务总计16万亿元. 地方政府“财权事权失衡”的财政分权体制改革<sup>[1-3]</sup>, 扭曲的官员晋升考核机制<sup>[4, 5]</sup>, 以及非常经济环境<sup>[6, 7]</sup>是推动我国地方政府债务快速积累的主要原因. 在我国地方政府债务快速增长背后, 日渐积聚的结构性偿债风险和期限错配导致的流动性风险也开始引起监管部门高度重视<sup>[8]</sup>. 2014年底, 中央政府开始

从存量债务(如何清偿现有债务)与流量债务(如何规范后续举债)两个层面对地方政府债务问题进行改革. 存量债务方面, 2015年5月以来, 财政部先后开展了3批次、总规模3.2万亿元的地方债置换计划, 用长期、低息的地方政府债务置换短期、高息的地方政府债务; 流量债务方面, 通过融资渠道的引导, 中央政府试图借助“市场机制”来规范地方政府融资行为并约束其过度举债冲动, 并使债券市场成为未来消化增量债务的主要渠道. 典型的2015年颁发《预算法》鼓励地方政府以地方债的方式向债券市场融资.

可见, 债券市场能否成功疏导地方政府债务已成为关系我国未来经济增长、金融稳定的重中之重. 然而, “市场”能否解决“政府”问题, “市场”自身效率是关键. 完善的市场机制有助于规范和根本上消化地方政府债务问题; 反之, 市场欠

<sup>①</sup> 收稿日期: 2017-08-24; 修订日期: 2019-11-05.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71872127; 71790594; 71532009).

通讯作者: 李温玉(1994—), 女, 山西临汾人, 博士生. Email: liwenyu123@mail.nankai.edu.cn

成熟情形下,地方政府债务问题可能只是暂时被“引流”到“市场”,一旦排解不利甚至可能对“市场”自身效率产生不良影响。这是因为区别于成熟市场,第一、我国市场受政府影响较大,政府很难被真正视作普通市场参与者对待;第二、我国地方政府除了拥有行政管辖者、资金需求者两重身份,更是很多地方金融机构所有者。那么“政府”以多重市场参与者身份渗透“市场”,会对“市场”产生怎样影响?目前,国内学者虽然对地方政府债务问题的讨论由来已久,如一部分探讨地方政府隐性担保、地方官员更换、财政转移支付以及预算软约束等因素对地方政府债务的影响<sup>[5,7,9-12]</sup>,另一部分研究考察地方政府债务对地区经济增长及国债等其他市场的作用<sup>[13-15]</sup>。但鲜有研究从“关系承销”视角系统探讨地方政府介入城投债承销市场对债券市场效率带来的影响。对上述问题的探讨,有助于监管部门从市场角度客观评估与正确疏导地方政府债务问题,也有助于为“关系”在商业与金融领域的合理运用提供理论基础与经验证据。

对“关系承销”的研究,始于20世纪末全球主要市场重启的金融混业改革。而中国于2001年放松金融分业管制,2018年中国银监会与保监会两会合并,标志着我国金融混业改革也进入关键阶段。在金融混业的背景下,由于金融机构可以涉足各类金融业务,“承销商独立性”或“关系承销”问题成为实务界和学术界广泛争论的焦点。现有关系承销的研究集中于对承销双方“债权关系承销”、“股权关系承销”、“连续承销”、“经纪业务关系承销”问题的探讨<sup>[16-24]</sup>。而中国地方政府以多重身份介入市场催生了特殊的关系承销形式——地方关系承销(local relationship underwriting)。理论上,在承销市场,全国性的大规模投资银行具有较高声誉,能提供高质量的承销服务<sup>[25]</sup>。然而,据笔者统计,在我国城投债承销市场,1/6以上的发行人会选择归属同一行政区域、规模相对较小的当地承销商为其提供承销服务。城投债承销市场这种明显的“属地性”特征与“地方关系承销”密切相关。地方关系承销是指承销商与发行人之间的承销关系缔结或承销业务开展受到了背后同一地方政府的重要影响,这里的影响既可以是权益控制,也可以是行政管辖<sup>[26]</sup>。

针对地方关系承销的经济后果,存在两种截然相反的观点。传统的“价值鉴证”观认为关系承销的缔结能通过缓解市场信息不对称,提高承销商价值鉴证的质量,提高市场资源配置效率<sup>[16-17,19,27]</sup>。地方政府的多重身份使其积累了大量企业软信息<sup>[28]</sup>,这有助于地方关系券商获得信息优势,提高“价值鉴证”能力。“利益冲突”观则认为关系承销商若利用私有信息谋求私利,将引致利益冲突,损害市场效率。“利益冲突”存在两种方式:第一种强调道德风险,认为关系承销商会以虚假评价发行人质量等方式侵害投资者利益<sup>[16]</sup>;第二种强调逆向选择,指关系承销商以吸引潜在客户为目的,利用对发行人的信息垄断优势压低证券发行价格,进而侵害发行人利益<sup>[20]</sup>。地方政府官员出于社会福利和个人晋升目的,有强烈动机竞争全国性资金<sup>[29,30]</sup>,因而可能引致第一种“利益冲突”。与此同时,制度环境可能影响地方关系承销净效应。本文从空间维度(地方政治不确定性)与时间维度(2015年地方政府债务改革)理论上分析并实证考察制度环境对地方关系承销净效应的影响。

鉴于此,利用2008年~2016年我国发行的3451只城投债样本,考察城投债市场的地方关系承销问题及其经济后果。在以下几个方面拓展了已有文献:第一,丰富并拓展了“关系承销”研究。始于Puri<sup>[16]</sup>的经典文献,大量研究集中探讨了承销商与发行人之间存在的直接或间接的债权、股权以及连续承销等关系对承销质量的影响<sup>[19-23]</sup>。结合中国特殊的制度背景,把地方政府关系纳入到“关系承销”研究框架。与此同时,区别于之前研究专注于市场机制分析,从时间与空间两个维度考察制度环境对地方关系承销净效应的影响,极大地丰富该研究领域。第二,有助于厘清地方政府干预地方债务发行市场的动机与机制。打开地方关系承销的黑箱子,通过考察券商、发行人股权结构与组织距离信息,综合地方政府区域管辖权和股权两个层面,从发行人、地方政府、承销商3方去界定地方承销关系并刻画地方关系密度。研究发现“利益冲突”效应集中于地方政府是承销商实际控制人的情形。最后,首次从城投债承销市场切入,从微观层面系统考察拥有区域管辖者、资金需求者和地方金融机构关联方多

重身份的地方政府在直接融资市场中的行为及其带来的经济后果。研究结论为监管者提高承销商独立性、以有效方式推进地方政府债务的市场化改革提供了理论基础与经验证据。

## 1 制度背景、文献综述与理论分析

### 1.1 城投债市场的出现与历史演进

我国1994年经济体制改革,客观上导致地方政府“财权与事权失衡”<sup>②</sup>,资金供求矛盾频现。而这一矛盾在官员晋升和任期机制交互影响下进一步恶化。一方面,由于官员晋升与地方经济绩效挂钩,加之信息不对称性,地方官员热衷于用投资大、可量化的“资源密集型”政绩工程向上级政府传达政绩信号<sup>[31,30]</sup>。另一方面,官员任期一般远小于投资项目期限,债务偿还需跨越几届政府<sup>[5]</sup>,这会增加现任官员道德风险,强化过度投资冲动。换言之,现任地方官员能从举债投资中获益却不用在离任后承担后续偿债任务,官员晋升机制的扭曲与追责机制的缺失进一步扩大了地方政府资金供求矛盾。

那么,日渐严峻的地方政府资金缺口如何解决?1995年的《中华人民共和国预算法》明确规定地方政府不能发行地方政府债券。为绕开监管,地方政府纷纷通过财政拨款或注入土地、股权等资产形式设立“地方投融资平台”,间接为市政建设募集资金<sup>[32]</sup>,而城投债是地方投融资平台募集资金的主要形式<sup>[33]</sup>。城投债与地方政府的紧密关系体现在资金使用与债务偿还两方面。资金使用方面,城投债筹集的资金主要用于城市基础设施或公共事业建设等,其募集资金投向体现地方政府意志。偿债资金来源方面,鉴于城投债投资项目回报周期长、利润率低,项目产生的现金流无法完全覆盖城投债还本付息资金需求,地方政府往往通过划拨土地、赋予特殊经营权、回购建成项目等

形式给予地方投融资平台财政补贴,以帮助城投债按期偿债<sup>[11,34]</sup>。因此,地方政府在城投债市场中扮演着重要角色,既是城投债实际发行人,又是城投债市场的监管主体、地方金融机构的所有者与管理者,地方政府的多重身份一定程度上解释了城投债市场中的地方关系承销现象。

为规避监管,长期以来地方政府对地方投融资平台债务通常采用隐蔽的表外登记形式,地方政府融资大环境的改善是在2008年次贷危机之后。2008年全球次贷危机爆发,中国经济增速放缓,为刺激经济,中央政府首次打破地方政府不得自行举债的禁令,地方政府债务开始“井喷”式增长<sup>③</sup>。据国家审计署数据统计,截止2013年6月底,地方政府债务总额达到10.9万亿元,但其中不足1/3由地方政府通过银行贷款等直接举债获得,更多的则是通过地方投融资平台这种间接、不透明的融资形式获得。诚然,城投债的“井喷”式发展在一定程度上缓解了地方政府的资金压力,然而,在城投债繁荣的背后,“云南城投”事件等持续上演的城投债风波也向人们敲响了警钟。在此背景下,中央政府开始对地方政府债务问题进行改革。2015年初发行的《预算法》放松了地方政府发行债券的限制,并鼓励地方政府由银行借款转向债券市场融资。与此同时,国家发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(后面简称“43号文”)及后续一系列文件规范城投债市场,要求地方投融资平台逐渐去政府化、剥离新增城投债与地方政府信用关系,提高财务盈亏的硬约束。那么,地方政府通常以哪种形式介入城投债市场,在城投债承销与发行市场发挥了怎样作用?地方政治不确定性以及2015年的地方政府债务改革又会对地方政府在城投债市场的作用产生什么影响?本文对上述重要问题进行了考察。

图1统计了我国2008年~2016年历年城投债发行及地方关系承销情况。我国城投债可以在

② 1985年之前,我国地方政府分享了大部分财税收入,而中央政府承担了大部分财政支出。以1980年为例,中央政府仅获得政府财税总收入的13%,却承担了55%的财政支出,由此产生的中央财政赤字主要依赖地方政府的转移支付资金来解决<sup>[8]</sup>。这种财税制度不仅削弱了中央对地方的影响,而且导致地方政府之间的税基恶性竞争。1994年我国经济体制改革重点围绕财政分权、财政包干和分税制。前两项改革赋予地方政府财政支配权,但同时要求地方政府承担地方就业、治安、教育、养老等责任。分税制改革使得财权重心上移,而事权重心下移。

③ 2010年~2013年地方政府债务年均增长率高达20%<sup>[8]</sup>。为了应对金融危机,中央不惜打破保持了16年之久的地方政府不得自行举债的禁令,在2009年和2010年连续两年每年代发2000亿元地方债<sup>[3]</sup>。但这只占地方融资很小一部分。

企业债市场、公司债市场以及中期票据市场发行。企业债市场由发改委负责审核,一般发行管制较严,审核期限较长,且对募集资金用途和使用有较明确限制。而公司债市场与中期票据市场,市场化程度较高,要求作为发行主体的地方投融资平台“去平台”。

由图 1 可知,第一,2008 年~2016 年,我国共发行城投债 3 470 只,其中企业债 1 968 只(占 56.71%),公司债 228 只(占 6.57%),中期票据共 1 274 只(占 36.71%)。次贷危机后,我国城投债呈爆发式增长,2012 年~2014 年城投债发行数量年均增幅高达 144.34%。第二,在城投债市场中地方关系承销现象比较普遍,自 2008 年以来,地方关系承销比率一直维持在 1/6 左右。

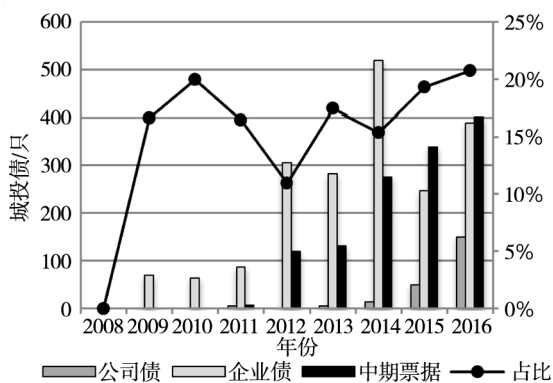


图 1 城投债样本分布及地方关系承销占比

Fig. 1 Distribution of municipal bonds and the ratio of local relationship underwriting

## 1.2 地方关系承销文献综述与理论分析

长期以来,“承销商独立性”问题受到学术界广泛关注。最近,随着国际主要市场先后进入金融混业经营时代,国内银、保监会合并进一步明确了允许金融机构涉足多类金融业务的改革方向,金融混业经营改革背景下的“关系承销”问题更是成为实务界和学术界争议的焦点。过去几十年里,大量研究探讨了关系在承销市场中的作用,学者们考察了承销商与发行人之间的债权债务关系、股权关系、过去承销关系、过去经纪业务关系对承销商选择以及承销结果的影响<sup>[16, 17, 19, 20, 22, 24, 35, 36]</sup>。根据信息不对称理论,关系有助于私有信息传递,降低信息生产成本和提高信息生产效率,所以关系是有价值资产<sup>[16]</sup>。而利益冲突理论认为,金融机构会利用关系培育过程中获得的客户私有信息“锁定”客户,攫取信息垄断租金<sup>[20, 36]</sup>或促使承销双方

合谋侵占第三方利益,如市场投资者利益<sup>[16]</sup>。

地方关系承销是地方政府干预承销市场产生的重要的关系承销形式之一。地方关系承销的影响表现在“价值鉴证”和“利益冲突”两个方面。

一方面,关系承销获得的信息优势能借助规模效应降低承销商生产信息的边际成本,提升尽职调查的可信度,从而提高承销商鉴别证券价值的的能力<sup>[16, 17, 19, 26, 27, 38]</sup>称之为“价值鉴证”效应。就地方关系承销而言,地方政府在行政管辖或以股东身份参与企业运营的过程中积累了大量企业软信息<sup>[28]</sup>,这有助于政府关联券商甄别发行人质量。与此同时,城投债市场中的名义发行人——地方投融资平台,按照地方政府意志设立,并依赖地方政府的财政拨款等方式偿债<sup>[3]</sup>,很多情况下地方政府即为城投债的实际发行人。地方关系承销中发行人私有信息的传递依赖背后地方政府的信息优势,而在城投债市场,地方政府拥有行政监管者、资金需求者和承销商关联方的多重身份。那么理论上,城投债发行人私有信息在地方关系承销市场中的传递环节减少,关系承销商掌握的发行人私有信息更可靠,因此其“价值鉴证”效应更明显。

另一方面,承销商若滥用发行人私有信息优势,并借此从事自利交易,将引致利益冲突,称之为“利益冲突”效应。利益冲突具体分为两种:第一种强调道德风险,指关系承销商联合发行人侵害投资者利益。典型的,如债权债务关系承销商通过虚假评价发行人质量,把低质量客户引入资本市场<sup>[16]</sup>;股权关系承销商通过高估上市公司价值以获得股权投资的超额收益<sup>[17, 39]</sup>。就地方关系承销而言,地方政府出于政治或社会目的介入承销市场可能扭曲金融机构微观经济行为,进而损害市场投资者利益。第二种强调逆向选择,指关系承销商为吸引自己潜在客户、扩大市场份额,利用对发行人的信息垄断优势压低证券发行价格,侵害发行人利益<sup>[20]</sup>。1994 年分税制改革扩大了地方政府的资金缺口,在此背景下,为缓解地方资金供求矛盾,地方政府积极投身到全国性资金的跨区域竞争<sup>[40, 41]</sup>。出于地方福利或官员晋升的考虑,地方政府官员会采取各种办法帮助当地企业上市,以竞争全国性资金<sup>[29, 30]</sup>。具体方法包括:通过增加财政补贴等手段提升拟上市地方企业的业绩<sup>[41]</sup>;通过向地方审计机构施压改善当地上市公

司的审计意见<sup>[42]</sup>;动用地方政府对关联券商的行政影响力,为地方企业顺利IPO保驾护航。Jia和Zhang<sup>[43]</sup>的研究间接证实了上述观点,他们发现由地方政府关联券商承销的上市公司股票发行后业绩与盈利能力较差。总之,地方政府在城投债市场的多重身份,使其对城投债承销市场的行政干预动机更强,潜在的利益冲突也可能更大。

### 1.3 制度环境对关系承销的影响分析

关系承销的净效应会受到外部环境的影响。除了学者们广泛讨论的承销商声誉与竞争等外部市场机制<sup>[44]</sup>之外,对于地方关系承销而言,制度环境更是重要的影响因素。本文利用地方政治不确定性与2015年地方政府债务改革,分别考察空间与时间维度的制度环境对地方关系承销净效应的影响。

对地方政治不确定性而言,一方面,地方政治不确定性可能通过削弱地方政府的干预动机和能力影响地方关系承销净效应。从地方政府官员干预动机角度,地方官员更换导致地方政治不确定性增高,地方官员仕途发展的不确定性相应上升。一则地方官员在换届过渡期出现个人业绩与当地社会福利分离的现象,二则地方官员在任期已满时倾向降低工作效率,以规避失误风险<sup>[5]</sup>,因而地方官员干预承销市场的动机下降。从地方政府干预效率角度,在政治权力转移或政策执行的过渡期,政府不同层级官员之间、政府与市场之间的协作与默契程度下降,致使政府行政效率降低,干预城投债发行的能力被削弱。因此,地方政治不确定性的增高,降低了地方政府干预市场的动机和能力,进而削弱地方关系承销净效应。另一方面,地方政治不确定性的上升可能提高关系作用,增强地方关系承销净效应。Martin等<sup>[45]</sup>指出当企业面临更大不确定性时,关系的作用会增强,因为关系有利于信息传递及对信息的准确解读。Krishnan等<sup>[46]</sup>也指出以信任为基础的关系治理有助于缓解环境不确定性对企业的负面影响。在本文研究框架下,当地区政治不确定性较高时,地方关系可能有利于关系方获取并更准确解读政治环境变化信息,也有助于承销商更准确地鉴证发行人的价值以及评估所处地方政治环境变化可

能带来的影响。

对于地方政府债务改革而言,2015年前后实施的一系列地方政府债务改革措施,能够通过影响地方政府干预动机和承销市场信息不对称性,进而作用于地方关系承销净效应。从地方政府干预角度来看,一方面,地方政府债务改革要求城投平台剥离政府融资、弱化政府隐性担保,如果政策得到严格执行,地方政府的干预动机会被限制与削弱,地方关系承销效应减弱。另一方面,如改革的疏导机制不足以解决地区发展旺盛的资金需求,地方政府干预债券市场的动机依然存在,甚至会强化。这是因为:首先,2015年地方政府债务改革后城投债发行量有增无减,而投融资平台盈利能力有限、自身偿债能力较弱,完全脱离政府隐性担保并不现实<sup>④</sup>。其次,地方政府受制于地方债发行的限额管理、银行贷款间接融资渠道的额度限制,在显性债务融资额度不能满足实际资金缺口的情况下,城投债隐性融通地方政府债务需求的功能仍然存在。最后,城投债的政策监管目前经历了先紧后松再紧的过程,从整个监管历程与监管实践来看,地方政府隐性担保从未被完全封堵<sup>⑤</sup>。总之,2015年地方政府债务改革可能并未显著改变地方政府干预动机和能力,不会影响地方关系承销净效应。从承销市场信息不对称角度,一方面,2015年前后实施的一系列地方政府债务改革要求提高披露发行人、项目信息的深度与广度,这有助于降低信息不对称性。另一方面,改革也提高了承销商进行债券鉴证所需信息体量和获取信息的难度。如地方政府隐性担保不确定性增加,改革后地方投融资平台自身财务特征、城投项目盈利能力、存量债务被纳入地方政府性债务的概率、城投平台与地方政府关系的亲疏成为评定城投债资质的重要因素,而在公开市场关于这几类要素可靠、有效的信息非常有限。鉴于我国承销商声誉约束机制尚不完善<sup>[47,48]</sup>,承销商缺乏动机大幅追加尽调成本以促进信息生产。当鉴证证券质量所需信息数量和复杂程度的增加超过承销商信息生产

④ 如据Wind数据,2016年城投债发行总额增长40.5%,而2016年城投债发行人的盈利能力下降14.6%,偿债能力也并未实质改善。

⑤ 从担保政策看,2014年后地方政府违规出具“承诺函”的现象仍然存在。如2016年11月国务院办公厅发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》并未完全“堵死”违规担保,该文件规定2014年后地方政府可对违规担保债务依法承担适当民事赔偿责任,上限为债务人不能清偿部分的1/2。

成本的提高幅度时,改革之后债券市场的信息透明度不增反降.研究表明市场信息不对称性增高会恶化独立承销商的证券鉴证能力,扩大独立承销商与关系承销商的执业质量差异<sup>[17]</sup>,提高关系资本在承销市场中的价值<sup>[19]</sup>.

综上 2015 年实施的地方政府债务改革可能通过地方政府干预动机、承销市场信息透明度两条渠道,影响地方关系承销净效应.

## 2 研究设计与数据来源

### 2.1 地方关系承销的界定

综合考虑发行人、地方政府、承销商三者关系,确定地方关系承销样本(见图 2).地方政府与承销双方(发行人或承销商)关系缔结有两种形式.第一,地方政府拥有行政管辖权,即发行人或承销商注册地在同一地方政府辖区内.第二,地方政府持有股权,按照股权重要性可进一步分为两种情形:地方政府是企业主要股东或者是实际控制人.当城投债的发行人和主承销商同时与地方政府拥有关系时,就认定为地方关系承销样本.鉴于地方投融资平台一般由当地政府建立、与当地政府均存在股权与管辖关系,简化起见,本文假定地方政府与发行人存在一致关系.因此,本文将地方关系承销样本界定的重点放在承销商与地方政府的关系甄别上.在假定同期地方政府与发行人关系一致的前提下,地方政府与承销商的关系越紧密,则地方关系密度越大.由此划分了 3 类地方关系承销关系,关系由亲到疏依次是:地方政府是承销商的实际控制人(第 3 类)、地方政府是承销商的主要股东(第 2 类)、地方政府对承销商具有区域行政管辖权(第 1 类).

本文以“11 永州债”为例来说明地方关系承销样本的界定过程(参见图 3).“11 永州债”的债务主体是永州市城市建设投资发展有限责任公司,其实际控制人是湖南省永州市人民政府.该城投债的主承销商是财富证券有限责任公司,而该证券公司隶属于湖南省人民政府控股的国有独资公司——湖南财信投资控股有限责任公司<sup>⑥</sup>.因

此,根据地方关系承销界定规则,将该样本认定为地方关系承销样本.本文共获得城投债样本 3 451 个,根据上述确认标准,得到地方关系承销样本 600 个,占城投债样本的 17.38%.地方关系承销样本分布参见表 1.由表 1 可知,在地方承销市场,拥有当地政府股权背景的承销商的市场份额达到 80% 以上(56.33% + 24.17%),而具有更高承销商声誉的全国性券商在这类细分市场中的份额仅 11.33%,民营券商市场竞争力更弱.这些数据初步说明当地政府在地方承销市场中的重要作用.

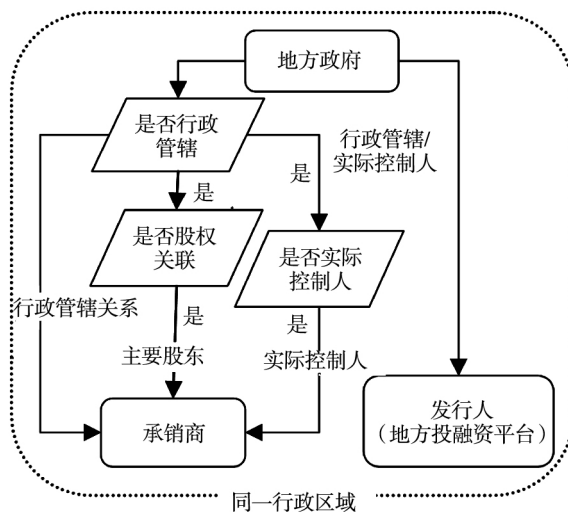


图 2 三类地方关系承销界定

Fig. 2 Definition of three types of local relationship underwriting

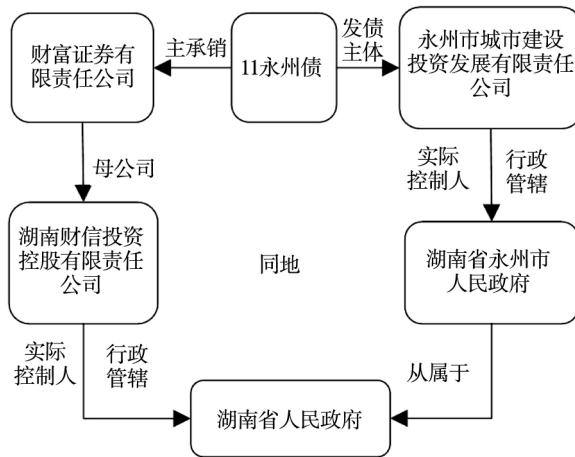


图 3 “11 永州债”

Fig. 3 11 Yongzhou bond

⑥ 本文以省级行政区域为界定范围确定地方政府关系.

表1 地方关系承销样本统计

Table 1 Statistics of local relationship underwriting samples

根据关系密度 分类	地方政府与承销商关系						总计
	同地且存在股权关系		同地但不存在股权关系				
	实际 控制人	主要 股东	承销商类型及其主要股东/实际控制人				
			区域国有 证券公司	全国国有 证券公司	民营 证券公司	其他 证券公司	
其他地方政府			中央国资委 /央企	民营企业/ 个人	股权分散/ 无实际控制人		
假定地方政府与 发行人关系一致	338	145	21	68	7	21	600
	56.33%	24.17%	3.5%	11.33%	1.17%	3.50%	100.00%

2.2 研究模型和方法

本文因变量( $Y_{it}$ ) 分别采用信用利差  $Spread_{it}$  和信用评价下降  $Rating\_Down_{it}$  来替代. 借鉴 Puri<sup>[16]</sup>、Kang 和 Liu<sup>[20]</sup> 的研究,  $Spread_{it}$  为城投债与同期国债票面利率的差值, 可以反映债券定价水平<sup>⑦</sup>;  $Rating\_Down_{it}$  刻画城投债质量, 借鉴 Kang 和 Liu<sup>[20]</sup> 的研究, 选用债券发行5年内出现债项评级或主体评级下调作为债券质量下降的代理变量.

$Relationship_{it}$  是代表地方关系承销的变量. 界定了3种地方关系承销类型: 承销商与地方政府存在行政管辖关系 ( $Relationship1_{it}$ ), 地方政府是承销商的主要股东 ( $Relationship2_{it}$ ) 以及地方政府是承销商实际控制人 ( $Relationship3_{it}$ ).

制度环境 ( $Insti\_Environment$ ), 空间维度用地方政治不确定替代, 时间维度用地方政府债务改革衡量. 具体而言, 参考 Julio 和 Yook<sup>[49]</sup>、罗党论和余满国<sup>[5]</sup> 利用地方官员更替刻画政治不确定性, 当债券发行当年或前1年城投平台所在地级市出现市长及市委书记同时变更时,  $Political\_Uncertainty_{it}$  为1, 否则为0<sup>⑧</sup>; 当债券发行晚于

2015年1月1日(流量债务改革政策“43号文”发布和新预算法生效)时,  $Policy2015_{it}$  取1, 否则为0.

控制变量考虑有省级 ( $Local$ ) 与地市级 ( $City$ ) 地方因素、发行人因素 ( $Firm$ )、承销商因素 ( $Underwriter$ ) 以及债券因素 ( $Bond$ ) 4 大类. 发行人因素中,  $F\_Issue\_Amount_{it-1}$  是本次债券发行前发行人累积发行城投债的金额与其资产规模的比值<sup>⑨</sup>. 承销商因素中,  $U\_Succession_{it-1}$  是反映承销连续性的虚拟变量, 若主承销商之前承销过该企业发行的债券或股票,  $U\_Succession_{it-1}$  取1, 否则为0<sup>[19]</sup>.  $U\_Reputation_{it-1}$  是承销商声誉, 选用承销商的市场份额作为声誉的代理变量, 即当承销商发行前3年平均主承销金额在该类债券承销市场排名前5%时  $U\_Reputation_{it-1}$  取1, 否则为0<sup>[50]</sup><sup>⑩</sup>. 债券因素中, 考虑到3类城投债的发行市场中监管主体、发行人和承销商的资质存在差异, 设置哑变量  $B\_Type\_MTN_{it}$  和  $B\_Type\_CB_{it}$  来区分3个城投债发行市场.

具体控制变量参见表2.

⑦ 本文采用以下两个步骤匹配同期国债利率. 第一步, 借鉴 Puri<sup>[16]</sup> 的研究, 匹配1个月内(30天)发行的期限最接近的国债. 由于我国国债发行次数较少且2013年之前短期国债鲜有发行, 把同期限定为匹配的国债与相应城投债的期限差不超过1年. 第二步, 对于未匹配成功的城投债, 进一步借鉴 Kang 和 Liu<sup>[20]</sup> 的研究, 选取距城投债发行日期最近的两期国债, 利用插值法计算特定期限国债的隐含收益率. 也通过把同期限定为匹配的国债与相应城投债的期限差不超过6个月、2年、3年做稳健性检验, 核心结论未发生根本性变化.

⑧ 考虑债券发行前1年地方官员更替情况是因为据笔者统计我国债券发行准备周期平均210天以上. 因此, 债券发行前1年的地方官员更替直接影响债券发行与定价情况.

⑨ 本文仅统计企业债、公司债和中期票据城投债的累积发行金额.

⑩ 考虑到不同类型债券的发行市场、承销机构存在差异, 本文区分公司债、企业债与中期票据市场计算承销商声誉.

表 2 变量定义与说明  
Table 2 Variable definition and description

类型	变量名称	变量说明
因变量	$Spread_{it}$	信用利差, 债券收益率与同期国债票面利率之差(%)
	$Rating\_Down_{it}$	债券发行 5 年内出现主体评级下调或债项评级下调取 1, 否则为 0
核心自变量	$Relationship1_{it}$	地方关系承销存在时取 1, 否则取 0
	$Relationship2_{it}$	地方政府是承销商主要股东为 1, 否则为 0
	$Relationship3_{it}$	地方政府是承销商实际控制人为 1, 否则为 0
	$Relationship\_Intensity_{it}$	债券发行当年年末券商股份中地方国有股权所占比例
制度环境	$Political\_Uncertainty_{it}$	地方政治不确定性, 当债券发行当年/上 1 年城投平台所在地级市出现市长/市委书记变更时为 1, 否则为 0
	$Policy2015_{it}$	地方政府债务改革, 债券发行在 2015 年 1 月 1 日“43 号文”发布和新预算法生效) 之后为 1, 否则为 0
地方特征	$City\_GDP\_Growth_{it-1}$	债券发行上 1 年债务主体注册地级市的 GDP 增长率
	$City\_LnFiscal_{it-1}$	债券发行上 1 年债务主体注册地级市的人均公共财政收入(元) 并取自然对数
	$Local\_Bond_{it-1}$	债券发行上 1 年债务主体注册省份新增城投债规模与税收收入之比
	$Local\_Index_{it-1}$	债券发行上 1 年债务主体注册省份的市场化指数
	$Local\_Province_{it-1}$	地方投融资平台级别的虚拟变量, 当地方投融资平台为省级平台时为 1, 否则为 0
	$Local\_BigCity_{it-1}$	债券发行人注册地在北京、上海、广州和深圳时为 1, 否则为 0
发行人特征	$F\_LnAsset_{it-1}$	企业发债上 1 年年末的资产规模, 用企业资产(万元) 的自然对数进行调整, 并按 CPI 统一折算到 1990 年价格以消除通胀影响。
	$F\_Leverage_{it-1}$	企业发债上 1 年年末资产负债率, 用负债与资产之比替代
	$F\_LnAge_{it-1}$	企业成立年限(年) 取自然对数替代。
	$F\_ROA_{it-1}$	企业发债上 1 年资产收益率, 用净利润与资产之比替代
	$F\_Issue\_Amount_{it-1}$	债券发行前累积发行城投债规模, 用本次发行前累积发行城投债金额与发行上 1 年年末企业资产规模的比值替代, 金额按 CPI 统一折算到 1990 年价格
主承销商特征	$U\_Reputation_{it-1}$	承销商声誉, 当承销商发行前 3 年平均主承销金额在该类债券发行市场排名前 5% 时为 1, 否则为 0
	$U\_LnAge_{it-1}$	承销商成立年限, 用发债日期与券商注册日期之差(年) 的自然对数替代。
	$U\_Succession_{it-1}$	承销连续性, 若主承销商之前承销过该公司的债券或股票则认为有连续承销关系记为 1, 否则为 0
债券特征	$B\_LnAmount_{it}$	募集资金规模, 公司募集资金(万元) 的自然对数, 为剔除通胀影响将募集资金按 CPI 统一调整到 1990 年价格
	$B\_LnM_{it}$	发行期限(年) 取自然对数
	$B\_Rating_{it}$	债项评级, 当债项评级为 AAA 时取 1, 否则为 0
	$B\_Type\_MTN_{it}$	中期票据, 城投债为中期票据计为 1, 否则为 0
	$B\_Type\_CB_{it}$	公司债, 城投债为公司债券时计为 1, 否则为 0
	$B\_Put_{it}$	债券附加条款中含回售条款取 1, 否则取 0
	$B\_Call_{it}$	债券附加条款中含提前偿还条款取 1, 否则取 0
$B\_Secured_{it}$	债券附加条款中含增信措施, 包括第三方担保和抵/质押两种类型取 1, 否则取 0	

构建两个基础模型

定价及质量。

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_{Relat} Relationship_{it} + \sum_{n=1}^k \beta_{Control}^n Controls_{it}^n + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1) 考察地方关系承销如何影响城投债

$$Y_{it} = \gamma_0 + \gamma_{Relat} Relationship_{it} + \gamma_{Insti} Insti\_Environment_{it} + \gamma_{Relat\_Insti} Relationship_{it} \times Insti\_Environment_{it} + \sum_{n=1}^k \gamma_{Control}^n Controls_{it}^n + \delta_{it} \quad (2)$$



模型(2)在模型(1)的基础上加入制度环境变量,以考察制度环境(地方政治不确定性与地方政府债务改革)对地方关系承销净效应的影响。现有研究“关系承销”效应有3种模式,第一,专注证券质量<sup>[43]</sup>,第二,仅考察证券价格<sup>[16]</sup>,第三,综合考量证券质量与证券价格<sup>[20,26]</sup>。鉴于此,从城投债定价与证券评级下降两个维度来考察地方关系承销效应,这有助于分析地方关系承销证券定价是否与质量相匹配。

在稳健性检验部分,进一步采用倾向得分匹配法(PSM)解决券商发行人的选择偏差问题。

### 2.3 样本选取与数据来源

公司特征数据(包括公司注册信息、发债当年财务数据、历史证券发行信息、前10大股东信息、发债后信用评级变更信息)、债券特征数据(包括筹集资金规模、期限、票面利率、发行市场、附加条款、发行后评级变更信息)、国债发行数据和主承销商声誉基础数据(即历年主承销债券金额)来自Wind数据库。地方官员更替基础数据来自国泰安数据库,并经整理。地方特征数据(各省历年税收收入、各省新增城投债金额、各地级市GDP增长率、各地级市人均GDP、各地级市公共财政收入)、历年CPI数据来自Wind数据库,缺失部分参考国家统计局网站和各省财政厅发布的年度预算决算报告补全。地区市场化程度数据取自樊纲等<sup>[51]</sup>的《中国分省份市场化指数报告(2016)》。对券商注册地、主要股东持股比例及实际控制人信息,作者从两个途径获得:其一,对于已上市的券商,主要参考中国经济金融数据库

(CCER)和Wind数据库,并参照其历年年报补全数据;其二,对于未上市券商,从公司官网、历年年报、中国证券业协会网站获取信息,并手工整理。

表3是变量描述性统计结果。由表3可知,3451只城投债样本中,由高声誉券商承销的样本占18.2%,由地方关系券商承销的样本占17.4%,且31.5%的样本为连续承销。利差均值为2.438%,且介于0.15%与6.38%之间。此外,约36.7%的城投债发行当年或上1年存在地方官员更替,约45.3%的城投债发行于国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》之后。地方特征方面,44.4%的城投债由省级平台发行,8.2%的城投债发行人地处北京、上海、广州、深圳。发行人注册省份当年新增城投债占税收收入比重平均为34.9%,同时,发行人注册地级市债券发行上1年的GDP增速介于-41.0%至39.7%。发行人特征方面,平均而言,发行人资产规模为105.622亿元,发债时已成立约12年,资产收益率为2.8%,资产负债率为49.4%,而其累积发行城投债金额占资产的份额仅为3.5%。债券特征方面,城投债平均募集资金规模为2.709亿元,期限约为6年。城投债样本中,高评级(为AAA)债券占16.7%,附加条款中含回售条款的占15%、含提前偿还条款的占48.1%,约23.7%的城投债是抵押、质押或第三方担保债券。结合城投债类别指标,样本中56.7%为企业债,36.9%为中期票据,6.4%为公司债券,表明地方投融资平台主要在企业债市场发行债券。

表3 变量描述性统计结果

Table 3 Descriptive statistics for variables

	变量	观测数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
因变量	$Spread_{it}(\%)$	3 451	2.438	2.420	1.033	0.150	6.380
	$Rating\_Down_{it}$	3 451	0.051	0.000	0.221	0.000	1.000
核心变量	$Relationship1_{it}$	3 451	0.174	0.000	0.379	0.000	1.000
	$Relationship2_{it}$	3 451	0.140	0.000	0.347	0.000	1.000
	$Relationship3_{it}$	3 451	0.098	0.000	0.297	0.000	1.000
	$Relationship\_Intensity_{it}$	3 451	0.059	0.000	0.177	0.000	0.985
制度环境	$Political\_Uncertainty_{it}$	3 451	0.367	0.000	0.482	0.000	1.000
	$Policy2015_{it}$	3 451	0.453	1.000	0.498	0.000	1.000

续表 3

Table 3 Continues

	变量	观测数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
地方特征	$City\_GDP\_Growth_{it-1}$	3 451	0.104	0.093	0.064	-0.410	0.397
	$City\_LnFiscal_e$	3 451	8.613	8.673	0.783	1.053	10.184
	$Local\_Bond_{it-1}$	3 451	0.349	0.284	0.227	0.004	1.073
	$Local\_Index_{it-1}$	3 451	7.554	7.460	1.753	0.620	9.950
	$Local\_Province_{it-1}$	3 451	0.444	0.000	0.496	0.000	1.000
	$Local\_BigCity_{it-1}$	3 451	0.082	0.000	0.274	0.000	1.000
发行人特征	$F\_Asset_{it-1}/\text{亿元}$	3 451	105.622	44.027	244.640	2.742	4 242.212
	$F\_LnAsset_{it-1}$	3 451	13.159	12.995	1.060	10.219	17.563
	$F\_Leverage_{it-1}$	3 451	0.494	0.506	0.175	0.003	0.923
	$F\_Age_{it-1}$	3 451	12.338	11.000	6.540	1.000	64.000
	$F\_LnAge_{it-1}$	3 451	2.367	2.398	0.564	0.000	4.159
	$F\_ROA_{it-1}$	3 451	0.028	0.025	0.021	-0.120	0.214
	$F\_Issue\_Amount_{it-1}$	3 451	0.036	0.017	0.044	0.000	0.391
	$U\_Reputation_{it-1}$	3 451	0.182	0.000	0.386	0.000	1.000
主承销商特征	$U\_Age_{it-1}/\text{年}$	3 451	16.589	16.833	6.593	0.296	32.951
	$U\_LnAge_{it-1}$	3 451	2.699	2.823	0.530	-1.218	3.495
	$U\_Succession_{it-1}$	3 451	0.315	0.000	0.464	0.000	1.000
	$B\_Amount_{it}/\text{亿元}$	3 451	2.709	2.301	1.761	0.184	24.081
债项特征	$B\_LnAmount_{it}$	3 451	10.035	10.044	0.594	7.518	12.392
	$B\_M_{it}/\text{年}$	3 451	6.246	7.000	1.673	2.000	15.000
	$B\_LnM_{it}$	3 451	1.795	1.946	0.277	0.693	2.708
	$B\_Rating_{it}$	3 451	0.167	0.000	0.373	0.000	1.000
	$B\_Type\_MTN_{it}$	3 451	0.369	0.000	0.483	0.000	1.000
	$B\_Type\_CB_{it}$	3 451	0.064	0.000	0.244	0.000	1.000
	$B\_Put_{it}$	3 451	0.150	0.000	0.357	0.000	1.000
	$B\_Call_{it}$	3 451	0.481	0.000	0.500	0.000	1.000
	$B\_Secured_{it}$	3 451	0.237	0.000	0.425	0.000	1.000

注:  $F\_Asset_{it-1}$  为企业发债当年年初的资产规模,  $B\_Amount_{it}$  为企业募集资金规模, 而  $F\_LnAsset_{it-1}$  与  $B\_LnAmount_{it}$  为以上变量的对数调整, 为保持区分度, 该处金额单位为万元。

### 3 实证结果和分析

#### 3.1 地方关系承销对城投债利差的影响

表 4 报告了地方关系承销对城投债利差的影响, 第 1 至第 3 列分别检验 3 种地方关系承销类型的效应。根据表 4 发现: 第一,  $Relationship1_{it}$ ,  $Relationship2_{it}$  和  $Relationship3_{it}$  的估计系数均显著为负, 且均在 1% 统计水平上显著, 说明地方关系券商承销的城投债的债券收益显著低于一般城投债; 第二, 一些地方特征也会显著影响城投债利差, 一方面, 地方市场化水平 ( $Local\_Index_{it-1}$ ) 越高, 则城投债利率越低。这可能是因为较高的地方市场化水平, 意味着地方金融市场繁荣、法律制度健全, 这有助于保障债券履约、增加地方信用

程度, 从而降低当地城投债融资成本<sup>[34]</sup>。另一方面, 地方人均财政收入越高 ( $City\_LnFiscal_{it-1}$ )、地方投融资平台行政级别 ( $Local\_Province_{it-1}$ ) 越高, 城投债利差较低。这说明良好的地方财力状况能降低城投债信用风险, 进而降低城投债利差<sup>[10]</sup>。第三, 发行人特征会影响债券利差, 发行人资产规模越大, 城投债利差越低。最后, 债项特征也会显著影响债券利差, 具体而言: 1) 债券发行规模越大、债项评级越高, 则债券流动性风险和违约风险越低, 债券利差越低; 2) 相对于企业债, 城投债中公司债和中期票据的利差显著更低, 这可能是因为公司债和中期票据发行机制更加灵活、市场化程度更高, 且中期票据特有“逆向询价”制度<sup>①</sup>, 有利于降低债券融资成本; 3) 提前偿还条款赋予发行人在债券到期前偿还

① 投资银行先去征求潜在投资者对发行价格、期限等条款的意见, 然后再依据这些意见发行相应的中期票据, 即以投资人需求而非筹资人需求作为起点。

的选择权,投资者会相应要求更高报酬;4) 需要抵押、担保等增信措施的债券往往是高风险债券,因此其利差更高,该结论支持了Hale和 Santos<sup>[52]</sup>的观点.

表4 地方关系承销对城投债利差的影响

Table 4 Effect of local relationship underwriting on the spread of municipal bonds

变量	Spread <sub>it</sub>		
	1	2	3
Relationship1 <sub>it</sub>	-0.098*** (-2.76)		
Relationship2 <sub>it</sub>		-0.103*** (-2.77)	
Relationship3 <sub>it</sub>			-0.134*** (-3.19)
City_GDP_Growth <sub>it-1</sub>	0.231 (0.86)	0.228 (0.85)	0.223 (0.83)
City_LnFiscal <sub>it-1</sub>	-0.071** (-2.15)	-0.068** (-2.09)	-0.069** (-2.11)
Local_Bond <sub>it-1</sub>	0.068 (0.74)	0.076 (0.83)	0.080 (0.87)
Local_Index <sub>it-1</sub>	-0.040*** (-3.36)	-0.041*** (-3.39)	-0.041*** (-3.37)
Local_Province <sub>it-1</sub>	-0.162*** (-3.33)	-0.163*** (-3.36)	-0.165*** (-3.40)
F_LnAsset <sub>it-1</sub>	-0.103*** (-3.52)	-0.103*** (-3.53)	-0.104*** (-3.57)
F_Leverage <sub>it-1</sub>	-0.149 (-1.26)	-0.150 (-1.26)	-0.147 (-1.23)
F_LnAge <sub>it-1</sub>	0.029 (0.89)	0.027 (0.83)	0.027 (0.83)
F_ROA <sub>it-1</sub>	-0.655 (-0.86)	-0.711 (-0.93)	-0.755 (-0.99)
F_Issue_Amount <sub>it-1</sub>	-0.580 (-1.41)	-0.576 (-1.40)	-0.586 (-1.42)
U_Reputation <sub>it-1</sub>	-0.046 (-1.30)	-0.044 (-1.25)	-0.046 (-1.30)
U_LnAge <sub>it-1</sub>	0.012 (0.46)	0.011 (0.42)	0.011 (0.41)
U_Succession <sub>it-1</sub>	0.023 (0.86)	0.022 (0.79)	0.024 (0.88)
B_LnAmount <sub>it</sub>	-0.123*** (-4.10)	-0.122*** (-4.07)	-0.120*** (-3.99)
B_LnM <sub>it</sub>	-0.006 (-0.08)	-0.011 (-0.14)	-0.010 (-0.13)
B_Rating <sub>it</sub>	-0.485*** (-8.38)	-0.484*** (-8.38)	-0.484*** (-8.40)
B_Type_MTN <sub>it</sub>	-0.212*** (-2.97)	-0.211*** (-2.97)	-0.223*** (-3.13)
B_Type_CB <sub>it</sub>	-0.416*** (-5.08)	-0.421*** (-5.15)	-0.412*** (-5.03)
B_Put <sub>it</sub>	-0.023 (-0.35)	-0.020 (-0.30)	-0.020 (-0.31)
B_Call <sub>it</sub>	0.165** (2.33)	0.167** (2.36)	0.167** (2.36)
B_Secured <sub>it</sub>	0.089** (2.38)	0.090** (2.39)	0.090** (2.40)
截距项	是	是	是
年度固定效应	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
N	3 451	3 451	3 451
R <sup>2</sup>	0.717	0.717	0.718

注: \*、\*\*和\*\*\* 分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著;括号中是稳健标准误调整后的t统计量.

### 3.2 地方关系强度对城投债利差的影响

表5 报告了地方关系强度对城投债利差的影响.

本文采用两种方法度量关系强度,其一

整体关系强度方面,通过“发债企业-地方政府-债券”

商”三者关系,设置了 3 种强度逐渐加深的地方关系承销变量  $Relationship1_{it}$ 、 $Relationship2_{it}$ 、 $Relationship3_{it}$  分别表示地方政府拥有对券商行政管辖权(即同地)、同地且与券商有股权关联、同地且是券商实际控制人 3 种情况. 通过在模型中两两或同时加入  $Relationship1_{it}$ 、 $Relationship2_{it}$ 、 $Relationship3_{it}$  来刻画整体关系强度的增加. 以

$Relationship1_{it}$  与  $Relationship3_{it}$  同时进入模型为例,表 5 回归第 2 列中  $Relationship3_{it}$  表示控制地方政府行政管辖关系的影响后,地方政府拥有券商最终控制权对债券定价的影响. 其二,对于股权关系强度,利用变量  $Relationship\_Intensity_{it}$  来反映地方政府拥有承销商的股份比重,从而刻画地方政府与承销商的股权关系的加强.

表 5 地方关系强度对城投债利差的影响

Table 5 Effect of local relationship intensity on the spread of municipal bonds

变量	$Spread_{it}$			
	整体关系强度			股权关系强度
	1	2	3	4
$Relationship1_{it}$	-0.062 (-0.64)	-0.021 (-0.38)	-0.055 (-0.57)	
$Relationship2_{it}$	-0.032 (-0.32)		0.058 (0.48)	
$Relationship3_{it}$		-0.109* (-1.68)	-0.135* (-1.74)	
$Relationship\_Intensity_{it}$				-0.216*** (-2.88)
$City\_GDP\_Growth_{it-1}$	0.279 (0.98)	0.272 (0.96)	0.272 (0.96)	0.268 (0.94)
$City\_LnFiscal_{it-1}$	-0.077** (-2.28)	-0.076** (-2.28)	-0.077** (-2.30)	-0.079** (-2.34)
$Local\_Bond_{it-1}$	0.064 (0.68)	0.071 (0.75)	0.069 (0.73)	0.076 (0.80)
$Local\_Index_{it-1}$	-0.040*** (-3.31)	-0.040*** (-3.28)	-0.040*** (-3.27)	-0.040*** (-3.30)
$Local\_Province_{it-1}$	-0.146*** (-2.95)	-0.148*** (-2.98)	-0.148*** (-2.98)	-0.145*** (-2.94)
$F\_LnAsset_{it-1}$	-0.089*** (-2.87)	-0.091*** (-2.91)	-0.091*** (-2.91)	-0.092*** (-2.96)
$F\_Leverage_{it-1}$	-0.147 (-1.20)	-0.144 (-1.17)	-0.144 (-1.17)	-0.154 (-1.26)
$F\_LnAge_{it-1}$	0.040 (1.17)	0.039 (1.14)	0.040 (1.17)	0.040 (1.18)
$F\_ROA_{it-1}$	-0.338 (-0.42)	-0.402 (-0.50)	-0.389 (-0.48)	-0.395 (-0.49)
$F\_Issue\_Amount_{it-1}$	-0.558 (-1.31)	-0.567 (-1.33)	-0.569 (-1.34)	-0.558 (-1.31)
$U\_Reputation_{it-1}$	-0.048 (-1.32)	-0.050 (-1.37)	-0.051 (-1.39)	-0.049 (-1.35)
$U\_LnAge_{it-1}$	0.000 (0.02)	-0.000 (-0.00)	0.000 (0.01)	0.000 (0.01)

续表 5  
Table 5 Continues

变量	$Spread_{it}$			
	整体关系强度			股权关系强度
	1	2	3	4
$U\_Succession_{it-1}$	0.008 (0.27)	0.009 (0.30)	0.010 (0.34)	0.007 (0.25)
$B\_LnAmount_{it}$	-0.131*** (-4.10)	-0.129*** (-4.03)	-0.129*** (-4.03)	-0.131*** (-4.10)
$B\_LnM_{it}$	-0.063 (-0.81)	-0.064 (-0.83)	-0.063 (-0.81)	-0.065 (-0.83)
$B\_Rating_{it}$	-0.484*** (-7.79)	-0.483*** (-7.80)	-0.484*** (-7.81)	-0.483*** (-7.80)
$B\_Type\_MTN_{it}$	-0.274*** (-3.68)	-0.284*** (-3.81)	-0.286*** (-3.82)	-0.278*** (-3.75)
$B\_Type\_CB_{it}$	-0.482*** (-5.72)	-0.476*** (-5.65)	-0.474*** (-5.58)	-0.478*** (-5.69)
$B\_Put_{it}$	0.012 (0.19)	0.014 (0.21)	0.012 (0.19)	0.014 (0.22)
$B\_Call_{it}$	0.199*** (2.74)	0.200*** (2.76)	0.199*** (2.75)	0.202*** (2.79)
$B\_Secured_{it}$	0.094** (2.47)	0.094** (2.48)	0.094** (2.48)	0.095** (2.51)
截距项	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
$N$	3 451	3 451	3 451	3 451
$R^2$	0.705	0.705	0.705	0.705

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著;括号中是稳健标准误调整后的t统计量。

从表5发现,随着地方关系强度的增加,地方关系承销对城投债利差的净效应增强。整体来看,如果地方政府仅对券商具有行政管辖权(地方关系强度最弱),这类券商承销的城投债利差与其他城投债不存在显著差异;如果地方政府在行政管辖权的基础上还是券商的主要股东(地方关系强度居中),这类券商承销城投债的利差将有所降低,但降幅并不显著;然而,如果地方政府在行政管辖权的基础上还是券商的实际控制人(地方关系强度最大),这种地方关系承销能进一步显著降低城投债利差。在股权关系内部,股权关系强度的提高能显著降低城投债利差。该研究结论支持了学者们关于承销关系强度的观点:关系强度

会强化关系承销效应。如Kang和Liu<sup>[20]</sup>发现,债权关系强度越大<sup>⑫</sup>,债权关系承销提高债券利差的效应越强。其他控制变量对城投债利差的影响与前文类似,限于篇幅,此处不再赘述。

### 3.3 地方关系承销对城投债质量的影响

为进一步确定地方关系承销对城投债发挥的净效应,将检验地方关系承销对城投债质量的影响。作为固定收益证券,债券违约与否可作为债券质量的代理变量。鉴于我国城投债鲜有违约事件发生,借鉴Kang和Liu<sup>[20]</sup>的研究,选用债券发行5年内出现债项评级或主体评级下调作为债券质量下降的代理变量<sup>⑬</sup>。表6报告了地方关系承销对城投债质量的影响。结果显示,3类地方关系承销

⑫ 债权关系强度用债券发行前发行人负债中来自其商业银行承销商的贷款的比率(商业银行贷款的总额/发行人负债总额)来度量。

⑬ 值得注意的是,城投债发行后5年内出现债项评级或主体评级下调的债券共177个,占样本总数(3 451)的5.13%。评级下调样本较少可能低估地方关系承销与非地方关系承销城投债的质量差异。

表 6 地方关系承销对城投债质量的影响

Table 6 Effects of local relationship underwriting on the quality of municipal bonds

变量	Rating_Down <sub>it</sub>		
	1	2	3
<i>Relationship1<sub>it</sub></i>	-0.183 (-1.22)		
<i>Relationship2<sub>it</sub></i>		-0.174 (-1.09)	
<i>Relationship3<sub>it</sub></i>			-0.150 (-0.88)
<i>City_GDP_Growth<sub>it-1</sub></i>	-1.424* (-1.72)	-1.442* (-1.75)	-1.437* (-1.74)
<i>City_LnFiscal<sub>it-1</sub></i>	-0.066 (-0.81)	-0.063 (-0.77)	-0.062 (-0.77)
<i>Local_Bond<sub>it-1</sub></i>	-0.455 (-1.44)	-0.433 (-1.38)	-0.434 (-1.39)
<i>Local_Index<sub>it-1</sub></i>	-0.037 (-1.08)	-0.039 (-1.13)	-0.041 (-1.19)
<i>Local_Province<sub>it-1</sub></i>	-0.074 (-0.50)	-0.077 (-0.52)	-0.081 (-0.54)
<i>F_LnAsset<sub>it-1</sub></i>	-0.015 (-0.16)	-0.015 (-0.17)	-0.015 (-0.17)
<i>F_Leverage<sub>it-1</sub></i>	-0.078 (-0.18)	-0.076 (-0.17)	-0.077 (-0.17)
<i>F_LnAge<sub>it-1</sub></i>	0.311*** (2.87)	0.308*** (2.85)	0.305*** (2.82)
<i>F_ROA<sub>it-1</sub></i>	1.729 (0.66)	1.553 (0.60)	1.543 (0.59)
<i>F_Issue_Amount<sub>it-1</sub></i>	0.045 (0.03)	0.077 (0.06)	0.083 (0.06)
<i>U_Reputation<sub>it-1</sub></i>	0.033 (0.27)	0.040 (0.34)	0.046 (0.39)
<i>U_LnAge<sub>it-1</sub></i>	0.107 (1.28)	0.105 (1.26)	0.106 (1.27)
<i>U_Succession<sub>it-1</sub></i>	-0.173 (-1.45)	-0.178 (-1.50)	-0.176 (-1.48)
<i>B_LnAmount<sub>it</sub></i>	0.053 (0.45)	0.054 (0.45)	0.054 (0.45)
<i>B_LnM<sub>it</sub></i>	0.294 (1.28)	0.287 (1.25)	0.285 (1.25)
<i>B_Rating<sub>it</sub></i>	-0.058 (-0.30)	-0.065 (-0.34)	-0.066 (-0.34)
<i>B_Type_MTN<sub>it</sub></i>	-0.759*** (-2.95)	-0.754*** (-2.93)	-0.758*** (-2.95)
<i>B_Type_CB<sub>it</sub></i>	-0.316 (-1.34)	-0.322 (-1.38)	-0.320 (-1.37)
<i>B_Put<sub>it</sub></i>	-0.115 (-0.45)	-0.109 (-0.43)	-0.107 (-0.42)
<i>B_Call<sub>it</sub></i>	-0.154 (-0.58)	-0.150 (-0.57)	-0.149 (-0.57)
<i>B_Secured<sub>it</sub></i>	0.046 (0.37)	0.049 (0.39)	0.048 (0.39)
截距项	是	是	是
年度固定效应	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
N	3 429	3 429	3 429
伪 R <sup>2</sup>	0.302	0.302	0.302

注: \*、\*\*和\*\*\* 分别表示在 10%、5%和 1% 的统计水平上显著; 括号中是稳健标准误调整后的 t 统计量。

的估计系数均在统计上不显著,说明地方关系承销并不影响城投债质量.结合前文,地方关系承销城投债的收益较低,但质量无差异,这意味着地方关系承销侵害了投资者利益,存在“利益冲突”效应.此外,控制变量方面,首先,就地方因素而言,地方GDP增长率( $City\_GDP\_Growth_{it-1}$ )越高,城投债评级下降概率越小,说明地方经济增长能提高城投平台偿债能力,进而提高城投债质量.其次,就发行人特征,发债公司的成立时间越长,城投债评级下降概率越大.最后,就不同债券市场类型而言,相对于企业债市场,中期票据市场的城投债上市后评级下降概率较小.

### 3.4 制度环境对地方关系承销净效应的影响

表7在基础模型中加入地方关系承销与制度环境的交互项,分别探究政治不确定性、地方政府债务改革对地方关系承销净效应的影响.结果显示:第一,由第1至第3列,地方关系承销估计系数均为负显著,但其与地方政治不确定性的交互项为正显著.这意味着,虽然地方关系承销能显著降低城投债利差,但当地方政治不确定性较高时,该效应被削弱.第二,由第4至第6列,从证券质

量角度,地方政治不确定性不会显著影响地方关系承销效应.综上,地方政治不确定性的增高削弱了地方关系承销的“利益冲突”效应.这是因为,地方政治不确定性高时,地方政府及其代理人干预市场的动机和能力被削弱,地方政府对关系城投债的定价干预有所缓解.这表明一方面城投债市场中地方关系承销的“利益冲突”效应与地方政府官员的政治、社会动机密不可分.另一方面在地方政府干预的“空白期”,地方关系券商的定价独立性增强,地方关系城投债的定价效率相应提升.表7第7至第12列检验了2015年地方政府债务改革的影响.发现地方政府债务改革后城投债利差显著降低,但改革并不显著影响地方关系承销债券的价格和质量.这意味着,城投平台“去政府化”的成效尚未显现,外在约束机制未能削弱地方政府干预城投债市场的动机.综上所述,地方政治不确定性的提高能抑制地方关系承销的“利益冲突”效应,而地方政府债务改革并未对地方关系承销效应产生显著影响.此外,其他控制变量对城投债利差及质量的影响与前文类似,限于篇幅此处不再赘述.

表7 制度环境对地方关系承销净效应的影响

Table 7 Influence of institutional environment on the effects of local relationship underwriting

变量	政治不确定性					
	$Spread_{it}$			$Rating\_Down_{it}$		
	1	2	3	4	5	6
$Relationship1_{it}$	-0.151*** (-3.42)			-0.307 (-1.49)		
$Relationship2_{it}$		-0.154*** (-3.27)			-0.268 (-1.23)	
$Relationship3_{it}$			-0.200*** (-3.72)			-0.320 (-1.32)
$Relationship1 \times Political\_Uncertainty_{it}$	0.133** (2.12)			0.264 (0.94)		
$Relationship2 \times Political\_Uncertainty_{it}$		0.126** (1.97)			0.190 (0.61)	
$Relationship3 \times Political\_Uncertainty_{it}$			0.166** (2.23)			0.320 (0.95)
$Political\_Uncertainty_{it}$	0.011 (0.32)	0.016 (0.50)	0.017 (0.53)	0.130 (1.05)	0.148 (1.22)	0.140 (1.16)

续表 7

Table 7 Continues

变量	政治不确定性					
	<i>Spread<sub>it</sub></i>			<i>Rating_Down<sub>it</sub></i>		
	1	2	3	4	5	6
控制地方、发行人、 承销商、债券特征	是	是	是	是	是	是
截距项	是	是	是	是	是	是
公司固定效应与 年度固定效应	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	3 451	3 451	3 451	3 429	3 429	3 429
<i>R</i> <sup>2</sup> 或伪 <i>R</i> <sup>2</sup>	0. 717	0. 717	0. 717	0. 308	0. 308	0. 308
变量	地方政府债务改革					
	<i>Spread<sub>it</sub></i>			<i>Rating_Down<sub>it</sub></i>		
	7	8	9	10	11	12
<i>Relationship1<sub>it</sub></i>	-0. 098 ** ( -2. 08)			-0. 028 ( -0. 15)		
<i>Relationship2<sub>it</sub></i>		-0. 102 ** ( -1. 97)			-0. 022 ( -0. 11)	
<i>Relationship3<sub>it</sub></i>			-0. 106 * ( -1. 92)			0. 042 ( 0. 20)
<i>Relationship1</i> × <i>Policy2015<sub>it</sub></i>	0. 000 ( 0. 00)			-0. 390 ( -1. 30)		
<i>Relationship2</i> × <i>Policy2015<sub>it</sub></i>		-0. 002 ( -0. 03)			-0. 365 ( -1. 11)	
<i>Relationship3</i> × <i>Policy2015<sub>it</sub></i>			-0. 058 ( -0. 75)			-0. 521 ( -1. 41)
<i>Policy2015<sub>it</sub></i>	-1. 043 *** ( -8. 76)	-1. 044 *** ( -8. 77)	-1. 034 *** ( -8. 67)	-0. 672 ( -0. 83)	-0. 714 ( -0. 88)	-0. 700 ( -0. 87)
控制地方、发行人、 承销商、债券特征	是	是	是	是	是	是
截距项	是	是	是	是	是	是
公司固定效应与 年度固定效应	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	3 451	3 451	3 451	3 429	3 429	3 429
<i>R</i> <sup>2</sup> 或伪 <i>R</i> <sup>2</sup>	0. 717	0. 717	0. 718	0. 304	0. 303	0. 303

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著,小括号中是稳健标准误调整后的t统计量。



### 3.5 稳健性检验

将从以下两方面做稳健性检验:其一,利用倾向得分匹配法修正券商-发行人选择的内生性偏差;其二,考虑控制北京、上海、广州、深圳4地域投债的影响,重新检验实证结果.

#### 3.5.1 内生性问题

由于发行人和承销商间的配对并不一定满足随机性,采用倾向得分匹配法来缓解上述模型可能存在的内生性问题.

地方关系承销对城投债价格和质量的净效应,取决于关系缔结对企业信息传播和承销商独立性的影响.然而,地方关系的缔结可能并非外生,即地方关系缔结与城投债价格或质量变化可能是相同因素(如地方财力状况)影响的结果.为了缓解地方关系承销缔结的内生性问题,借鉴Hale和Santos<sup>[52]</sup>的研究,采用倾向得分匹配法进行样本配对,使处理组与控制组拥有相似的地方特征、公司特征、承销商特征及债项特征.具体步骤:

第一步,以所有样本为基础,使用公司特征、地方特征、承销商特征及债项特征作为解释变量,估计地方关系承销缔结的概率模型

$$P(\text{Relationship}_i) = \Phi(\alpha + \beta X_i) \quad (3)$$

式中  $\text{Relationship}_i$  是标识债券  $i$  缔结地方关系承销的变量;  $X_i$  是上述特征的向量;  $\Phi(\cdot)$  是正态分布的累积概率密度函数.

布的累积概率密度函数.

第二步,使用  $\alpha$ 、 $\beta$  的估计值来计算倾向得分,作为地方关系承销缔结的预测概率.

第三步,根据倾向得分,选择配对方法(半径匹配法)将地方关系承销债券与非地方关系承销债券进行匹配,并剔除不能密切匹配的关系承销或独立承销样本.

就发行人-承销商选择问题,已有研究认为承销关系的缔结取决于券商收集信息、说服投资者的成本,以及信息生产的有效性<sup>[53]</sup>.前者受发行人特征和债券特征的影响,后者则与承销商特征密切相关<sup>⑭</sup>.表8第1列报告了地方关系承销缔结的影响因素.本文发现:第一,承销双方背后的地方特征是影响关系缔结的重要因素.具体地,如果地级市GDP增长率( $\text{City\_GDP\_Growth}_{i-1}$ )较低,地方市场化程度( $\text{Local\_Index}_{i-1}$ )较高,地方政府财税收入对城投债本金覆盖率( $\text{Local\_Bond}_{i-1}$ )越低,地方关系承销的缔结概率越高.第二,从发行、承销双方特征来看,地方关系承销城投债一般累积发行城投债金额占资产的比例( $\text{F\_Issue\_Amount}_{i-1}$ )较小,且承销商一般是声誉较低的地方性券商.第三,从债项特征上看,一方面,相对于企业债与公司债市场,中期票据市场中的城投债地方关系承销发生的概率显著更低.另一方面,地方关系承销城投债评级较高.

表 8 选择内生性问题

Table 8 Robustness test estimation results of solving endogenous problems

变量	第 1 部分: 发行人 承销商选择模型	第 2 部分: PSM 法筛选样本					
	1	2	3	4	5	6	7
	$\text{Relationship3}_{it}$	$\text{Spread}_{it}$	$\text{Rating\_Down}_{it}$	$\text{Spread}_{it}$	$\text{Rating\_Down}_{it}$	$\text{Spread}_{it}$	$\text{Rating\_Down}_{it}$
$\text{Relationship3}_{it}$		-0.127*** (-2.76)	-0.093 (-0.55)	-0.208*** (-3.51)	-0.233 (-1.03)	-0.140** (-2.28)	0.088 (0.40)
$\text{Relationship3} \times \text{Political\_Uncertainty}_{it}$				0.199** (2.39)	0.255 (0.77)		
$\text{Political\_Uncertainty}_{it}$				0.022 (0.56)	0.171 (1.29)		
$\text{Relationship3} \times \text{Policy2015}_{it}$						0.026 (0.30)	-0.490 (-1.38)

⑭ 债券特征(如期限、上架登记状态)与发行人特征(如企业规模、知名度、注册地点)都会影响承销商收集信息和说服投资者的成本<sup>[53]</sup>.大规模、高声誉券商处理信息能力更强,且出于长期利益考虑维护声誉资本的动机更强<sup>[17]</sup>.一方面,这使高声誉券商生产的信息可信度更高,有助于减少机会主义行为;另一方面,维护声誉的动机使高声誉券商在选择发行人时态度更审慎,如缺乏经验的债券发行人(即首次发债)匹配高声誉承销商的概率显著更低<sup>[54]</sup>.

续表 8  
Table 8 Continues

变量	第 1 部分：发行人 承销商选择模型		第 2 部分：PSM 法筛选样本				
	1	2	3	4	5	6	7
	<i>Relationship</i> <sub>it</sub>	<i>Spread</i> <sub>it</sub>	<i>Rating_</i> <i>Down</i> <sub>it</sub>	<i>Spread</i> <sub>it</sub>	<i>Rating_</i> <i>Down</i> <sub>it</sub>	<i>Spread</i> <sub>it</sub>	<i>Rating_</i> <i>Down</i> <sub>it</sub>
<i>Policy</i> 2015 <sub>it</sub>						-1.660*** (-9.42)	-0.627 (-0.66)
<i>City_GDP_Growth</i> <sub>it-1</sub>	-1.408** (-2.15)	0.097 (0.27)	-1.892** (-2.14)	0.121 (0.34)	-1.734** (-1.96)	0.091 (0.26)	-1.809** (-2.04)
<i>City_LnFiscal</i> <sub>it-1</sub>	0.062 (0.78)	-0.097*** (-2.65)	-0.060 (-0.60)	-0.095*** (-2.61)	-0.046 (-0.47)	-0.097*** (-2.65)	-0.064 (-0.63)
<i>Local_Bond</i> <sub>it-1</sub>	0.462* (1.94)	0.086 (0.81)	-0.559 (-1.58)	0.095 (0.89)	-0.569 (-1.60)	0.087 (0.82)	-0.581 (-1.63)
<i>Local_Index</i> <sub>it-1</sub>	0.199*** (6.85)	-0.037*** (-2.77)	-0.045 (-1.17)	-0.038*** (-2.81)	-0.050 (-1.28)	-0.037*** (-2.78)	-0.043 (-1.12)
<i>Local_Province</i> <sub>it-1</sub>	0.052 (0.47)	-0.172*** (-3.16)	-0.059 (-0.37)	-0.170*** (-3.11)	-0.051 (-0.31)	-0.172*** (-3.16)	-0.049 (-0.30)
<i>F_LnAsset</i> <sub>it-1</sub>	-0.067 (-1.00)	-0.087** (-2.48)	-0.043 (-0.44)	-0.089** (-2.55)	-0.044 (-0.46)	-0.087** (-2.49)	-0.041 (-0.42)
<i>F_Leverage</i> <sub>it-1</sub>	-0.248 (-0.81)	-0.243* (-1.79)	0.221 (0.46)	-0.244* (-1.80)	0.213 (0.44)	-0.242* (-1.78)	0.205 (0.42)
<i>F_LnAge</i> <sub>it-1</sub>	-0.059 (-0.67)	0.013 (0.35)	0.287** (2.40)	0.014 (0.37)	0.301** (2.47)	0.014 (0.36)	0.279** (2.36)
<i>F_ROA</i> <sub>it-1</sub>	-2.009 (-0.97)	-1.361 (-1.44)	2.004 (0.68)	-1.338 (-1.42)	2.224 (0.78)	-1.359 (-1.44)	2.022 (0.68)
<i>F_Issue_Amount</i> <sub>it-1</sub>	-2.054* (-1.70)	-0.672 (-1.39)	1.378 (1.02)	-0.659 (-1.36)	1.379 (1.01)	-0.668 (-1.37)	1.282 (0.95)
<i>U_Reputation</i> <sub>it-1</sub>	-0.928*** (-7.47)	-0.029 (-0.72)	0.136 (0.99)	-0.032 (-0.77)	0.138 (1.00)	-0.030 (-0.72)	0.137 (1.00)
<i>U_LnAge</i> <sub>it-1</sub>	-0.054 (-0.81)	0.016 (0.51)	0.217** (2.10)	0.018 (0.59)	0.224** (2.15)	0.016 (0.51)	0.218** (2.10)
<i>U_Succession</i> <sub>it-1</sub>	0.022 (0.23)	-0.000 (-0.01)	-0.256* (-1.73)	-0.001 (-0.04)	-0.256* (-1.75)	-0.000 (-0.01)	-0.261* (-1.77)
<i>B_LnAmount</i> <sub>it</sub>	0.132 (1.46)	-0.165*** (-4.18)	0.077 (0.55)	-0.162*** (-4.07)	0.089 (0.63)	-0.165*** (-4.17)	0.077 (0.54)
<i>B_LnM</i> <sub>it</sub>	0.272 (1.43)	-0.075 (-0.71)	0.385 (1.59)	-0.082 (-0.78)	0.370 (1.50)	-0.075 (-0.71)	0.383 (1.58)
<i>B_Rating</i> <sub>it</sub>	0.485*** (3.61)	-0.563*** (-8.24)	-0.152 (-0.65)	-0.560*** (-8.30)	-0.148 (-0.63)	-0.564*** (-8.26)	-0.146 (-0.62)
<i>B_Type_MTN</i> <sub>it</sub>	-1.437*** (-6.45)	-0.163* (-1.77)	-0.838*** (-2.68)	-0.164* (-1.76)	-0.837*** (-2.70)	-0.162* (-1.76)	-0.848*** (-2.71)
<i>B_Type_CB</i> <sub>it</sub>	0.222 (1.13)	-0.368*** (-3.66)	-0.276 (-1.13)	-0.376*** (-3.73)	-0.304 (-1.25)	-0.369*** (-3.66)	-0.239 (-1.00)
<i>B_Put</i> <sub>it</sub>	0.188 (1.10)	-0.012 (-0.15)	-0.238 (-0.84)	-0.010 (-0.12)	-0.234 (-0.83)	-0.011 (-0.14)	-0.249 (-0.88)
<i>B_Call</i> <sub>it</sub>	0.006 (0.03)	0.170* (1.88)	-0.268 (-0.90)	0.173* (1.91)	-0.260 (-0.87)	0.171* (1.90)	-0.272 (-0.93)
<i>B_Secured</i> <sub>it</sub>	0.013 (0.15)	0.086** (2.12)	0.125 (0.92)	0.089** (2.18)	0.120 (0.88)	0.086** (2.12)	0.127 (0.93)
截距项	是	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	No	是	是	是	是	是	是
N	3 451	2 552	2 507	2 552	2 507	2 552	2 507
R <sup>2</sup> 或伪 R <sup>2</sup>	0.612	0.748	0.275	0.749	0.279	0.748	0.277

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著；括号中是稳健误差调整后的t统计量。

表8以地方关系承销  $Relationship3_{it}$  为例报告了倾向得分(PSM)的实证结果<sup>⑮</sup>。它利用半径匹配( $R=0.002$ )配对处理组与控制组,获得地方关系承销债券样本323个,控制组样本2229个。利用匹配样本,表8第2列和第3列探究地方关系承销对城投债价格和质的影响,第4列~第7列探究制度环境的影响。结果显示:首先,地方关系承销能显著降低城投债的利差,但并不会带来城投债质量显著提升,即投资者会为质量一般的地方关系承销城投债支付更高的价格,地方关系承销发挥“利益冲突”效应。其次,地方政治不确定程度高时,地方关系承销的利差效应缓解,而质量效应不变,表明地方关系承销的“利益冲突”效应被削弱。最后,2015年地方政府债务改革后城投债利差显著降低,但改革并未显著影响地方关系承销效应。由此可见,在考虑内生性问题之后,本文的核心结论仍然成立。

### 3.5.2 考虑北京、上海、广州和深圳4地的特殊性<sup>⑯</sup>

北京、上海、广州和深圳4个城市是金融密集、市场化水平高的代表性地区<sup>⑰</sup>,一方面,已有研究表明,地区法律制度的完善和市场化水平的提高能对地方政府干预地区金融活动的行为进行有效约束<sup>[28]</sup>;另一方面,全国性券商为便于开展业务,大多将总部设于北京、上海、广州和深圳4地,而这些全国性券商由于业务遍及全国,受注册地政府的控制和影响较少。因此,北京、上海、广州和深圳的地方关系承销的城投债可能存在特殊性。本文剔除发行人注册地在北京、上海、广州和深圳的282个城投债样本,重复上述检验,发现本文主要实证结论并未发生实质性变化。

## 4 结束语

城投债是地方政府绕开现行制度监管,有效缓解地方资金供不应求的金融创新。近年来,城投债爆发式增发、风险快速积聚引起各界广泛关注。

本文结合“关系承销”理论,对城投债承销市场的“属地性”现象及其经济后果进行了系统考察。

研究发现:第一,地方关系承销的城投债信用利差较小,且采用区域管辖权与股权两个维度刻画地方政府与承销商的关系密度,发现地方关系密度越大,地方关系承销效应越强。第二,考虑采用债券评级调整刻画城投债质量,发现地方关系承销城投债发行后不存在质量优势。综合信用利差与质量结果,说明城投债市场中地方关系承销侵害了投资者利益,存在“利益冲突”效应。第三,分别从地方政治不确定性(空间维度)与地方政府债务改革(时间维度),考察制度环境对地方关系承销净效应的影响。发现地方政治不确定性会削弱地方关系承销对城投债定价的影响,从而缓解“利益冲突”效应;而2015年的地方政府债务改革不会对地方关系承销净效应产生显著影响。此外,还发现地方关系承销多发于市场化程度较高、地方政府财政收入对城投债本金覆盖率较低的地区。

本文研究具有重要启示意义。第一,城投债市场中地方政府的多重身份不利于债券市场资金的有效配置。“关系承销”理论认为多重关系有助于信息生产,也易促进合谋。在制度尚不完备的新兴市场以及地区资金缺口持续增大的压力下,地方政府行政管辖者、资金需求者、金融机构所有者多重身份的叠加未能改善承销信息质量,反而降低了城投债定价效率。第二,现阶段地方政府债务的比较优势提高了投资者对地方关系承销城投债“利益冲突”效应的承受能力。地方关系承销城投债的潜在投资群体可以分为以下两类。第一类“地方关系投资者”,即当地政府关联金融机构。“地方关系投资者”客观上受地方政府行政管辖或股权关系影响,主观上有培养政企关系谋求长期利益的动机,因而对当地政府发行债券价格不敏感、缺乏议价动机与议价能力。第二类为“独立投资者”,鉴于中国资本市场优质投资标的缺乏,

<sup>⑮</sup> 本文同时考察了  $Relationship1_{it}$  和  $Relationship2_{it}$  的内生性检验结果,倾向得分匹配标准除考虑半径匹配(半径=0.002),还采用了最近邻匹配(配对比率1:10)。限于篇幅这些结果未在文中报告,读者如感兴趣可以向作者索取。

<sup>⑯</sup> 限于篇幅这些结果未在文中报告,读者如感兴趣可以向作者索取。

<sup>⑰</sup> 2008年~2014年,樊纲指数中各省市场化进程指数(总指数)排名前5的省份(直辖市)一直为北京市、广东省、上海市、浙江省、江苏省,而江浙沪三地中上海市的市场化进程指数通常最高。

综合收益与风险的考量,城投债仍是中国债券市场的“明星债券”。因此,独立投资者即便投资价格高估的关系承销城投债,从整个债券市场来看亦属于理性投资。第三,地方政治不确定性能降低地方政府干预市场的动机和能力,进而有效缓解地方政府对关系城投债的定价干预、对地方券商独立性的削弱,也揭示了城投债地方关系承销效

应与地方政府官员的政治、经济动机的密切关系。最后,借助市场机制推动地方政府债务改革任重道远,从债券发行、承销市场来看,监管当局一方面需要通过提高承销商独立性来激励金融中介生产信息动机,以缓解市场信息不对称、降低道德风险,另一方面应营造有利环境培育并提高市场投资者的投资素养和议价能力。

#### 参考文献:

- [1] Qian Y, Roland G, Xu C. Why is China different from Eastern Europe? Perspectives from organization theory [J]. *European Economic Review*, 1999, (4/6): 1085 - 1094.
- [2] 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.  
Fu Yong, Zhang Yan. Chinese-style fiscal decentralization and bias of fiscal expenditure structure: The cost of competition for growth [J]. *Management World*, 2007, (3): 4 - 12. (in Chinese)
- [3] 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(7): 144 - 156.  
Gong Qiang, Wang Jun, Jia Shen. A survey of research on local government debts and fiscal decentralization [J]. *Economic Research Journal*, 2011, 46(7): 144 - 156. (in Chinese)
- [4] 周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究 [J]. *经济研究*, 2007, 42(7): 36 - 50.  
Zhou Li'an. Governing China's local officials: An analysis of promotion tournament model [J]. *Economic Research Journal*, 2007, 42(7): 36 - 50. (in Chinese)
- [5] 罗党论, 余国满. 地方官员变更与地方债发行 [J]. *经济研究*, 2015, 50(6): 131 - 146.  
Luo Danglun, She Guoman. Official's turnover and issuance of local government debt [J]. *Economic Research Journal*, 2015, 50(6): 131 - 146. (in Chinese)
- [6] Lu Yingqiu, Sun Tao. Local Government Financing Platforms in China: A Fortune or Misfortune [R]. Washington: IMF, N013/243, 2014.
- [7] 钟辉勇, 陆铭. 财政转移支付如何影响了地方政府债务? [J]. *金融研究*, 2015, (9): 1 - 16.  
Zhong Huiyong, Lu Ming. How does the fiscal transfer affect the local government debt? [J]. *Journal of Financial Research*, 2015, (9): 1 - 16. (in Chinese)
- [8] Armstrong-Taylor P. Debt and Distortion: Risks and Reforms in the Chinese Financial System [M]. New York: Palgrave Macmillan, 2016.
- [9] 汪莉, 陈诗一. 政府隐性担保、债务违约与利率决定 [J]. *金融研究*, 2015, (9): 66 - 81.  
Wang Li, Chen Shiyi. Implicit government guarantee, default risk and the determination of interest rate [J]. *Journal of Financial Research*, 2015, (9): 66 - 81. (in Chinese)
- [10] 罗荣华, 刘劲劲. 地方政府的隐性担保真的有效吗? ——基于城投债发行定价的检验 [J]. *金融研究*, 2016, (4): 83 - 98.  
Luo Ronghua, Liu Jinjin. Is local government's invisible guarantee effective? An empirical test based on quasi-municipal bonds' issuing price [J]. *Journal of Financial Research*, 2016, (4): 83 - 98. (in Chinese)
- [11] 钟辉勇, 钟宁桦, 朱小能. 城投债的担保可信吗? ——来自债券评级和发行定价的证据 [J]. *金融研究*, 2016, (4): 66 - 82.  
Zhong Huiyong, Zhong Ninghua, Zhu Xiaoneng. Are the urban construction investment bonds' guarantees credible? Evidence from credit ratings and bond pricings [J]. *Journal of Financial Research*, 2016, (4): 66 - 82. (in Chinese)
- [12] 姜子叶, 胡育蓉. 财政分权、预算软约束与地方政府债务 [J]. *金融研究*, 2016, (2): 198 - 206.  
Jiang Ziye, Hu Yurong. Fiscal decentralization, soft budget constraints and subnational government debt [J]. *Journal of Fi-*

- nancial Research ,2016 ,( 2) : 198 - 206. ( in Chinese)
- [13]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.  
Fan Jianyong , Mo Jiawei. Local government debt , land market institution and regional industrial growth [J]. Economic Research Journal ,2014 ,49( 1) : 41 - 55. ( in Chinese)
- [14]牛霖琳,洪智武,陈国进. 地方政府债务隐忧及其风险传导——基于国债收益率与城投债利差的分析[J]. 经济研究,2016,51(11): 83 - 95.  
Niu Linlin , Hong Zhiwu , Chen Guojin. Local government debt risk and its transmission in China: An analysis based on treasury yields and Chengtou bond spreads [J]. Economic Research Journal ,2016 ,51( 11) : 83 - 95. ( in Chinese)
- [15]梁琪,郝毅. 地方政府债务置换与宏观经济风险缓释研究[J]. 经济研究,2019,54(4): 18 - 32.  
Liang Qi , Hao Yi. Local government debt replacement and macroeconomic risk mitigation [J]. Economic Research Journal ,2019 ,54( 4) : 18 - 32. ( in Chinese)
- [16]Puri M. Commercial banks in investment banking conflict of interest or certification role? [J]. Journal of Financial Economics ,1996 ,40( 3) : 373 - 401.
- [17]Puri M. Commercial banks as underwriters: Implications for the going public process [J]. Journal of Financial Economics ,1999 ,54( 2) : 133 - 163.
- [18]Hamao Y , Packer F , Ritter J R. Institutional affiliation and the role of venture capital: Evidence from initial public offerings in Japan [J]. Pacific-Basin Finance Journal ,2000 ,8( 5) : 529 - 558.
- [19]Burch T R , Nanda V , Warther V. Does it pay to be loyal? An empirical analysis of underwriting relationships and fees [J]. Journal of Financial Economics ,2005 ,77( 3) : 673 - 699.
- [20]Kang J , Liu W. Is universal banking justified? Evidence from bank underwriting of corporate bonds in Japan [J]. Journal of Financial Economics ,2007 ,84( 1) : 142 - 186.
- [21]Suzuki K. Do the equity holding and soundness of bank underwriters affect issue costs of SEOs? [J]. Journal of Banking & Finance ,2010 ,34( 5) : 984 - 995.
- [22]Anand A , Irvine P , Liu T. Does institutional trading affect underwriting? [J]. Journal of Corporate Finance ,2019 ,58: 1 - 20.
- [23]梁琪,余峰燕. 商业银行混业经营、承销商独立性与IPO质量[J]. 世界经济,2014,(1): 81 - 105.  
Liang Qi , Yu Fengyan. Universal banking , underwriter independence and the quality of IPO [J]. The Journal of World Economy ,2014 ,( 1) : 81 - 105. ( in Chinese)
- [24]张学勇,张秋月,魏旭. 承销商变更对股权再融资的影响:理论与实证[J]. 管理科学学报,2017,20(9): 85 - 101.  
Zhang Xueyong , Zhang Qiuyue , Wei Xu. Impact of underwriter switch on seasoned equity offering: Theoretical and empirical analysis [J]. Journal of Management Sciences in China ,2017 ,20( 9) : 85 - 101. ( in Chinese)
- [25]Carter R , Manaster S. Initial public offerings and underwriter reputation [J]. The Journal of Finance ,1990 ,45( 4) : 1045 - 1067.
- [26]余峰燕,梁琪. 地方关系承销与市场定价有效性研究——基于承销商独立性视角[J]. 金融研究,2017,(5): 143 - 159.  
Yu Fengyan , Liang Qi. Local relationship underwriting and market pricing efficiency: From the lens of underwriter independence [J]. Journal of Financial Research ,2017 ,( 5) : 143 - 159. ( in Chinese)
- [27]Berlin M , John K , Saunders A. Bank equity stakes in borrowing firms and financial distress [J]. The Review of Financial Studies ,1996 ,9( 3) : 889 - 919.
- [28]Wang Q , Wong T J , Xia L. State ownership , the institutional environment , and auditor choice: Evidence from China [J]. Journal of Accounting and Economics ,2008 ,46( 1) : 112 - 134.
- [29]Li H , Zhou L. Political turnover and economic performance: The incentive role of personnel control in China [J]. Journal of Public Economics ,2005 ,89( 9/10) : 1743 - 1762.
- [30]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,(2): 132 - 143.  
Zhou Xueguang. Inverted soft budget constraint: Extrabudgetary resource-seeking in local governments [J]. Social Science

- in China ,2005 ,( 2 ): 132 - 143. ( in Chinese)
- [31]Guo G. China's local political budget cycles [J]. *American Journal of Political Science* ,2009 ,53( 3 ): 621 - 632.
- [32]Azuma Y ,Kurihara J. Examining China's local government fiscal dynamics: With a special emphasis on local investment companies ( lies ) ' [J]. *Politico-Economic Commentaries* ,2011 ,( 5 ): 121 - 140.
- [33]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.
- Chen Jing ,Li Jianfa. Financial decentralization ,promotion incentive and local governments' debt financing activities: Empirical evidence from the perspective of urban construction investment bonds [J]. *Accounting Research* ,2015 ,( 1 ): 61 - 67. ( in Chinese)
- [34]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.
- Pan Jun ,Wang Liangliang ,Wu Ning ,et al. Fiscal transparency and the credit rating of city investment bonds [J]. *Accounting Research* ,2016 ,( 12 ): 72 - 78. ( in Chinese)
- [35]James C. Relationship-specific assets and the pricing of underwriter services [J]. *The Journal of Finance* ,1992 ,47( 5 ): 1865 - 1885.
- [36]Humphery-Jenner M ,Karpavicius S ,Suchard J. Underwriter relationships and shelf offerings [J]. *Journal of Corporate Finance* ,2018 ,49: 283 - 307.
- [37]Sharpe S A. Asymmetric information ,bank lending ,and implicit contracts: A stylized model of customer relationships [J]. *The Journal of Finance* ,1990 ,45( 4 ): 1069 - 1087.
- [38]Duarte-Silva T. The market for certification by external parties: Evidence from underwriting and banking relationships [J]. *Journal of Financial Economics* ,2010 ,98( 3 ): 568 - 582.
- [39]方军雄. Pre-IPO 券商股权投资: 鉴证功能还是独立受损? [J]. *证券市场导报* ,2012 ,( 1 ): 59 - 69.
- Fang Junxiong. Pre-IPO equity investments by investment banks: Certification or loss of independence? [J]. *Securities Market Herald* ,2012 ,( 1 ): 59 - 69. ( in Chinese)
- [40]Saich T. The Blind Man and the Elephant: Analyzing the Local State in China [M]. Roma: Feltrinelli Editore ,2002.
- [41]Chen X ,Lee C J ,Li J. Government assisted earnings management in China [J]. *Journal of Accounting and Public Policy* ,2008 ,27( 3 ): 262 - 274.
- [42]Chen C J P ,Su Xijia ,Zhao R. An emerging market's reaction to initial modified audit opinions: Evidence from the Shanghai stock exchange [J]. *Contemporary Accounting Research* ,2000 ,17( 3 ): 429 - 455.
- [43]Jia N ,Zhang H. Impact of government ownership on investment banks' underwriting performance: Evidence from China [J]. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* ,2010 ,39( 2 ): 198 - 228.
- [44]Fang L H. Investment bank reputation and the price and quality of underwriting services [J]. *The Journal of Finance* ,2005 ,60( 6 ): 2729 - 2761.
- [45]Martin G ,Gözübüyük R ,Becerra M. Interlocks and firm performance: The role of uncertainty in the directorate interlock-performance relationship [J]. *Strategic Management Journal* ,2015 ,36( 2 ): 235 - 253.
- [46]Krishnan R ,Geyskens I ,Steenkamp J E. The effectiveness of contractual and trust-based governance in strategic alliances under behavioral and environmental uncertainty [J]. *Strategic Management Journal* ,2016 ,37( 12 ): 2521 - 2542.
- [47]徐浩萍,罗炜. 投资银行声誉机制有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究 [J]. *经济研究* ,2007 ,42( 2 ): 124 - 136.
- Xu Haoping ,Luo Wei. Reputation effect of investment banks: Research from aspects of market share and service quality [J]. *Economic Research Journal* ,2007 ,42( 2 ): 124 - 136. ( in Chinese)
- [48]柳建华,孙亮,卢锐. 券商声誉、制度环境与 IPO 公司盈余管理 [J]. *管理科学学报* ,2017 ,20( 7 ): 24 - 42.
- Liu Jianhua ,Sun Liang ,Lu Rui. Reputation of underwriter ,institutions ,and earnings management of IPO issuers [J]. *Journal of Management Sciences in China* ,2017 ,20( 7 ): 24 - 42. ( in Chinese)
- [49]Julio B ,Yook Y. Political uncertainty and corporate investment cycles [J]. *The Journal of Finance* ,2012 ,67( 1 ): 45 - 83.
- [50]Megginson W L ,Weiss K A. Venture capitalist certification in initial public offerings [J]. *The Journal of Finance* ,1991 ,

46(3): 879–903.

[51]樊 纲,王小鲁,余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.

Fan Gang, Wang Xiaolu, Yu Jingwen. Marketization Index of China's Provinces: NERI Report (2016) [M]. Beijing: Social Science Academic Press, 2017. (in Chinese)

[52]Hale G, Santos J A C. Do banks price their informational monopoly? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(2): 185–206.

[53]Yasuda A. Do bank relationships affect the firm's underwriter choice in the corporate-bond underwriting market? [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(3): 1259–1292.

[54]Carbó-Valverde S, Cuadros-Solas P J, Rodríguez-Fernández F. Do banks and industrial companies have equal access to reputable underwriters in debt markets? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 45: 176–202.

## Institutional environment and local relationship underwriting in Chinese municipal bonds markets

YU Feng-yan<sup>1</sup>, LI Wen-yu<sup>2\*</sup>, LIANG Qi<sup>2</sup>

1. School of Management and Economics, Tianjin University, Tianjin 300072, China;

2. School of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China

**Abstract:** Recently the rapid accumulating of local government debt, among which municipal bonds are an important component, has attracted the authorities' great attention. This paper investigates the "local oligopolies" phenomenon in Chinese municipal bonds' underwriting markets and its economic consequences. The paper finds that, first, local relationship underwriting bonds demonstrate significant lower interest rates, and that there is no significant quality advantage in local relationship underwriting bonds when using post-issuance credit rating changes to capture bond quality. This indicates that local relationship underwriting in municipal bond markets has eroded the interests of investors. Second, using territorial jurisdiction and ownership to measure the local relationship intensity, these effects of local relational underwriting are found to increase with the relationship intensity. Third, local political uncertainty (capturing regional institutional environment change) effectively alleviates the conflicts of interest by curbing the local government's intervention motivation and capability, while the 2015 regional government debt reform (reflecting period institutional environment change) exerts limited influence on these effects of local relational underwriting. Besides, local relationship underwriting is driven by local factors. This paper provides theoretical basis and empirical evidence for the authorities to evaluate the potential risk of local government debt and to accelerate the market-oriented reform in local government debt markets.

**Key words:** local relationship underwriting; institutional environment; municipal bonds; conflicts of interest