

# 地方隐性债务管理改革与债券市场有效性： 一个文献综述

对外经济贸易大学金融学院博士生 陈玉洁

**摘要：**政府的财政行为一直对金融体系与金融市场运行效率具有显著制约作用。基于近年来中央连续出台地方隐债风险防范化解措施的特定背景，本文通过梳理这些政策措施对债券市场有效性影响的文献，为该领域的后续研究提供支撑。本文首先阐述了地方隐性债务的界定与形成动因、地方隐性债务管理改革经验、债券市场有效性的评价与分析，在此基础上，选择了地方隐性债务风险防范中具有代表性的改革方略，从债券市场有效性的三条方面（担保、评级、定价）梳理了地方隐性债务管理改革影响债券市场有效性的文献。最后，对已有研究进行了评述，并探讨了未来研究中需要注意的问题。本中所综述的理论洞见有利于全面认识地方政府性债务管理改革的成效，并为财政与金融政策在微观层面的有效协同提供启示。

**关键词：**地方隐性债务管理改革；债券市场有效性；担保；评级

## 一、引言

中国地方隐性债务形成与存续的过程，直接贯通着财政与金融两大领域，一方面以企业的“面目”在金融市场上融资，另一方面又事实上拥有地方政府信用的背书。尽管在一定时期支撑了中国高增长，但同时也带来了诸多问题。为了防范系统性财政金融风险，以及进一步激发市场主体活力特别是民营企业在科技创新和高质量增长中的内生动力，需要继续推动政府与市场边界的合理调整，实现有为政府与有效市场在新形势下的有效融合。为此，中央陆续颁布了多项文件，例如 2014 年 10 月《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（“43 号文”），提出要分清中央政府与地方政府、政府与市场之间的界限，并着力解决政府隐性担保问题；发改委、财政部、证监会相继颁布了“88 号文”、“50 号文”等落实“43 号文”的规范性文件；2020 年中共中央、国务院印发《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，强调“深化国有企业混合所有

制改革”等。这一系列的监管措施能否有利于化解地方隐性债务？这个问题值得考察。

研究地方隐性债务管理改革对债券市场有效性的影响，至少具有以下两方面现实意义：第一，基于债券市场有效性中“担保”、“评级”与“定价”的角度，研究地方隐性债务管理改革能否提高债券市场有效性，有助于更加全面地认识地方隐性债务管理改革成效，帮助监管部门探索构建地方政府性债务“防火墙”的改革路径，为政府的分类施策提供有效支撑。第二，通过梳理地方政府性债务管理改革对债券市场有效性可能存在的影响路径，不仅有利于提高金融市场在约束地方政府信用不当扩张中的作用，同时可以推动有为政府与有效市场的更好融合，为防范重大财政金融风险提供支撑，因而具有重要的研究价值。

本文其余部分围绕如下逻辑主线展开：第二部分讨论了地方隐性债务的界定与形成动因，第三部分和第四部分分别介绍了地方隐性债务管理改革经验、债券市场有效性评价与分析的相关文献。在这两方面文献综述的基础上，第五部分选择了地方隐性债务风险防范中具有代表性的改革方略，从债券市场有效性的三条方面（担保、评级、定价）梳理了地方隐性债务管理改革影响债券市场有效性的文献。最后，本文对已有研究进行了评述，并探讨了在未来研究中需要注意的问题。

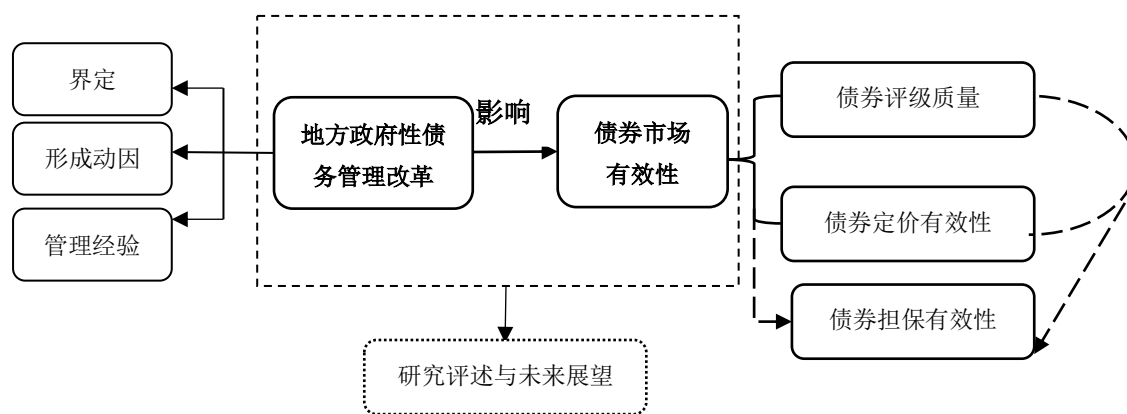


图1 文献综述框架

## 二、地方隐性债务的界定与形成动因

### （一）地方隐性债务的界定

20世纪80年代，许多国家出现政府性债务风险，并引发很多经济负面影响，逐渐得到市场重视，学者们也将研究范围从直接债务扩展至政府隐性债务。Hana PolackovaBrixí（1998）提出财政风险矩阵法，将债务划分为四种类型：显性债务、隐性债务、直接负债以及或有负债。David Rosen（1994）认为隐性债务是政府承诺在未来会进行偿还的，政府会给予财政补贴、社会保障基金等。William Easterly（2010）提出，传统财务赤字的计算方法并不科学，因为只关注了负债但没有计算资产，且传统方式只考虑到了显性债务，但却忽略了隐性债务。在此观点的基础上，William提出财政机会主义行为框架讨论财政可持续问题，深刻的研究财政风险与隐性债务产生的根源。Allen Schick（2001）总结了各国隐性债务研究成果，提出政府能够利用市场化的方式将地方隐性债务风险转移给私人部门，通过分摊成本与风险的办法，限制预算当中的担保，进而降低财政风险发生的概率。Einchengreen et al.（2003）创造性地从“政府或有负债”视角研究国家财政和政府债务风险问题。Timothy et al.（2007）认为政府隐性债务指政府部门对私人部门提供隐性担保，由于私人部门出现道德风险可能导致政府债务不断累积。Robert Merton（2006）指出，为了维护社会经济稳定，各级政府对将要破产的银行提供救助，这种具有政治约束的担保行为成为加剧政府隐性债务风险的重要因素。Grammatikos and Vermeulen（2012）从金融领域对主权债务传导机制进行研究，认为导致政府性债务存在的原因是由于政府不当的救助行为产生的。Berger et al.基于资产负债表角度，提出“比例法”与“差额法”两类方法分析财政金融风险。

关于政府隐性债务内涵的定义，我国学者认为因为划分不清晰，使得债务没有确定的统一口径。但相对于发达国家，我国学者对隐性债务问题的研究历史较短，但发展速度快。平新乔（2000）把地方隐性债务划分为或有隐性债务与直接隐性债务。其中，前者包括各政府对公务员养老金、退休金的支付计划，后者包含政府兜底责任以及对非公共部门债务的清偿、对自然灾害和突发事件的救援等。傅道衷（2001）认为政府隐性债务应该划分为直接隐性债务和或有隐性债务。欧阳华生等（2006）认为，政府债务总量会刺激地方经济，这也是

政府热衷举债的主要原因。刘少波和黄文青（2008）基于地方政府性债务事项角度，将地方隐性债务细化为五类。陈磊（2017）认为，地方隐性债务是指不被纳入地方政府债务管理的债务，对于这类债务，地方政府承担偿还责任和可能承担偿还责任。吉富星（2018）对或有地方政府隐性债务进行界定，认为社保基金缺口、养老金缺口和医疗保险缺口应该纳入地方隐性债务。赵全厚（2018）提出，对于地方融资平台债务，有明确出函担保的属于政府隐性债务。在政府购买服务中，只有精准扶贫移民异地服务和棚改项目形成的负债属于政府隐性担保。PPP 中社会资本方失败时需要政府负有责任的被列为隐性债务；国企债务；非国企濒临破产时获得政府救助的部分；政府独资或入股成立资产管理公司以及投资建设公司等均属于政府隐性债务范畴。刘尚希（2018）认为地方政府隐性债务大部分为或有负债，债务不等同于地方政府性债务风险，只有在债务使用效率低的情况下才会形成负债。国外也存在对政府隐性债务问题的研究。

中发〔2018〕27 号文对地方政府隐性债务进行了规范性定义，地方隐性债务是指地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。我国对地方政府隐性债务的划分没有统一的标准和口径，一般认为未来可能形成财政支出责任，或在现实中需要政府予以财政补贴的举债方式均属于政府隐性债务。根据财政部《地方政府债务统计监测工作方案》、《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》、《政府隐性债务认定细则》等文件的规定，符合以下市场化融资特征的就不应认定为隐性债务，不需同时满足全部 5 点，至少满足 2 点，特别是满足第 3 点的即可认定为市场化融资，不属于政府隐性债务：（1）项目运营单位出资人是否社会化、市场化，除国资外，是否还有其他社会投资者。（2）项目运营单位是否成立了市场化的公司治理结构，政府对公司运营决策的影响程度是否较高，政府官员不能在项目运营单位内兼职。（3）项目运营单位收入结构是否具备多样化，市场化的特征，若完全自主定价的收入占比过半数，一般可判定为市场化运营。（4）项目经营单位能够依靠自身经营收入偿还对外融资本息，扣除政府补贴后的收入足够对付对外债务。（5）项目运营单位是否成立了市场化的投资回报机制，公司决策层是否能独立决策利润分配方案，不需上交财政。

## （二）地方隐性债务形成动因分析

最早对政府隐性债务的表现形态和成因进行明确界定的是世界银行经济学家 Hana PolackovaBixi（1998）。Hana 认为政府直接隐性债务的产生原因在于保留公共投资项目未来经常性支出、长期性的政策承诺。国内学者的观点有：事权与财权不匹配、金融隐性分权、官员晋升激励等导致政府隐性债务的产生。马海涛和吕强（2004）、温来成（2014）、贾康（2014）认为，我国政府隐性债务出现是由于分税制改革使得政府事权和支出责任未能正确匹配造成的。王军强（2012）基于博弈论视角构建中央与地方政府博弈模型，提出官员晋升是地方隐性债务增长的诱因。刘尚希（2018）指出，当前政府或有隐性债务的具体成因之一是事权下沉，财政责任不清晰。陈宝东（2017）认为，金融隐性分权显著影响政府隐性债务增长，金融隐性分权和地方政府金融资源追逐过程中的欲望是相匹配的，通过金融隐性分权，政府利用自身行政影响力来干预地方金融机构信贷分配来满足地方政府资金需求。吉富星（2018）提出，财政分权下激励晋升机制是导致隐性债务膨胀的根本原因。李升等（2019）根据 2012 至 2016 年省级面板数据分析，发现为了追求经济增长或者官员晋升，地方政府倾向于超额隐性债务。

上述是宏观层面关于政府隐性债务形成原因的观点，在微观层面对隐性债务成因的探讨中，大多认为是政府兜底和救助导致政府隐性债务增加。Bo et al.（2017）利用地方融资平台财务报表分析，汇总地区所有平台公司发行贷款和债券的数据，得到地市级水平的地方政府性债务的估计值。Cebotari et al.（2018）提出，政府财政补贴的前提是应该存在正外部性，但当出现负外部性问题时，政府会进行救助和干预，就会导致政府隐性债务。也就是说，政府提供隐性担保是政府隐性债务形成的原因。并且，国内部分研究表明，政府隐性担保对债券市场有多种影响。例如汪莉等（2015）利用 2014 年之前发行的城投债样本进行实证检验后得到，在我国经济发达的东部地区，政府隐性担保能够大幅降低城投债信用利差；在经济相对落后的中西部地区，政府隐性担保对城投债利差的影响不显著。罗荣华等（2016）、王博森（2016）研究表明，城投债背后存在被投资者识别和定价的隐性担保，地方政府财力状况以及偿还债务的能力构成其对城投债的支持意愿和能力，这系列隐形担保信息指标与债券发行利差呈

负相关关系，这表明投资者对城投债背后的政府信用的信仰较为坚定。并且这种隐性担保预期在不同债券种类间的表现有所区别。Ang et al. (2015) 研究表明，房地产在地方经济中的贡献程度以及各省市反腐败强度的指标显著影响城投债信用利差。Liu et al. (2017) 发现地方政府债务负担率越高，城投债信用利差越大，两者之间存在显著正相关关系。在 2011 年地方融资平台首次发生违约事件的时候最为显著，但随着 2012 年与 2013 年发改委和财政部等部门放松对城投债审批程序和地方政府融资平台的债务置换政策出台，投资者对城投债的隐性担保预期增强，地方政府债务负担率和城投债信用利差的正相关性下降。但是，钟辉勇 (2016) 发现地方财政收入只会提高城投债评级，而不影响其发债利率，这表明市场投资者对政府隐性担保并不完全认可。王永钦等 (2016) 研究结果也表明，我国金融市场的城投债利差只能有效反映中国整体经济风险，对于地方性的经济指标，比如地方经济增长情况、财政状况、房地产市场和土地状态、产业结构等信息，并没有充分反映在城投信用利差中。金融市场没有区别对待不同地方的城投债，因为市场认为中央政府为债券市场提供纾困，而不是地方政府。

### 三、地方隐性债务管理改革

#### (一) 国内经验

国内部分学者对于地方债务管理改革进行了一些探究。第一，控制地方政府隐性债务增加，应该形成正确的举债观，以及强化问责机制，遏制地方政府的举债冲动。首先，应该改变以经济增长为主要目标的政策考核要求（韩健和向森渝，2018），加强对政府隐性债务风险的监督。形成终身问责制，从根本上抑制地方政府违规举债动机，加强其责任意识，降低其债务幻觉（梁朋，2018）。其次，各级政府关注重点应该从经济发展速度转移为经济发展质量，积极开发利用特色资源，培育地方优势产业，提高政府造血能力（崔瑜，2018）。第二，建立健全地方政府债务预算管理制度，完善债务管理体制，限制债务无序扩张。还可以实行政府债务管理和财政预算平衡管理，搭建利益相关者协同治理下的债务管理新局势（马蔡琛，2018），为防范隐性债务增长提供制度支持。同时，完善政府信用评级体系与地方财政体制，将债务融资准确

纳入政府资产负债表，防范地方债务风险（常欣，2018）。第三，提高财务透明度，促进地方隐性债务显性化。一方面，披露地方债券用途与金额，使得地方政府债务透明化。优化地方政府债务的计算方式，将分配公式的系数权重向财力不足的地区适度倾斜，提升区域经济发展动力，增强债务管理能力，引导地方隐性债务显性化（封北麟，2018；梁朋，2018）。另一方面，对于财权与事权错位的问题，提高政府经济效益，形成与市场经济相匹配的分级财政体制，真正解决基层政府财政困难（崔瑜，2018）。其次，微观层面应该减少行政干预。虽然政府在金融发展中有积极的促进作用，在金融市场发展不完善时期，政府可以有效引导资源合理配置，促进金融市场稳定发展（蔡陈晨，2015，潘俊等，2015）。政府债务可以进行资源再整合，对金融发展有促进作用（毛捷和徐军伟，2019；史亚荣和赵爱清，2020）。然而，地方政府对金融的干预会使得信贷资源错配，引发债务风险和流动性风险，不利于金融市场长期健康发展（纪志宏等，2014；张军，2016）。

## （二）国外经验

对于政府隐性债务风险的治理的研究中，Sena Kimm Ganagnon（2014）利用1980-2008年96个国家的数据，分析了经济结构脆弱性对公共债务的影响。研究显示，在发展中国家，经济结构脆弱性与公共债务总额存在“U型”关系。GJ Miller et al.（2010）认为地方政府债务承担能力与当地经济密切相关，因为偿债来源为地方政府拥有的资金。Johann Brthaler et al.（2015）对奥地利市政当局的财政政策可持续性进行研究，发现市政债务限额有效的情况下债务水平较为稳定。E Gras et al.（2014）使用了1806个西班牙城镇数据样本，分析了西班牙政府的内控水平对负债的影响，结论为内控制度水平会影响政府债务，内控水平较高，其负债水平较低。D Luo et al.（2015）利用2004-2012年中国市政投资债券数据，发现地方政府官员调动引起政策不确定性，会对市政投资债券发行造成不利影响，这种政策的不确定性显著增加了市政投资债券的风险，增加了债券发行成本。并且，城市面临较大的债务偿还压力时，政策不确定对债券发行成本影响更加显著。这一研究加深了对我国地方政府债券发行的了解，为防控地方隐性债务风险提供了参考依据。

## 四、债券市场有效性

债券市场效率指证券市场调节和分配资金的效率，即债券市场能否将资金分配到最能有效使用资金的企业。West and Tinic（1972）将证券市场效率划分为外在效率和内在效率两类。第一，外在效率，指证券市场的资金分配效率。一是证券的价格能够充分反映了与该产品相关的信息，即价格具有充分的信息含量。Fama（1970）所提出的“有效市场假说”主要指这一点，他认为市场越有效，金融资产价格越能够无偏地反映各种相关信息，如经济动态、行业发展状况、公司经营和财务状况及发展前景等。二是证券的有关信息是否能充分披露和均匀地分布，使每个投资者在同一时间内得到等质等量的信息。例如，冯玉梅和王刚（2016）认为，金融市场上金融资产的价格变化是对各种信息的反应，如果这种反应是即刻而充分的，那么市场就是有效的，并选择了资产负债率、总资产报酬率、公司规模、债券期限、债券流动性和股价波动率等与公司实际信用风险有关的指标，检验这些指标与债券信用价差的相关性。施丹等（2013、2014）选取了资产负债率、净资产收益率、营业收入增长率等 17 个会计指标代表会计信息，检验这些指标与债券收益率的相关性，若会计信息与债券收益率具有较强的相关性，则说明债券市场是有效率的。第二，内在效率，指证券市场的交易运营效率，即证券市场能否在最短的时间和以最低的交易费用为交易者完成一笔交易，它反映了证券市场的组织功能和服务功能的效率。两个衡量债券市场内在效率的方式，一是每笔交易所需要的时间，二是每笔交易所需要的费用。在此类别下，我们将“某项条款采用与否转换为交易成本之和最小化的合约选择问题”的系列研究，都属于探讨如何提高金融市场内在效率范畴。从这个层面分析，债券市场低效率，主要原因是市场制度设计不合理，使市场参与者承担过高的交易成本。

关于市场有效性程度：根据 Fama（1970）的有效市场理论，按照信息集的不同类型将市场有效性划分为三种不同水平：弱式有效市场（I 级有效性）、半强式有效市场（II 级有效性）、强式有效市场（III 级有效性）。弱式有效市场：金融资产价格已经反映了过去的信息。市场弱有效的检验：检验市场指数是否满足随机游走的特性，选取游程检验、序列自回归检验、单位根检验和方差比检验四种方法对债券市场有效性进行检验。例如，宋芳秀等（2012）利用上述计量方法对中国债券市场进行了弱有效性检验，结果表明，中国债券市场符合弱式有效市场特征，已经达到弱式有效水平。栾稀（2014）利用随机游走模型



和协整检验的方法对国债市场有效性进行研究，证明国债市场符合 Fama 的弱式有效市场假说。半强式有效市场：金融资产价格已经反映了所有公开的信息，如公布的宏观经济数据、货币政策、公司经营业绩等。前文中所提到的外在效率和内在效率的检验都属于半强式有效市场检验。强式有效市场：金融资产价格已经反映了所有信息，如所有公开信息和私人信息及内部信息，目前我国金融市场还未达到强式有效。

本文从三个线索收集债券市场有效性的证据：定价有效性、评级有效性和担保有效性。一是债券定价有效，指债券利率不仅反映政府隐性担保信息，还能充分反映公开信息，包括合约条款安排、公司经营绩效等（施丹等，2014）。若公开信息与债券收益率具有较强的相关性，则说明债券定价是有效率的。典型的“公开信息”包括城投债担保信息、城投公司盈余信息等。例如，高盈余水平的城投公司具有较高的偿还能力，债券违约风险较小，城投债应当具有较低的风险溢价。反之，低盈余水平的城投公司自身偿还能力较小，城投债违约风险较高，应给予投资者更高的风险补偿溢价。如此一来，可以认为城投债定价是有效率的，城投债市场有效性较高。二是债券评级有效/评级质量。一般情况下，因城投公司资质高度依赖于地方政府信用水平，城投债信用评级与当地政府信用水平密切相关，显著高于其自身（在政府不对其进行财务支持的情况下）的信用水平。此外，同样由于发债企业背后存在政府信用支撑，债券违约风险较低，评级机构高估信用评级的行为不易被发现。因此，评级机构倾向于出具“虚高”的评级结果，此时债券评级质量较低。若政府不对企业提供隐性担保，使得企业评级主要与其经营绩效等经济基本面信息有关，而不是无差别地取决于政府信用，那么，可以称债券评级市场是有效率的。并且，由于发债企业背后隐性担保减弱，评级机构虚高评级的行为有可能被发现。因此，债券评级有效或者评级质量较高，通常意味着评级机构给予企业或债券的评级相对较低。三是债券担保有效：含义类同于债券定价有效。城投债担保有效性不足，指城投债担保往往能够提高信用评级，但无法起到降低债券利差的增信作用。担保无效问题的表现在于债券利率主要反映政府信用信息，无法反应担保合约条款信息。“债券担保有效”和“债券定价有效”的含义相似。

### （一）债券定价效率

债券市场效率指债券市场调节和分配资金的效率，即债券市场能否将资金分配到最能有效使用资金的企业。衡量债券市场是否有效率的直接标志是，债券价格能够充分反映了与该产品相关的信息，即价格具有充分的信息含量。作为影响债券定价的关键因素，会计信息对于估计债券合理价格，纠正债券错位价格具有重要意义。探索债券会计信息对定价的指导意义尤为重要。黄建兵（2002）提出我国可转换债券价格与股票价格之间相关性较低，说明投资者可能获得套利机会，债券市场价格有效性不足。高强和邹恒甫（2010）探讨了历史价格、无风险利率、宏观经济、公司基本面和利息支付等方面的因素，与债券未来的回报率的关系，得出我国金融改革进程中新推出的“市场化”的公司债券的信息有效性高于公司债券的信息有效性。张蕊等（2010）发现，债券交易成本随着交易规模增加而降低，剩余期限、交易活跃性和信用评级均影响债券交易成本，剩余期限短、交易活跃和信用评级高的债券交易成本较低。方红星等（2013）发现，国有产权能够发挥政府隐性担保的作用，减少了投资者面临的债券违约风险。但是，政府隐形担保降低了公司债券市场会计信息的有效性，使得债券会计信息与债券收益率之间的相关性较低，这一问题在城投债市场中更加突出（王博森等，2014）。施丹等（2014）选取了资产负债率、净资产收益率、营业收入增长率等 17 个会计指标代表会计信息，检验这些指标与债券收益率的相关性。若会计信息与债券收益率具有较强的相关性，则说明债券市场是有效率的。陈超和李镕伊（2014）、Bradley M. et al（2015）认为对于市场化运营的企业，债券担保是重要的增信措施，能够提高信用评级，降低债券发行利差。冯玉梅和王刚（2016）认为，金融市场上金融资产的价格变化是对各种信息的反应，如果这种反应是即刻而充分的，那么市场就是有效的，并选择了资产负债率、总资产报酬率、公司规模、债券期限、债券流动性和股价波动率等与公司实际信用风险有关的指标，检验这些指标与债券信用价差的相关性。魏明海等（2017）在实证中利用国有产权虚拟变量衡量政府隐性担保，认为减少国有持股、引入民营股份能够提高公司债券盈余信息有效性。

国外存在关于债券市场定价效率的研究。Reiter（1990）提出会计盈余信息对债券首次在资源合理配置中发挥重要作用。Ziebart and Reiter（1992）检验会计信息和债券评级于定价的关系。他们研究表明：会计信息影响债券评级和定价，并且会计信息是通过债券评级间接的影响债券定价。Jin（1992）根据纽交

所公司债数据样本，发现会计盈余信息和债券收益率之间存在正相关关系。Easton et al. (2009) 也证明了债券价格对盈余信息的正相关关系，他们发现，债券盈余信息公布前后，债券交易量增加，并且当盈余水平下降时，上述关系变得更显著。综上，国内外已经对债券定价效率，特别是债券盈余信息对债券价格的影响进行研究，但由于中国债券市场发展较晚，债券会计信息价值相关研究也较少

## (二) 债券评级质量

信用评级机构是金融市场中重要的中介机构，发挥着风险揭示和信息中介的作用，能够提升债券市场运行效率，促进金融市场健康发展（何平和金梦，2010）。但安然事件的曝光，表明信用评级的作用不尽如人意，2007 年次贷危机爆发后，信用评级机构受到更多市场主体的质疑。专业性、声誉和独立性是决定信用评级质量的关键因素。有文献认为评级机构的评级能力较低使得信用评级准确性较差。Caton et al. (2011)、马榕等 (2015) 指出，我国评级机构未能甄别发行人盈余管理的相关行为，发行人可能通过包装公司业绩获得较高的评级结果。Becker and Milbourn (2011)、Jiang et al. (2012) 认为独立性缺失是评级质量较低的重要原因。国内外评级机构大多采用发行人付费模式，会导致抨击机构产生迎合发债企业的动机，导致评级结果虚高。Shapiro (1983)、Klein and Leffler (1981) 提出，声誉是评级机构得以生存的基本，能够为评级机构带来长期收益，如果丧失声誉将会导致评级机构陷入生存危机。因此，声誉机制能够约束评级机构不当行为。在业务实践中，高声誉评级机构评级质量更高，因此，其降低债券融资成本的作用也更加显著（王雄元和张春强，2013）。虽然产业经济学认为市场竞争能够提高产品的质量，但在信用评级市场的分析中，已有研究认为评级机构竞争会导致评级质量下滑。Becker and Milbourn (2011)、Bolton et al. (2012)、Skreta and Veldkamp (2009)、张少哲和周久俊 (2016) 认为，评级机构为了获得评级收入，当市场竞争程度越激烈时，评级机构迎合债券发行人的动机越强烈，从而加重了评级利益冲突问题，使得评级虚高程度越大。但也有个别研究认为评级虚高于评级市场竞争之间无显著相关性（Bae et al.; 2015）。

## (三) 担保增信有效性

现有文献关于债券担保条款的研究，按照是否支持发债企业使用担保条款分为两大类。第一类文献建议“去担保化”。杨靖和曾小丽（2013）认为大多数地方融资平台选择担保是为了满足债券审批机构的要求而采取的“改良”措施，担保公司参与增信只是为信用评级较低的城投公司搭建进入资本市场的桥梁，并不一定能够降低债券违约风险。因此，是否有担保增信措施往往不是投资机构定价考核的依据，投资者对城投债的评估主要依靠融资平台经营状况建立起来的内部评级定价体系（郭欠等，2012）。钟辉勇等（2016）、江源（2020）通过实证发现，有担保的城投债只能提高债券评级，对债券信用利差无显著影响。在实践中，反对城投债使用担保条款的研究，主要是出于防范地方政府隐性债务风险的考量。地方政府为融资平台提供担保融资便利，如地方政府部门出具担保函、承诺函等进行兜底，构成了地方政府或有债务（许友传和刘红忠，2017）。为城投债提供担保的机构主要为政府性担保公司与国企事业单位，担保增信措施的使用增加了地方财政风险。一系列规范文件出台后，地方融资平台在理论上不存在合法形式的担保债务（李丽珍和安秀梅，2019）。

第二类文献认为应该承认债券担保的经济功能。张雪莹等（2017）认为城投债担保有助于缓解事后的信息不对称，低信用水平融资平台在债券发行结束后，违约风险更高，未来可能无法偿还债务，担保可以用来弥补投资者可能面临的损失。焦健等（2017）通过实证检验得出，担保能够降低信用债在交易所和银行间的交易成本，提高交易所债券的交易频率，进而提升债券的流动性，但该文没有说明担保的具体影响机制。部分国外文献涉及到市政债担保条款的作用，城投债作为我国“准市政债”，其担保条款的功能与市政债担保机制有着相似的逻辑。Downing and Zhang（2004）指出市政债券交易中信息披露相对更少，担保机构有更多关于债券的违约信息，利用担保信号可以帮助债权人筛选客户。虽然上述文献考察了担保在债券发行中的作用，但这些文献尚停留在担保作用的一般性描述上，没有考虑更微观具体的情况与细节。

目前对于担保有效性存在两类主流理论：担保的道德风险理论和逆向选择理论。面对信贷市场和债券市场中存在的信息不对称问题，担保的逆向选择理论强调债务人与债权人存在事前的信息不对称，而担保是债务人发送的信号，可以显示债务人良好的质量。Stiglitz and Weiss（1981）指出，风险是借款人的

私人信息，银行无法在贷款之前甄别不同风险的借款人。如果银行以市场上借款人的平均违约率确定所有债务的利率，就会使高品质的借款人因为借款成本过高而退出信贷市场，最后剩下愿意支付高利率的低品质的借款人，造成逆向选择。为了能够支付与其真实质量相匹配的借款成本，在均衡状态下，高质量（低风险）的借款人会通过抵押向银行传递信号，显示自身的高质量，从而选择低利率、高担保的信贷合约，而低质量（高风险）的借款人则不会采取抵押传递信号，最后以较高的利率水平获得资金（Bester, 1985; Besanko and Thakor, 1987; Chan and Kanantast, 1987）。Thakor（1982）通过数学推导得出：债券发行人资产质量越高（违约率越低），其在发行成本最小化的目标函数下选择购买保险对债券本息的覆盖比例越高，这意味着债券保险也可以向市场传递关于发行人高质量（低风险）的信号。综上所述，逆向选择理论对于债务人风险与担保、担保与债务利率之间的关系给出的预测是：借款人风险与担保抵押之间呈现负相关关系，即借款人风险水平越低，越愿意采取担保，而且其借款利率也越低。担保的道德风险理论认为，债权人可以观察到借款人事前的违约风险，但借款人事后的努力程度是观测不到的，最终引发道德风险（Boot et al., 1991）。相比于高信用的借款人，低信用的借款人的违约风险更高，道德风险更严重，未来更有可能无法偿还债务。为了避免承受损失，银行会要求高风险的借款人提供抵押，作为激励借款人还款的一种措施。另外，由于存在提取和变卖担保品的费用，企业的道德风险以及其他各种“交易成本”，银行从处置担保品中得到的价值将远远低于借款者贷款的价值（Barro, 1976），一旦借款者违约，银行将遭受损失。因此，在设定利率时银行会将上述因素考虑在内，最终相应地提高贷款利率。由此，道德风险理论认为债务人风险与担保、担保与债务利率之间存在正相关关系，即：借款人风险越高，越倾向于采取担保，而且债务利率也较高。有的实证研究也发现借款人风险与担保抵押之间呈现正相关性的证据：如 Gonas et al.（2004）指出，信用评级较高（风险较低）公司的债务采取抵押担保的概率更低；Brick and Palia（2007）的研究结果表明，可观察到的高风险的借款人更有可能提供抵押；平新乔和杨慕云（2009）利用我国商业银行的数据，研究发现信用贷款的利率要低于抵押贷款，信用贷款的事后违约率也要低于抵押贷款，从而证实我国信贷市场现状更加符合道德风险模

型。针对债券市场的研究，John et al. (2003) 的代理成本模型从管理层对抵押资产在职消费的角度较好地解释了有抵押担保的债务利率显著高于无抵押债券的现象。笔者认同钟辉勇等 (2016) 与江源等 (2020) 学者对我国债券担保有效性的判断标准，担保只能获得外部评级机构的信任（能够提高债券信用评级），但未能获得投资者信任（无法降低债券风险溢价），属于担保增信有效性不足的表现；提高担保有效性的关键在于获得投资者的信任，即担保条款能够降低债券融资成本。

## 五、地方隐性债务管理改革与债券市场有效性

### （一）国外政策研究

与本文研究紧密相关的国外研究大体可分为两类：一是对于金融机构“too big to fail”（大而不倒）相应出台的监管政策研究，主要是通过影响隐性担保从而影响债券市场风险溢价。当一些对金融体系非常重要或者业务体量巨大的金融机构发生危机时，为了避免系统性金融风险，各地政府往往会出资救助。这即是对“大而不倒”的金融机构提供的政府隐性担保。针对“大而不倒”所引发的救助成本高以及道德风险大的负面影响，2010年7月美国颁布《多德—弗兰克法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act），主要思想是建立系统监管体系，将对金融体系重要的银行和非银行金融公司均纳入美联储监管，实施严格的资本充足率以及其他审慎的监管标准，以改变目前金融机构“too big to fail”的问题，以防范系统性风险。Lester and Kumar (2014) 利用美国 2009-2013 年公司债券数据进行研究，发现因受到“大而不倒”政府隐性担保的影响，2009 年大型银行债券的信用利差低于相同条件下的其他小银行债券利差 137 个基点，在 2010 年《多德—弗兰克法案》出台后，隐性担保降低信用利差的作用在 2011 年下降至 57 个基点，2012 年下降至 36 个基点。IMF (2014) 研究显示，2009 年美国大型银行债券利差比其他银行债券利差低 200 个基点，但 2013 年缩小到 100 个基点左右。Gao et al. (2016) 考察了《多德—弗兰克法案》出台前后美国六个大型银行和其他银行的债券市场收益率数据，评估对于《多德—弗兰克法案》能否解决大而不倒问题的市场预期。检验结果显示，在《多德—弗兰克法案》开始讨论初期，市场对大银行发行的

债券的利差预期增加，并且发现，在法案通过的后期，这一效应不再显著，这显示出市场对《多德—弗兰克法案》对减弱隐性担保的有效性持怀疑态度。Acharya et al（2016）采用事件研究方法发现，2008年美国政府对贝尔斯登银行纾困以及国会通过不良资产救助计划，使得大型金融机构债券利差下降约100个基点，但《多德—弗兰克法案》的出台并没有使得大型金融机构债券利差出现显著上升，这表明法案没有显著降低投资者对特大金融机构的政府隐性担保预期。

二是研究中央与地方政府的财政体制安排，政府财政救助预期变化、政府预算约束强度变化等要素是否以及如何影响政府性债券信用利差。如，Sola et.al（2016）利用了美国、德国、澳大利亚和加拿大的数据进行研究后发现，总的来看，地方政府的财政状况显著影响地方政府债务利差，高负债将明显提高地方债信用利差，但中央政府向地方政府的转移支付和制度安排差异对市场的政府隐性担保预期有差异性影响，进而对市场利率的定价机制的有效性也有不同的影响。Beck et al.（2017）以美国、加拿大、奥地利、瑞士、西班牙等数据为样本，利用地方政府对中央财政收入的贡献程度反映中央政府为其提供救助的意愿，用中央政府自身财务数据反映中央政府的救助能力，以此构建面板回归模型来考察中央政府提供救助的预期如何影响地方政府债券信用利差。Feld et al.（2017）以瑞士26个州政府债券样本进行实证考察后显示：严谨的地方政府财政监管制度能够降低地方债的信用利差约10个基点以上。2003年7月，瑞士联邦法院终止裁定瓦莱州政府对债务困境中的Leukerbad镇不承担救助责任，这标志性的事件强化了市场对于地方政府性债务预算约束硬化的心理预期，使得各州政府债券的信用利差下降了26个基点。

## （二）国内政策研究

国内对于地方债务管理政策影响债券市场的研究相对较少。王博森等（2016）、张雪莹等（2019）考察了地方政府债务治理政策出台后，债券市场对政府隐性担保预期的变化。但这两篇论文只是以债券利率数据为样本，对政策颁布前后政府隐性担保在债券定价的作用大小进行测算，发现在43号文出台后，隐性担保对地方国企债券利率的影响显著下降。可以看出，现有研究对于

地方债务管理政策效果的分析和评估较为缺乏，且仅聚焦在政策对债券利率的影响中。

中国地方隐性债务形成与存续的过程，直接贯通着财政与金融两大领域，一方面以企业的“面目”在金融市场上融资，另一方面又拥有地方政府信用的背书。尽管在一定时期支撑了中国高速增长的同时，但也带来了诸多问题。从目前情况看，学界针对其蕴含财政金融风险的讨论较为充分，但在地方政府隐性债务如何影响金融市场有效性方面的分析，还比较少。为此，笔者基于近年来中央连续出台地方隐债风险防范化解措施的特定背景，选择其中若干具有代表性三个改革方略，从政策改革对债券市场有效性的三条线索（担保、评级、定价）来看，对“政策实施是否能够提高债券市场有效性”的研究进行梳理。

### 1.43 号文与债券担保有效性

2014年10月2日，国务院颁布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（即“43号文”）明确了政策实施后的城投债一律不属于地方政府偿还责任范畴。除此之外，“43号文”对地方政府性债务管理机制以及存量债务处理进行了规定。首先，“43号文”的指导思想是构建“借、用、还”统一的地方政府性债务管理机制，防范财政金融风险、有效发挥地方政府规范化融资举债的作用，促进经济持续健康发展。其核心内容是规范化债务管理机制，防范金融财政风险以及促进经济发展是目的所在。要达到上述目标，坚持的原则是“疏堵结合、分清责任、规范管理、规范风险、稳步推进”二十字方针。其次，43号文对于如何加强地方政府性债务管理给出了一整套解决措施方案，分别是对地方政府性债务实行规模控制和预算管理、建立规范化的地方政府融资举债机制、防范化解地方政府性债务风险和完善配套制度四个方面。最后，43号文明确提出妥善处理存量债务，并提出具体措施：在甄别清理地方政府性债务的基础上，对地方政府部门举措的债务以及企事业单位债务中属于政府应该偿还的部分，应该纳入预算管理。二是对于企事业单位债务中不属于政府应当偿还的部分，应遵循市场规则进行处理，降低行政干预。从此引发对我国地方政府债务风险治理的关注。

担保条款能够同时对评级和定价起作用，才能说明担保是有效的。在此认识的基础上，债券对于“43号文影响债券担保有效性”的研究，已有文献主要从隐性担保视角进行分析。罗荣华等（2016）和王博森等（2014）认为，无担保



城投债背后的政府隐性担保能够降低融资成本，是市场担保未能降低城投债融资成本的主要原因。张雪莹等（2019）和 Xiaoqian Zhang（2020）发现，43号文出台前，城投债信用利差明显低于民企债券，但43号文等地方政府债务治理政策实施后，政府隐性担保的作用减弱，城投债与民企债券信用利差间的差距明显缩小。闫晓东等（2019）则进一步证实，在43号文政策实施后，无担保城投债的发行利差较政策实施前提高了28个基点。但是，上述文献均没有直接研究43号文如何影响城投债市场担保的有效性。陈姗姗和骆焯飞（2020）通过对比43号文前后城投债担保效果差异，发现43号文的出台增强了城投债担保有效性，周金飞（2020）将其归因于43号文在削弱政府隐性担保、促进城投债市场化发行方面的作用。这些研究虽然明显推进了地方政府性债务管理改革对城投债担保有效性的影响研究，但仍存在以下两点不足：一是仅通过双重差分法评估43号文系列政策的实施效果，研究方法设计较为简单，无法分析和刻画地方债务改革对城投债担保有效性的影响路径，也未能实现43号文政策颁布前后各地区政府隐性担保的有效量化和区分，因而难以为地方债务改革效果及其影响路径提供直观可靠的证据。二是仅仅强调了地方债务管理改革在经济因素（政府隐性担保）上的作用，认为43号文颁布前城投债担保有效性不足只是来源于政府隐性担保，没有认识到行政干预对担保质量的限制以及43号文系列政策对行政干预因素的匡正作用。而厘清地方债务改革影响担保有效性的行政干预渠道，可以为进一步提高担保质量的担保市场供给侧改革提供启示。

## 2. 中国“不救助”改革与债券评级质量

由于我国债券市场发展时间短，在信用风险管理方面的经验相对不足，政府设置了若干道防范债券违约风险的屏障。最初，审批进入债券市场的均为大资产大规模的国有企业，并且需要由国有银行为债券发行提供第三方担保，这些措施保障了债券投资者不会承担过多的损失。但随着发行主体范围的扩大，债券违约的潜在概率出现了上升。出于防止经济增长失速和保护税源等动机的考虑，地方政府倾向于采取帮助本地企业克服各类困难的政策思路，既包括国有企业也包括民营企业。因此，在2014年中央的“不救助改革”实施前，地方政府往往对具有潜在违约风险的债券予以救助。例如，2012年山东省地方政府救助了当地国有企业山东海龙，同年，江西省政府救助了一家非国有太阳能电池

板制造商（江西赛维太阳能）。政府救助主要采取以下几种措施：一是中央或地方政府可以直接对企业提供财政支持，或者在政府的扶持下使其与实力更强的行业龙头企业合并。二是地方政府可能会“指示”国有银行向财务困境中的企业发放贷款或扩大现有贷款。三是政府可以通过向公司减免税收或提供政府订单予以帮助。在债券市场较为脆弱、没有较强违约承担能力的情况下，政府“救助”在我国债券市场起步初期发挥了积极作用，保障了债券市场的基本稳定。

但随着近年来我国经济发展压力增大，政府提供救助与潜在救助成本上升等矛盾变得更加尖锐。为了进一步促进债券市场的长期健康发展，建立健全市场化的债券风险化解方式，中国政府打破了长期以来对濒临违约的债券提供救助的做法，允许债券违约事件发生。2014年3月，首家非国有企业“上海超日”太阳能债券违约。虽然各级政府并未完全放弃救助企业，但近几年债券违约数量和规模显著增加的事实表明，中国政府正在着力支持债券市场逐步完善自发解决债券违约事件的能力。为此罗伯特·希勒（2016）也分析指出，容忍更多违约事件的暴露，显示了中国政府积极地将金融体系向市场化方向推进以及建立风险信用定价的决心。总的来看，“不救助”改革推动中国债券市场进入了一个新的阶段。

已有研究对中国“不救助改革”或者债券违约影响评级有效性主要分为两个类别。第一类研究侧重于债券违约对不同评级机构的影响。黄小琳（2017）、麦勇（2020）指出，在已评债券发生违约后，涉事评级机构不仅没有收紧评级标准，反而更加高估企业的信用评级，而且，评级机构发生的债券违约事件越多，其高估信用评级的程度越大。姚红宇（2019）提出，在我国债券违约发生前，评级机构的声誉机制是失效的，在债券违约发生后，评级机构声誉机制的有效性出现明显提升，高声誉评级机构减少了高估企业信用评级的现象。第二类分析侧重于债券违约对我国整体信用评级的影响。Livingston et al.（2018）提出，中国的评级等级划分较为粗糙，以至将违约风险差异显著的债券划分在一个评级类别中，在2014年3月中国首次出现债券违约事件后，信用评级中的信息含量并没有增加。Mo Guiqing et.al（2021）所作的研究表明，2014年3月中国债券市场首次出现违约后，获得AAA评级的债券数量增多，与之前相比，同

一评级发债企业的杠杆率更高、利润率和偿债能力更低。因此，中国债券市场出现违约后，评级膨胀问题更加严重。

### 3. 混合所有制改革成效

现有研究对混合所有制发挥的作用产生分歧，尚未达成共识。第一类文献认为民营资本参股对国有企业有积极影响。首先，混合所有制改革通过整合不同类型企业的优势资源，实现了专业化分工与规模经济，提高了企业产品的效益（王业雯和陈林，2017；杨志强等，2018）。其次，民营资本入股国有企业后，政府干预企业的成本增加，降低了对国有企业经营活动和投资决策的干预，使得国企政策性负担显著降低（陈林和唐杨柳，2014）。还有他研究表明，混合所有制改革在提高企业绩效（马连福等，2015；郝阳和龚六堂，2017）、公司内部治理效率（刘运国等，2016；曾诗韵等，2017；蔡贵龙等，2018）、创新效率（张祥建，2015；杨志强等，2018）等几个方面均具有积极作用。第二类文献认为民营资本参股对国有企业具有负面影响。一是民营资本参股国有企业可能会侵占国有利益，导致企业经营绩效恶化。在民营资本参股国有企业的过程中，产权交易缺乏完善的大股东制衡机制和市场监管机制，中小投资者利益得不到保护，存在民营股东和国有股东之间的合谋行为，损害国有利益（李广子和刘力，2010）。二是民营资本参股可能会使得国企创新水平下降。陈德球等（2016）提出，混合所有制改革并没有改变国有资本控股的现状，国有资本保持绝对优势，民营股东缺乏实际控制权，因而混合所有制改革后，民营股东更多地选择减少企业创新投资活动来规避风险。并且，因为国有企业在资金、企业规模和资源获取中具有比较优势，所以更有创新性（聂辉华等，2008）。陈林和陈焕然（2021）认为，在民营股东拥有企业控制权后，政府不再继续为企业提供融资担保和政策扶持，因此企业面临较少的政府补助和更高的融资成本，从而导致创新研发资金不足，创新水平下降。三是国企民营化后可能导致政策性负担显著增加，对民营化后的国企经营绩效产生显著负面影响（刘春和孙亮，2013）。

仅关注混合所有制改革在短期内对国企各类财务绩效的作用是远远不够的，还需要检验混合所有制改革是否有助于推动国有企业成为自主经营、预算刚性的市场主体，以及探究如何充分释放混合所有制改革在该方面的潜力。对此，

张辉等（2016）发现混合所有制改革减轻了上市国有企业承担的政策性负担并由此提高了企业绩效。陈思宇等（2021）利用中国工业企业数据库数据进行研究，提出混改削弱了国有企业所享有的国家资本支持和信贷优惠政策。曹讯等（2021）以2014-2018年国有上市公司为研究样本得到类似结论，发现混合所有制改革会减少国企的银行信贷，增加了企业商业信用需求。已有文献虽然发现混合所有制改革有利于减弱国有企业中的政府信用，但主要研究了上市国企信贷融资成本及能力在混改前后的变化，来自债券市场的实证分析比较匮乏，而政府隐性担保是阻碍债券市场有效性的重要因素，应该对混合所有制改革如何影响债券市场的问题作进一步研究。

## 六、研究评述与展望

总体而言，通过梳理已有文献可知，国内外学者对政府隐性债务及其带来的财政金融风险进行了研究，对政府隐性债务政策的评估与分析做了一些工作，并得出了有益结论。但现有研究存在以下不足：

第一，国内研究虽然对地方政府隐性债务方面的研究成果较为丰富，但和国外研究相比，我国隐性债务分析研究没有形成系统性分析体系，对于债务风险管理政策的分析与评估方法也较为零散。已有研究一般常用方法是通过双重差分法评估政策的实施效果，研究方法设计较为简单，无法分析和刻画地方债务改革对债券市场的影响路径，因而难以为地方债务改革效果及其作用渠道提供直观可靠的证据。

第二，在研究方法上，国内外政府债务研究分析工具多样化。综合使用定性与定量分析相结合、实证分析、理论与案例分析等方法，涉及金融学、社会学、政治经济学等多个学科。基于隐性债务风险的隐蔽性和数据可得性，国内对于政府隐性担保和行政干预程度，以及政府隐性债务风险程度的定量分析仍缺乏严谨的测算和实证研究，未能实现地方隐性债务管理政策颁布前后各地区政府隐性担保和行政干预程度的有效量化和区分。

第三，已有文献只强调了地方债务管理改革在经济因素（政府隐性担保）上的作用，大部分认为地方隐性债务管理改革前债券市场有效性不足只是来源于政府隐性担保，没有意识到政策改革对行政干预等非经济因素的匡正作用。

未来，可以从以下几点作进一步努力：

首先，对于隐性债务的计量和认定需要制定统一的官方标准，这是理清隐性债务基数的前提。在摸清地方隐性债务问题的同时，构建政府隐性债务风险预警体系和政府可持续融资机制，继续探究和解决地方政府融资更深层次的根本矛盾，分析其可实现的市场化运作方式，提高可持续造血能力。

其次，梳理地方政府隐性债务可能的表现形式。虽然已有文件对地方隐性债务进行了界定，但学术界仍没有形成统一的认识。因此，进一步厘清地方政府隐性债务的表现方式，真正做到摸清隐性债务实践中的底数。

最后，继续从多方面探究债券市场有效性的度量指标，分析并检验政策颁布对债券市场有效性的影响，更为全面地评估地方政府隐性债务管理政策的实施效果。帮助监管部门探索构建地方政府性债务“防火墙”的改革路径，也有利于进一步加强财政与金融政策在微观层面的协同。

## 参考文献

- [1]. 曹婧、毛捷和薛熠, 2019年, 《城投债为何持续增长: 基于新口径的实证分析》, 《财贸经济》第5期, 第5-22页。
- [2]. 曹迅和杨棉之, 2021, 《国有企业混合所有制改革与商业信用融资》, 《现代经济探讨》第1期, 第22-30页。
- [3]. 蔡继荣和胡培, 2006, 《基于专用性资产及其套牢效应的战略联盟不稳定性分析》, 《科技进步与对策》第10期, 第9-13页。
- [4]. 蔡继荣, 2006, 《动态议价过程战略联盟不稳定性分析》, 《理论探索》第6期, 第89-91页。
- [5]. 蔡贵龙、郑国坚和马新啸等, 2018, 《国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革》, 《经济研究》第9期, 第99-115页。
- [6]. 陈思宇、张峰和殷西乐, 2021, 《混合所有制改革促进了公平竞争吗——来自国有企业硬化预算约束的证据》, 《山西财经大学学报》第11期, 第16-28页。
- [7]. 陈姗姗和骆焯飞, 2020, 《增信措施对城投债评级和定价的影响》, 《运筹与管理》第7期, 第180-188页。
- [8]. 陈林和陈焕然, 2021, 《发展混合所有制经济的路径选择——基于“双向混改”模式的讨论》, 《学术研究》第5期, 第78-84页。
- [9]. 陈林和唐杨柳, 2014, 《混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究》, 《经济学家》第11期, 第13-23页。
- [10]. 陈超和李镛伊, 2014, 《债券融资成本与债券契约条款设计》, 《金融研究》第1期, 第44-57页。
- [11]. 邓博文和曹廷贵, 2016, 《信用评级行业的监管与评级质量》, 《国际金融研究》第3期, 第40-50页。
- [12]. 冯玉梅和王刚, 2016, 《公司股票和债券价格中的信用风险信息效率研究》, 《国际金融研究》第7期, 第83-96页。
- [13]. 郝和龚六堂, 2017, 《国有、民营混合参股与公司绩效改进》, 《经济研究》第3期, 第124-137页。
- [14]. 江源, 2020, 《担保公司的增信有效吗?—基于城投债信用评级和发行

定价的检验》，《财经论丛》第4期，第55-62页。

- [15]. 吉富星，2019，《隐性债务治理与政府融资规范》，《中国金融》第3期，第67-68页。
- [16]. 阚晓西、易贇和刘宝军，2018，《政府融资担保体系建设的国际比较与借鉴》，《财政科学》第9期，第40-46页。
- [17]. 寇宗来、盘宇章和刘学悦，2015，《中国的信用评级真的影响发债成本吗？》，《金融研究》第10期，第81-97页。
- [18]. 郭欠和张毓，2012，《我国债券市场信用评级行业发展及建议》，《债券》第10期，第6页。
- [19]. 高强和邹恒甫，2010，《企业债券与公司债券信息有效性实证研究》，《金融研究》第7期，第99-117页。
- [20]. 郝阳和龚六堂，2017，《国有、民营混合参股与公司绩效改进》，《经济研究》第3期，第124-137页。
- [21]. 韩鹏飞和胡奕明，2015，《政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗？——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究》，《金融研究》第3期，第116-130页。
- [22]. 何志刚、周泉和陆奕雯，2016，《金融认证对债券融资成本的影响分析——以我国城投债为例》，《证券市场导报》第2期，第63-71页。
- [23]. 何平和金梦，2010，《信用评级在中国债券市场的影响力》，《金融研究》第4期，第15-28页。
- [24]. 黄建兵，2002，《中国的可转换债券与市场价格有效性研究》，《系统工程理论方法应用》第1期，第65-69页。
- [25]. 黄小琳、朱松和陈关亭，2017，《债券违约对涉事信用评级机构的影响——基于中国信用债市场违约事件的分析》，《金融研究》第3期，第130-144页。
- [26]. 胡悦和吴文锋，2018，《城投债中的地方政府信用——隐性担保还是隐性担忧》，《投资研究》第9期，第44-61页。
- [27]. 罗荣华和刘劲劲，2016，《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》，《金融研究》第4期，第83-98页。
- [28]. 刘红忠、许友传和 LIU，2017，《地方政府融资平台债务重构及其风险缓释》，《复旦学报：社会科学版》第6期，第143-154页。

- [29]. 刘春和孙亮, 2013, 《政策性负担、市场化改革与国企部分民营化后的业绩滑坡》, 《财经研究》第1期, 第71-81页。
- [30]. 刘尚希, 2018, 《以拆弹的精准和耐心化解地方隐性债务风险》, 《地方财政研究》第8期, 第4-6页。
- [31]. 李升, 朱欣和韩海彬, 2019, 《地方显性债务与隐性债务的形成机制: 基于融资约束的实证考察》, 《天津商业大学学报》第1期, 第17-24页。
- [32]. 李丽珍和安秀梅, 2019, 《地方政府隐性债务: 边界、分类估算及治理路径》, 《当代财经》第3期, 第37-47页。
- [33]. 李广子和刘力, 2010, 《上市公司民营化绩效: 基于政治观点的检验》, 《世界经济》第11期, 第139-160页。
- [34]. 李贤平、江明波和刘七生, 2000, 《国债市场有效性的初步探讨》, 《统计研究》第7期, 第32-38页。
- [35]. 林毅夫和李志赟, 2004, 《政策性负担、道德风险与预算软约束》, 《经济研究》第2期, 第17-27页。
- [36]. 林晚发、何剑波和周畅等, 2017, 《“投资者付费”模式对“发行人付费”模式评级的影响: 基于中债资信评级的实验证据》, 《会计研究》第9期, 第62-68页。
- [37]. 栾稀, 《我国国债市场的有效性研究及其对收益率曲线完善的启示》, 《海南金融》第5期, 第41-45页。
- [38]. 马连福、王丽丽和张琦, 2015, 《混合所有制的优序选择: 市场的逻辑》, 《中国工业经济》第7期, 第5-20页。
- [39]. 马惠娴和陈姗姗, 2021, 《城投公司混合所有制改革与债务风险》, 《当代财经》第4期, 第66-77页。
- [40]. 马海涛和吕强, 2004, 《我国地方政府债务风险问题研究》, 《财贸经济》第2期, 第12-17页。
- [41]. 麦勇、张天杰和郑秀君, 2020, 《债券违约对涉事评级机构评级公信力的影响研究》, 《金融发展》第1期, 第24-42页。
- [42]. 孟庆斌、张强和吴卫星等, 2018, 《中立评级机构对发行人付费评级体系的影响》, 《财贸经济》第5期, 第53-70页。
- [43]. 聂辉华、谭松涛和王宇锋, 2008, 《创新、企业规模和市场竞争力: 基于中国企业层面的面板数据分析》, 《世界经济》第7期, 第57-66页。



- [44]. 潘俊、王亮亮和吴宁等, 2016, 《财政透明度与城投债信用评级》, 《会计研究》第 12 期, 第 72-78 页。
- [45]. 施丹, 2013 年, 《会计信息在中国公司债交易市场中的有用性》, 《首都经济贸易大学学报》第 1 期, 第 16-29 页。
- [46]. 沈红波和廖冠民, 2014, 《信用评级机构可以提供增量信息吗——基于短期融资券的实证检验》, 《财贸经济》第 8 期, 第 15-28 页。
- [47]. 宋芳秀和王梓激, 2012, 《制度规则、前提设定及至有效性比较:银行间与交易所债券市场》, 《改革》第 10 期, 第 124-129 页。
- [48]. 吴秋和独正元, 2019, 《混合所有制改革程度、政府隐性担保与国企过度负债》, 《经济管理》第 8 期, 第 162-177 页。
- [49]. 王剑锋、吴京, 2020, 《地方债搭售合约与发行利率异象》, 《财贸经济》第 6 期, 第 51-64 页。
- [50]. 王永钦、陈映辉和杜巨澜, 2016, 《软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据》, 《经济研究》第 11 期, 第 96-109 页。
- [51]. 王业雯和陈林, 2017, 《混合所有制改革是否促进企业创新?》, 《经济与管理研究》第 11 期, 第 112-121 页。
- [52]. 王博森和施丹, 2014, 《市场特征下会计信息对债券定价的作用研究》, 《会计研究》第 4 期, 第 19-26 页。
- [53]. 汪莉和陈诗一, 2015, 《政府隐性担保、债务违约与利率决定》, 《金融研究》第 9 期, 第 66-81 页。
- [54]. 温来成, 2014, 《深化财税体制改革重要路径:地方债管理的制度化、规范化和法制化》, 《财政监督》第 6 期, 第 18-19 页。
- [55]. 温来成, 2019, 《当前我国地方政府债务风险控制的政策选择》, 《清华金融评论》第 7 期, 第 40-42 页。
- [56]. 温来成和韩仁月, 2018, 《地方政府债务规范管理的政策取向》, 《中国财政》第 12 期, 第 29-31 页。
- [57]. 温来成和马昀, 2019, 《财政透明度与地方政府融资成本——来自 2015 年《预算法》实施的证据》, 《地方财政研究》第 12 期, 第 28-35 页。
- [58]. 吴京、王剑锋和陈司博, 2021, 《提升信息披露质量会缓解地方债发行利率异象吗?——基于搭售合约的实证分析》, 《证券市场导报》第 10 期, 第 52-60 页。

- [59]. 魏明海和赖婧, 2017, 《隐性担保,金融中介治理与公司债券市场信息效率》, 《南开管理评论》第1期, 第30-42页。
- [60]. 邢天才、詹明君和王文钢, 2016, 《评级机构竞争、声誉与债券信用评级质量》, 《财经问题研究》第6期, 第24-42页。
- [61]. 徐晓萍、阮永锋和刘音露, 2018, 《市场竞争降低评级质量了吗——基于新进入评级机构的实证研究》, 《财贸经济》第11期, 第96-111页。
- [62]. 杨志强和李增泉, 2018, 《混合所有制、环境不确定性与投资效率——基于产权专业化视角》, 《上海财经大学学报》第2期, 第5-25页。
- [63]. 杨兴和尹兴强, 2018, 《国企混改如何影响公司现金持有?》, 《管理世界》第11期, 第93-107页。
- [64]. 杨靖和曾小丽, 2013, 《债券担保增信原理探讨及其启示》, 《债券》第5期, 第70-75页。
- [65]. 叶康涛和陆正飞, 2004, 《中国上市公司股权融资成本影响因素分析》, 《管理世界》第5期, 第127-131页。
- [66]. 闫晓东、张迎春和李俊霞, 2019, 《43号文减弱了地方政府的隐性担保吗?——基于城投债发行利差视角》, 《南方金融》第9期, 第20-28页。
- [67]. 钟昀珈、张晨宇和陈德球, 2016, 《国企民营化与企业创新效率:促进还是抑制?》, 《财经研究》第7期, 第4-15页。
- [68]. 张祥建、郭丽虹和徐龙炳, 2015, 《中国城投公司混合所有制改革与企业投资效率——基于留存国有股控制和高管政治关联的分析》, 《经济管理》第9期, 第132-145页。
- [69]. 钟辉勇等, 2016, 《城投债的担保可信吗:来自债券评级和发行定价的证据》, 《金融研究》第4期, 第66-82页。
- [70]. 张雪莹和焦健, 2017, 《担保对债券发行利差的影响效果研究》, 《财经论丛(浙江财经大学学报)》第2期, 第48-57页。
- [71]. 张雪莹和焦健, 《地方政府性债务溢出及其治理效应——基于债券市场的研究》, 《国际金融研究》, 2019年第10期, 第64-73页。
- [72]. 张雪莹和王玉琳, 2019, 《地方政府债务治理与政府隐性担保效果——基于债券市场数据的分析》, 《证券市场导报》第1期, 第28-36页。
- [73]. 周金飞, 2020, 《地方融资平台市场化转型的研究》, 《商业研究》第5期, 第18-25页。

- [74]. 周海晨和陈俊豪, 2019, 《深入混改七件事——影响混合所有制改革质量与效果的关键因素探讨》, 《企业管理》第4期, 第13-15页。
- [75]. 张路, 2020, 《地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据》, 《中国工业经济》第2期, 第44-62页。
- [76]. 张莉、年永威和刘京军, 2018, 《土地市场波动与地方债——以城投债为例》, 《经济学(季刊)》第3期, 第1103-1126页。
- [77]. 张雪莹和焦健, 2017, 《信息不对称与债券担保——基于中国债券市场的检验》, 《南方经济》第4期, 第53-70页。
- [78]. 张雪莹和焦健, 2017, 《担保对债券发行利差的影响效果研究》, 《财经论丛(浙江财经大学学报)》第2期, 第48-57页。
- [79]. 张路, 2020, 《地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据》, 《中国工业经济》第2期, 第64-82页。
- [80]. 张蕊, 王春峰和房振明等, 2010, 《中国银行间债券市场企业债交易成本研究》, 《管理学报》第2期, 第268-272页。
- [81]. 张祥建和徐晋, 2005, 《股权再融资与大股东控制的“隧道效应”——对上市公司股权再融资偏好的再解释》, 《管理世界》第11期, 第127-136页。
- [82]. 钟宁桦、陈姗姗和马惠娴, 2021, 《地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度》, 《中国工业经济》第4期, 第5-23页。
- [83]. 钟辉勇和陆铭, 2017, 《财政与金融分家:中国经济“去杠杆”的关键》, 《探索与争鸣》第9期, 第117-124页。
- [84]. 詹明君和邢贺, 2016, 《评级机构竞争、声誉对债项评级的非对称影响》, 《东北财经大学学报》第6期, 第66-73页。
- [85]. 张辉、黄昊和闫强明, 2016, 《混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于1999-2007年工业企业数据库的实证研究》, 《经济学家》第9期, 第32-41页。
- [86]. 曾诗韵、蔡贵龙和程敏英, 2017, 《非国有股东能改善会计信息质量吗?——来自竞争性国有上市公司的经验证据》, 《会计与经济研究》第4期, 第30-46页。
- [87]. 赵全厚, 2014, 《风险预警、地方政府性债务管理与财政风险监管体系催生》, 《改革》第4期, 第61-70页。

- [88]. Ang A, Bai J, Hao Z., 2015, "The Great Wall of Debt: The Cross Section of Chinese Local Government Credit Spreads", *Social Science Electronic Publishing*
- [89]. Baglole, Joel, 2004, "A Huge Leap of Faith. (cover story)", *Far Eastern Economic Review*, 167, 38-42.
- [90]. Ba Rro R J. Rational expectations and the role of monetary policy[J]. *Journal of Monetary Economics*, 1976, 2 (1) :1-32.
- [91]. Baghai, R., Servanes H., Tamayo, A., 2014. "Having rating agencies become more conservative? Implications for capital structure and debt pricing", *Journal of Finance*, 69, 961-962.
- [92]. Becker, B., Milbourn, T., 2011. "How did increased competition affect bond ratings?", *Journal of Finance*, 101, 493-514.
- [93]. Bester H., 1985, "Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information", *The American Economic Review*, 75 (4) : 850-855.
- [94]. Bertrand M, Mullainathan D S., 2004, "How Much Should We Trust Differences-in-Differences Estimates?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, pp. 249-275.
- [95]. Reiter S A. The use of bond market measures in financial accounting research. 1986.
- [96]. Boot A W A, Thakor A V, Udell G F., 1991, "Credible commitments, contract enforcement problems and banks: Intermediation as credibility assurance", *Journal of Banking & Finance*, 15 (3) : 605-632.
- [97]. Bolton P, Shapiro X F., 2012, "The Credit Ratings Game", *Journal of Finance*, 67, 85-111.
- [98]. Bo L, Mear F C J, Huang J. New development: China's debt transparency and the case of urban construction investment bonds[J]. *Public Money & Management*, 2017, 37 (3) : 225-230.
- [99]. Brick I E, Palia D. Evidence of jointness in the terms of relationship lending[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2007, 16 (3) : 452-476.
- [100]. Budina N, Brixi H P, Irwin T. Public-Private Partnerships in the New EU Member States: Managing Fiscal Risks. 2007.

- [101]. Blume, M., Lim, F., Mackinlay, A., 1998. "The declining credit quality of U.S. corporate debt: myth or reality?", *Journal of Finance*, 53, 389-1413.
- [102]. Chan Y S, Kanatas G., 1985, "Asymmetric valuations and the role of collateral in loan agreements", *Journal of money, credit and banking*, 17 (1) :84-95.
- [103]. Chris Brune, Pu Liu., 2010, "The contagion effect of default risk insurer downgrades: The impact on insured municipal bonds", *Journal of Economics and Business*, Vol.63, pp.492~502.
- [104]. Caton, G., Chiyachantana, C., Chua, C., & Goh, J., Earnings Management Surrounding Seasoned Bond Offering: Do Managers Mislead Ratings Agencies and the Bond Market?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, No. 3, 2011, pp. 687-708.
- [105]. Cebotari A. Contingent Liabilities: Issues and Practice[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2008, 08 (245) :1-60.
- [106]. D Besanko, Thakor A V. Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets[J]. *International Economic Review*, 1987, 28 (3) :671-689.
- [107]. Downing C, Zhang F. Trading Activity and Price Volatility in the Municipal Bond Market[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59 (2) :899-931
- [108]. Easton P D, Monahan S J, Vasvari F P. Initial Evidence on the Role of Accounting Earnings in the Bond Market[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2008.
- [109]. Grossman S J, Hart O D., 1986, "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
- [110]. Grammatikos T, Vermeulen R. Transmission of the financial and sovereign debt crises to the EMU: Stock prices, CDS spreads and exchange rates[J]. *Journal of International Money & Finance*, 2012, 31 (3) :517-533.
- [111]. Jiang, J., Stanford, M., Xie, Y., 2012. Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence. *Journal of Finance*. 105, 607-621.
- [112]. Jong-Dae, Jin. The relationship between accounting earnings and bond returns[J]. *Journal of Accounting & Public Policy*, 1992.

- [113]. Klein , B.,& Leffler , K.B.,The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance. Journal of Political Economy,Vol. 89,No.4,1981,pp.615-641.
- [114]. Mo G, Gao Z , Zhou L, 2021, “China's No-bailout Reform: Impact on Bond Yields and Rating Standards”, *Journal of Banking and Finance*,133.
- [115]. Polackova H. Contingent government liabilities: a hidden risk for fiscal stability[J]. Policy Research Working Paper, 1998.
- [116]. Roberts M R, Bradley M . The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants[J]. Quarterly Journal of Finance, 2015.
- [117]. Shapiro,C., Premiums for High Quality Products as Rents on Reputation. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 98, No. 4, 1983 ,pp.659-679 .
- [118]. Skreta,V., Veldkamp, L., Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Rating Inflation. Journal of Monetary Economics,Vol. 56, No. 5,2009 , PP.678-695.
- [119]. Sharpe W Fama. American Finance Association Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work : Discussion[J]. Journal of Finance, 1970, 25 ( 2 ) :418-420.
- [120]. Sumit Agarwal,Robert Hauswald: “Distance and Private Information in Lending”,The Review of Financial Studies, vol.23,No.7,2010, PP2757-2788.
- [121]. Stiglitz J E,Weiss A.,1981,“Credit rationing in markets with imperfect information”,The American economic review,71 ( 3 ) :393-410.
- [122]. Paul B. West. and Tinic. Economics of the Stock Market[J]. The Economic Journal, 1972 ( 327 ) :327.
- [123]. Pepa, Kraft, 2015, “Do rating agencies cater? Evidence from rating-based contracts”, *Journal of Accounting & Economics*, 59, 264-283.
- [124]. Lee,J., 2006,“Credit raters in China take generous view”, *The Wall Str. J. March*, 22.
- [125]. Lin,L.,Milhaupt, C., 2017. Bonded to the state: a network perspective on China’s corporate debt market. *Journal of Finance* 3, 1–39.
- [126]. Liu L X , Lyu Y ,Yu F., 2017, Implicit Government Guarantee and the Pricing of Chinese LGFV Debt, *Social Science Electronic Publishing*.

- [127]. Thakor A V.,1982,“An exploration of competitive signalling equilibria with“third party”,information production: The case of debt insurance” ,Journal of Finance,37 ( 3) : 717-739.
- [128]. Xiaoqian Zhang,Zhiwei Wang,2020,“Marketization vs. market chase: Insights from implicit government guarantees”, *International Review of Economics and Finance*,Vol.69,pp.435~455.