

【标题】 公司债券违约零容忍的法律救赎

【作者】 洪艳蓉

【期刊名称】 《法学》

【期刊年份】 2013 年

【期号】 12

【页码】 39

【摘要】 对公司债券违约的零容忍会严重制约债券市场的健康发展。主管部门在监管竞争下的机会主义和地方政府为争夺金融资源而提供隐性担保的结合，使公司债券市场成为地方政府便利的融资平台，偏离了其应以商事信用为基础，接受市场刚性约束的本质，在诱发市场参与者逆向选择和道德风险的同时埋下了金融系统性风险和财政风险。应还原公司债券的商事信用属性和服务工商业的主导功能，将基于政府信用的城投债归入市政债另行监管，避免“公法行为私法化”的外部性，同时统一公司债券监管法制，强化市场约束机制，以违约正常化推动公司债券市场的可持续发展。

【中文关键词】 公司债券；城投债；违约零容忍；政府隐性担保；监管竞争；商事信用；统一立法

公司债券是具有法人资格的市场主体以商事信用为基础发行的约定在一定期限内还本付息的有价证券。近年来，公司债券市场在国家大力发展直接融资的政策支持下获得跨越式发展。据统计，截至 2012 年 7 月末，公司信用类债券[1]余额 6.2 万亿元，市场规模排名世界第三，亚洲第二；债券融资占公司直接融资来源的 60%，[2]成为与银行贷款、股票并行的融资渠道。

然而，在公司信用债庞大的规模下，却屡屡出现债券违约零容忍的怪象，自 2007 年公司债券启动市场化改革至今，尚未发生一例债券实质违约。其间虽然不乏 2012 年山东海龙短期融资券、江西赛维短期融资券、新中基短期融资券，2013 年无锡尚德债、超日太阳债等拉响违约风险警报，引发市场高度恐慌，但这些陷入生产经营困境或发生严重亏损、欠缺清偿能力的公司，最终却在辖区政府的帮助下获得外部资金或由政府资金兜底，按期兑付债券本息，上演了一场场有惊无险的债券违约逆袭。

诚然，公司债券的发展未必始终伴随违约，零违约有着准入门槛高、发债公司在经济上升期生产经营状况良好的合理解释，但当政府隐性担保下的违约零容忍成为市场默认的潜规则时，显然已背离了公司债券发展的一般规律。在发债公司应对违约问题时频频出现的政府身影，是公司债券市场化过程中必要的援助之手，还是阻碍公司债券健康发展的干预之手？如果公司债券的商事信用为政府信用（隐性担保）所替代，势必改变债券融资基础、市场约束和风险分担机制，更会对金融系统性和政府财政责任限度产生重大影响。有必要对政府隐性担保下的公司债券违约零容忍现象予以高度警惕和理性反思。

一、公司债券违约零容忍背后的地方政府竞争与隐性担保

根据世界银行的研究，政府债务按照直接与或有、显性与隐性两个标准，可分为直接显性债务、直接隐性债务、或有显性债务和或有隐性债务四大类。[3]由于《担保法》第8条规定国家机关不得为保证人，《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发[2010]19号）及各部委的配套规定都禁止地方各级政府以财政性收入、国有资产或其他任何直接、间接形式为融资平台公司（以下简称城投公司）提供担保、偿债承诺或增信，地方政府不能直接将自身信用附加在辖区内公司的债券发行条件上，但可以在发债公司面临违约风险时，动用决策一方的政治权力和掌握的强大经济资源帮助公司脱困。这种隐性担保做法不仅不违法，反而保有相机抉择的灵活性和隐蔽性，在性质上应视为地方政府的或有隐性债务。

剔除维护社会稳定因素，政府隐性担保的直接目的是防止区域信用下降，保护地方金融生态环境，以免违约引发的市场动荡[4]损害政府举债的可持续性。目前，城投公司债券（以下简称城投债）是地方政府在预算资金之外发展地方经济、进行基础设施建设最重要的资金渠道之一，[5]大量到期的地方政府性债务主要通过“借新还旧”式的再融资解决还本付息问题。[6]因此，尽管隐性担保后患无穷，却是地方政府在“隐性担保零违约—维护地方金融生态环境—确保地方政府举债可持续性—争夺有限的金融资源—拉动地方经济增长—获得政治晋升”逻辑下的理性选择。其背后推手是目前财政分税体制和“政治锦标赛”之下具有对抗性而非合作性[7]的地方政府竞争。

在1994年财政分税制改革之后，中央政府上收财权，地方政府更多地承担起当地基础设施建设和拉动经济增长的职责，陷入“财权上移，事权下移”的财政困境中。为补充工业化、城市化进程加快带来的建设资金缺口，地方政府竞相在税收分享体制之外通过预算外收入和政府负债筹集这类发展性支出资金。由于预算外资金逐步被纳入预算管理，财政支出自由度大为受限，地方政府开始更多地倚重负债满足支出需求。考虑到《预算法》第28条第2款规定的“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”，受控于地方政府，以“商事化”私法组织形式[8]突破这一限制的城投公司的城投债，成为地方政府筹资的主要来源。在政治治理上，基于我国单一制的国家制度，地方官员的人事体制奉行自上而下的任命制和考核制。在发展经济的导向下，上级主要以地方GDP这一明确简便的指标考核下级官员政绩，[9]导致地方官员在任内竞相扩大财政支出用于基本建设，在“一把手说了算”的地方决策机制下，地方官员个人的“晋升锦标赛”转化为地方政府间的政绩竞赛。这种向上负责的行政体制与分权的财政体制和投融资体制相结合，形成地方政府在负债冲动下竞相通过隐性担保维持城投债融资可持续性和维护区域信用稳定的局面。

由于地方政府是隐性担保产生的信用替代和区域信用维护效用的最大受益者，在履行地方事权职责和晋升政治利益的双重驱动下，这种隐性担保必然逐步自我强化。近年来地方政府隐性担保的对象除主要涉及城投公司和国有企业的债务，也逐步涵盖一些被视为地方企业龙头的民营企业，[10]即为佐证。隐性担保作为政府的一种或有负债，其发生存在不确定性，但地方政府的频频出手使之向着常态化、义

务化和强制化转变。对地方政府在财政分权倒逼下的融资“创新”和隐性担保，从政策取向看，中央政府尽管自 20 世纪 90 年代起曾多次清理地方政府债务膨胀，却未全然否定其举债权，而是选择逐步规范化[11]的路径回应地方政府的利益诉求和财政行动，显示出一定程度的宽容，并且寄望于通过财政体制的改革循序渐进地改善基层财政的困难。[12]从技术层面看，受地方政府控制的城投公司因其私法组织身份，负债行为不作为政府性债务进行核算；即使城投债被纳入政府负债范畴，我国目前采用收付实现制而非权责发生制的政府债务会计制度也难以及时反映该等负债，[13]加上主导一方的主要官员变动频繁，缺乏有效的离任审计很难就其任内的地方政府负债行为进行问责。隐性担保利得突出而负债责任约束软化，必然强化地方政府对辖区内城投债违约风险进行信用背书的动机，进一步巩固财政债务金融化模式。

二、监管竞争下对政府隐性担保债券的监管失序

目前，我国存在三足鼎立的公司债券监管制度：一是国家发展和改革委员会（以下简称发改委）采用核准制监管的企业债券，主要适用《企业债券管理条例》及相关部门规章；二是证监会采用核准制监管的上市公司债券，主要适用《证券法》和《公司债券发行试点办法》；三是人民银行主导下的由银行间市场交易商协会采用注册制监管的中期票据，主要适用《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》及相关自律规则。在市场经济条件下，多个主管部门之间的监管竞争有助于打破监管垄断和监管官僚主义，加快公司债券市场化进程和金融创新，[14]但当监管自主权加强和部门利益凸显时，分权必然带来逐底竞争（race to bottom），推动监管权向经济资源最集中的发债主体倾斜，造成监管约束软化和监管失序。

在公司债券市场化进程中，监管部门肩负两项职责，一是贯彻国家提高直接融资比例的政策，加快发展公司债券市场；二是守住金融创新的底线，避免发生系统性和区域性金融风险。为此，监管部门需要放松管制，简化发债程序并提高发债效率，以吸引更多企业采用债券方式募集资金；把关市场准入，优先考虑上市公司、大型国企等的发债需求，以在扩大债市规模的同时利用发债主体的良好信用降低违约率。作为地方政府融资重要来源的城投公司，主要负责基础设施建设，比一般企业有更大的资产规模和融资需求，与地方政府有千丝万缕的联系且在陷入困境时能得到政府救助，是最符合监管目的的债券发行主体之一。在监管竞争下，考虑到地方政府的隐性担保已缓释信用风险，而债市规模的扩大能带来监管绩效和强者愈强的债市“马太效应”，各个监管者更倾向于与地方政府合作，优先支持城投债而不是限制或施加严格管制。近年来，城投公司的发债规模日益膨胀，但发行人整体信用资质却不断下降。[15]这种不协调现象，反映了地方政府隐性担保产生的政府信用替代效果，更折射出公司债券监管的机会主义倾向。

公司债券的市场化意味着放松管制，以市场约束取代行政监管发挥规范市场发展的主导作用。然而，监管竞争带来的竞相放松管制超过了市场约束机制的生成速度，造成监管真空；而部门利益的法制化，使作为资本市场基本法的《证券法》未能统筹三类公司债券，反而形成三套条件不一、分立适用的监管法制，为发债主体

挑选法律、规避监管留下了空间。尽管城投公司均为地方政府直属或控股的企业，其投资行为、投资领域和投资回收模式等都决定了所从事的不是纯粹商事行为，而是更多的带有提供社会服务内容的公益性行为，但经过一系列改造，[16]城投公司的属性变成有别于地方政府的“商事化”公司组织，经营状况满足了《证券法》、《企业债券管理条例》等规定的发债条件，由于目前没有针对政府特殊目的公司设立的债券品种，城投公司得以适用公司债券法制发债。然而，监管竞争下未臻成熟的公司债券市场约束机制，对城投公司这种可称为“公益行为商事化”或“公法行为私法化”的发债行为未能予以有效监管。

例如，由于重股轻债思想的影响，目前公司债券的信息披露套用了股票的信息披露制度，没有建立针对公司未来清偿能力而非未来盈利能力的信息披露机制，更缺乏针对准政府机构及其行为的信息披露要求，导致城投公司的经营状况不能得到充分披露，也影响了基于信息披露的债券信用评级。近年来，往往不是监管者而是新闻媒体首先发现城投公司违规置换、转移核心资产或者擅自改变募集资金用途等行为，反映出信息披露制度监管作用的微弱。再如，《证券法》第16条规定公司累计债券余额不得超过其净资产的40%，负有宏观调控职责的发改委也从严审核高负债率（65%以上）城投公司的发债，[17]但城投公司仍可通过中期票据发债，不仅因为中期票据采用比企业债券更为宽松快捷的注册制，更在于中期票据不受《证券法》规定的负债上限约束，监管机构也没有遏制地方政府债务膨胀的政治任务，可以为城投公司提供最宽松的发行环境。[18]然而，以“发展市场”为监管导向的中期票据，却存在“强激励，弱约束”的监管机制。[19]由于采用行业自律，监管机构的执法措施有限，无法借用《证券法》的处罚规定打击债券违法违规行为 and 追究中介机构的责任，威慑力和强制性的先天不足必然削弱市场中介作为约束机制对城投债的监督。

当然，对城投债监管失序的深层原因，除监管竞争之外，还在于政府隐性担保产生的信用替代。由于地方政府从体制上没有破产的可能，债务最终将由中央政府“兜底”，这种有效违约机制的欠缺，使投资者和市场中介主导的市场约束机制对信用风险的评估和定价失去实质意义，无法培育市场主体的风险意识、责任意识并形成监督城投债的正向激励。

三、政府隐性担保的危害与公司债券市场功能的偏离

地方政府隐性担保的介入，改变了公司债券应以公司商事信用为融资基础，以公司未来清偿能力评判债券优劣的规则，这种政府信用替代会使公司债券非常规地处于零违约，破坏公司债券应有的市场约束和风险分担机制。如果长此以往，不仅会严重阻碍公司债券的市场化进程，也会损害公司债券市场为工商业服务的金融功能，埋下金融系统性风险和财政风险。

从发行人角度看，通常城投公司因背靠政府信用而能在主体、债项评级上获得比一般企业尤其是民营企业更高的评级，因而更容易成功融资和获得更优惠的融资价格。经济学的“挤出效应”指出，政府向公众借款引起政府和民间部门在借贷资金需求上的竞争，减少了对民间部门的资金供应。近年来，城投债保持着高增长态势，据统计，2012年虽有359家民营企业发行了1854亿元债券，[20]却不及城投

债 6367.9 亿元发行总额的三分之一。城投债的这种“挤出效应”俨然使公司债券市场成为地方政府便利的融资平台。

从投资人角度看，城投债由于有政府隐性担保降低了信用风险，更容易受到投资者的青睐；由于以短期融资筹集长期建设资金，城投公司时常面临借新还旧问题，通常在新旧资金衔接时期愿意支付高息发债筹资，这种低信用风险下的高收益加剧了投资者对城投债的追捧。政府的兜底作用导致投资者不关心城投公司的经营状况，更不关心城投公司募集资金的使用状况；更严重的是，地方政府每次对债券违约风险的援手相助，带来的不是城投债行情的萎靡，而是投资者对城投债资质越差收益率越高反而越有配置价值的认定和这一市场的报复性增长。[21]政府的隐性担保，必然诱发投资者的逆向选择和道德风险，削弱投资者作为最后风险承担者所能发挥的监督作用。

从市场角度看，政府隐性担保导致大量资金流向作为地方政府代理人的城投公司，用于补充地方财政开发性资金缺口，背离公司债券市场为工商业企业融通资金的主导功能。在政府信用支持下形成的资金流向难以反映真实的资金供求关系，也不利于推进利率市场化，发挥公司债券市场在金融体系中的作用。由于政府信用高于一般商事信用，公司债券的风险评估和定价规则等将基于这一更高的信用重新构建，也就会损害基于商事信用建立起来的公司债券市场约束和风险分担机制，使之偏离“卖者有责，买者自负，金融中介归位尽责”的市场化发展方向。以金融中介为例，政府隐性担保的存在使承销商对债券的风险评估和定价失去实质意义，其工作重心不再是发挥市场“守门人”作用获取佣金，而是利用地方政府急需融通新资金偿还旧债的时机，高定价城投债，再在债券一二级市场之间通过丙类账户代持套取价差或进行利益输送。[22]尽管这种不良现象实属个别，且因近期对丙类账户的整顿有所改观，但政府隐性担保的存在无疑容易废黜金融中介的功能，在无风险亦无责任的环境下难以敦促其充任市场约束机制。

从宏观角度看，监管机会主义与地方政府隐性担保的结合，可能加剧地方债务的膨胀。由于公司债券制度缺乏对城投公司及其募集资金使用的有效监督，本应用于资助工商企业，发展实体经济的资金可能在很大程度上被用于地方政府对基础设施的重复建设并助推经济泡沫化。这种不受约束的财政债务金融化，反过来可能导致金融风险的财政化，[23]埋下金融系统性风险和财政风险隐患。申言之，城投公司从事的是不盈利、微利或回收周期长、带有公益性的基础设施建设，通常需要依靠政府购买、补贴或拨款偿付债券本息。能否在债务日益膨胀的情况下按时还本付息，主要取决于地方财政收入水平和国家政策，存在一定的不确定性。而从公司债券尤其是城投债的投资群体来看，第一大持有者仍然是商业银行，风险未如预期地转出银行体系之外；另一主要持有者为基金，[24]其资金主要来源于公众投资者，二者都具有应对市场风险的脆弱性。一旦规模巨大的城投债出现违约，超出地方政府的财政承受能力，[25]势必引起抛售债券等市场恐慌，诱发金融系统性风险，中央政府出于政治考虑最后只能兜底解决，通过为财政风险买单化解金融系统性风险。这种金融风险与财政风险的交叉感染和相互作用，势必带来对金融系统和经济运行的极大破坏。

四、回归以商事信用为基础的公司债券法制建设

债券在法律性质上是一种以信用为基础，约定未来一定期限还本付息的债权债务关系，具体到公司债券，则是以公司商事信用为融资基础，以公司未来资产总额为担保，与资本市场上的投资者建立起来的一种金钱借贷关系。“当事人是否通过信用与另一方进行交易，取决于他对债务人的人格、偿还能力和提供的担保的评估。”[26]对于公司信用债而言，主体诚信及其“专以偿债为主要内容的特殊经济能力”[27]如何是决定债券能否成功发行，能否成功兑付的关键。因此，应围绕着公司的偿债愿望和偿债能力，也即公司的商事信用构建一套行之有效的信用风险评估、定价和分担的法律制度，才能保障公司债券市场的有序运行和健康发展。

如上所述，作为地方政府代理人的城投公司以私法组织形式发债，其债券零违约背后是政府隐性担保的信用支持。通常，政府信用要高于普通公司的商事信用：从收入来源看，政府拥有法定征税权保障其财力，胜过普通公司必须通过生产经营赚取收入的不确定性；从再融资能力看，政府可以动用所拥有的经济和政治资源轻易地实现再融资，而普通公司信用一旦下降，只会恶化其再融资条件；从信用崩溃时的救济看，在单一制国家，地方政府不存在体制上破产的可能，中央政府最后将更多地考虑政治利益而救助陷入困境的地方政府，而普通公司信用一旦崩溃，只能通过兼并重组、破产整顿或破产清算等方式退出市场。因此，尽管政府信用债和公司信用债同为债券，[28]但信用基础的差异决定了二者监管重点的不同：对于前者，更应该监管政府的总体负债水平和募集资金的用途（适债性），而不是政府偿债的信用风险，偏重事前防范；对于后者，更应该监管普通公司的经营状况和未来清偿能力，而不是限制其负债水平和募集资金的用途，偏重事后监管。如果将二者混同监管，那么如前所述，城投债被作为普通公司债券进行监管所产生的“公法行为私法化”的挑战，不但没有使公司债券法制对其实施有效监管，反而破坏了公司债券基于商事信用建立起来的市场约束机制。

回顾历史，这种“公法行为私法化”的监管失序教训犹存。在计划经济时代，企业债券自1984年萌芽起就被纳入国家整体资金利用计划，由国务院特批发债规模，再分配给大型国有企业或具有地方政府背景的独资公司或投资公司发债，将募集资金投向国家重点项目和地方基础设施建设，债券成为政府调控宏观经济的金融工具。由于强调债券融资的公法目的而忽视举债主体的清偿能力，在发债主体财务管理不透明和非刚性约束的条件下，诱发了20世纪90年代中后期部分企业通过破产清算逃废债和一批债券的偿付危机。尽管风险最后由国家财政买单得到了解决，但此后发行企业债券被要求强制担保以防范风险，[29]导致企业利用债券融资积极性的持续下降和债券市场的长期低迷与严重失衡。

自2004年起，积极稳妥发展债券市场成为金融改革的重要内容，推动公司债券市场化被写入国家政策，成为各界共识。[30]只有使债券基于公司商事信用发行并被用于满足公司实际的生产经营需要，才能真正发挥这一投融资工具引导金融服务实体经济的作用，也才能建立公司债券融资的市场刚性约束和落实投资者的风险自负责任。基于政府信用支持的城投债由于具有与普通公司债不同的信用基础，应从公司债券中剔除这类服务于公益目的的债券品种，将其归入市政债（Municipal

Bond) [31]单独监管，以此制约地方政府债务的过度膨胀和为城投债提供隐性担保的动机，确保公司债券真正基于商事信用发行、运作和清算。

仅强调公司债券的商事信用基础不足以达成目标，还必须建立一套关于商事信用评估、定价和风险分担的市场约束机制。目前，我国三足鼎立的公司债券法制及发展过快的市场化带来的约束不足已成为公司债券健康发展的障碍。如果三类公司债券都是以公司的商事信用为融资基础，那么基于公平原则，应该破除部门利益的法制化，构建统一的公司债券调整规范，为商事主体提供公平的市场环境，减少监管真空和监管套利。基于清偿能力取决于债券到期时公司的财务状况，那么预先规定公司的最高负债额或严格限制公司债券融资的用途，不能确保公司的商事信用始终如一从而能够真正地防控风险，反而可能制约公司的财务结构规划并降低资金使用效率。从有利于投资和落实风险自负的角度出发，应取消公司发债的严格限制并简化发债程序，将监管重点放在通过信息披露和信用评级充分而及时地反映公司商事信用的变化上。当然，应注意股票与债券的区别而在信息披露上更侧重揭示影响公司未来清偿能力的因素，基于信息披露的债券评级更重要的是评级方法的科学性和评级结果的客观公正性，而不是评级数量的多寡。对于充当市场“守门人”的金融中介，其应担负起监督公司商事信用变化并及时予以预警的职责，除自律监管的制约之外，有必要对其适用《证券法》关于证券违法违规的行政处罚机制和民事赔偿机制。如果公司以商事信用为基础进行融资，投资者就必须面对信用崩溃的风险，为自己的投资行为负责。相比过去以个人为主要投资群体的债券制度设计，目前的投资者已大多是机构投资者，具有识别信用风险的能力和承担信用损失的财力，应更严格地执行“买者自负”，而不是动辄由政府买单，助长道德风险。

五、结语

公司债券违约零容忍的根源是地方政府的隐性担保。为争夺更多金融资源发展本地经济并谋求政治上的晋升，地方政府之间相互竞争，为其所属或者控股的城投公司提供发行债券的隐性担保，产生了政府信用的替代效果。由于政府信用高于一般的商事信用，在债券监管者以发展市场为导向、谋求部门利益最大化的机会主义的配合下，城投债近年来持续保持高增长态势，公司债券市场俨然成为地方政府便利的融资平台，偏离了其应服务于工商业、在金融体系中发挥更多作用的功能。将基于高信用基础的城投债归入一般商事信用债进行监管的结果，不仅未能发挥公司债券法制对城投债的有效监管，反而破坏了基于商事信用建立起来的公司债券市场约束和风险分担机制，阻碍了公司债券的市场化发展进程。放任城投债这种“公法行为私法化”的做法，会导致不受约束的财政债务金融化和金融风险财政化，诱发金融系统性风险和财政风险。因此，理性的选择是将具有准政府行为属性、服务于公益目的的城投债从公司债券中剔除，另立市政债进行监管；同时，敦促公司债券回归商事信用基础，完善相应的市场约束机制。公司债券的市场化进程，不可避免地会发生市场主体信用崩溃带来的债券违约，应允许其存在并正常化、常规化地予以处理。债券违约，是公司债券以商事信用为基础必然出现的结果，是信用风险得到市场定价和分担的直接表现，是市场刚性约束真正发挥作用，市场参与者各享其

利、各归其责的有效证明，是市场可持续健康发展的风险排泄口。当下的中国公司债券市场应该容许实质违约。

【注释】 * 作者单位：北京大学法学院。

[1]2006年5月，中国长江三峡工程开发总公司发行第一只真正意义上的无担保债券，公司发债的强制性担保被取消，此后信用债逐渐取代担保债，成为公司债券的主流。

[2]参见周小川：《中国债券市场实现跨越式发展地位日益突出》，
<http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2012/20120831191208291109937/20120831191208291109937.html>，2013年5月10日访问。

[3]See Hana Polackova, Contingent Government Liabilities: A Hidden Risk for Fiscal Stability, World Bank Policy Research Working Paper1989, October 1998, p. 2.

[4]2011年7月，随着云南城投等地方融资平台风险不断被披露，城投公司债券被大规模抛售，并迅速蔓延至整个信用债市场，不仅导致债券融资成本大幅上升，而且直接造成中央代发地方债部分流标、国开行债券推迟发行、铁道部高信用等级短期融资券首现流标等事件的相继发生，严重影响了债券市场的融资功能。参见高国华：《“违约”山雨欲来债市准备好了吗？》，《金融时报》2013年1月12日第6版。

[5]参见袁杰：《城投债：地方政府债券融资》，载何小锋主编：《资本—债券融资》，中国发展出版社2012年版，第59页。

[6]2010年共有358家城投公司通过借新还旧方式偿还政府性债务1059.71亿元，借新还旧率平均为55.20%。参见审计署：《全国地方政府性债务审计结果》

（2011年第35号）。由于偿债能力不足，一些省会城市本级只能通过举借新债偿还旧债，5个省会城市本级2012年政府负有偿还责任债务的借新还旧率超过20%，最高的达38.01%。参见审计署：《36个地方政府本级政府性债务审计结果》（2013年第24号）。

[7]参见周黎安：《晋升博弈中政府官员的激励与合作—兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因》，《经济研究》2004年第6期。

[8]参见胡改蓉：《回归地方政府融资平台公司的公益性定位》，《法学》2012年第10期。

[9]参见冯兴元：《地方政府竞争：理论范式、分析框架与实证研究》，译林出版社2010年版，第221页。

[10]参见朱海斌：《坐实债市发展突破口》，《财经》2013年第9期。

[11]主要的规范性文件有《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发[2010]19号）、《财政部、发展改革委、人民银行、银监会关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预[2012]463号文）及相关部委的贯彻规定。

[12]参见徐键：《分税制下的财权集中配置：过程及其影响》，《中外法学》2012年第4期。

[13]参见陈均平：《中国地方政府债务的确认、计量和报告》，中国财政经济出版社 2010 年版，第 29~30 页。

[14]参见洪艳蓉：《公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架》，《证券市场导报》2010 年第 4 期。

[15]2012 年银行间债券市场发行的城投类债券（仅包括中期票据和企业债券）累计达 6367.9 亿元，同比增长 148%，其发行量占银行间债券市场发行总量的比例达 11%，同比上升 7%。2008 年以来，城投债中 AAA 级发行人发行的债券规模呈明显下滑态势，由 2008 年的 40.11% 下降到 2012 年的 15.86%；AA 级发行人的城投债发行量占比从 2008 年的 32.38% 上升到 2012 年的 47.34%。参见中央结算公司债券信息部：《2012 年度债券市场统计分析报告》（2013 年 1 月 6 日），第 26~27 页。

[16]例如通过与政府签订委托代理协议，将基础设施建设从政府投资行为转变为企业投资行为；使基础设施由非经营性资产变成城投公司报表内的经营性资产；将财政按照约定给付的补贴或协议购买，变成经营性收入和利润等。参见发改委财政金融司司长徐林：《序：将城投债规范发展成为适合中国国情的市政债券》，载周沅帆：《城投债—中国式市政债券》，中信出版社 2010 年版，第 VII 页。

[17]参见 2013 年 4 月 19 日《国家发展改革委员会办公厅关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》（发改办财金[2013]957 号）。

[18]截至 2012 年底，城投公司发行的短期融资券和中期票据比 2010 年增长比率达 113.40%。参见审计署：《36 个地方政府本级政府性债务审计结果》（2013 年第 24 号）。

[19]参见洪艳蓉：《公司债券制度的实然与应然—兼谈〈证券法〉的修改》，载张育军、徐明主编：《证券法苑》第 5 卷，法律出版社 2011 年版，第 793 页。

[20]参见郭辉铭：《发展债券市场分散银行系统风险》，
<http://www.nafmii.org.cn/scyjfx/gkwz/201304/t2013041521181.html>，2013 年 4 月 20 日访问。

[21]参见谢仍明、马亚西：《信用债市场实质违约离我们有多远？—2011 年以来中国信用事件评析与 2013 年展望》，《银行家》2013 年第 1 期。

[22]参见董云峰：《揭秘债券一级半市场与代持：丙类户的灰色化生存》，《第一财经日报》2013 年 4 月 22 日 A13 版。

[23]参见王金龙等：《财政风险与金融风险》，中国财政经济出版社 2004 年版，第 56 页。

[24]根据中央结算公司对主要券种投资者结构的统计，截至 2013 年 6 月底，商业银行持有企业票据和中期票据 19496.80 亿元，占比 39.11%；持有基金 15758.77 亿元，占比 31.60%。

[25]2012 年，有 9 个省会城市本级政府负有偿还责任的债务率超过 100%，最高的达 188.95%，如加上政府负有担保责任的债务，债务率最高的达 219.57%；债务偿还过度依赖土地收入，但土地出让收入增幅下降，偿债压力加大。参见审计署：

《36 个地方政府本级政府性债务审计结果》（2013 年第 24 号）。

[26][英]戴维·M·沃克 (David M. Walker) : 《牛津法律大辞典》, 李双元等译, 法律出版社 2003 年版, 第 282 页。

[27]刘迎霜: 《公司债: 法理与制度》, 法律出版社 2008 年版, 第 25 页。

[28]基于政府信用发行的债券, 因政府信用破产的可能性较小, 更多地是受到利率风险的影响, 因此被称为利率债, 而不是像基于商事主体信用发行的债券那样被称为信用债。

[29]参见李丽: 《公司债券市场的强制担保要求和投资者定位》, 《金融研究》2006 年第 3 期。

[30]例如, 《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(国发[2004]3 号) 规定“积极稳妥发展债券市场”; “十二五”规划规定“积极发展债券市场”; 金融业发展和改革“十二五”规划规定“坚持市场化改革方向, 着力培育商业信用”。

[31]市政债是由地方政府或其授权的代理机构从市场上筹集资金的长期债务性融资工具, 有着与一般债券不同的信用基础, 并受到相应的机制约束。参见杨辉: 《市政债券发行规则与制度研究》, 经济科学出版社 2007 年版。