

草或石油行业改革对价格的影响较大，而率先在酒或汽车行业改革对整体价格的影响较小。(6) 考虑不同间接税税收转嫁率，整体来看，税收转嫁率越高，行业价格下降趋势越明显，居民福利改善程度越高。

基于研究结论，可得出以下政策启示：第一，把握消费税改革节奏，择时进行改革，警惕价格下行风险。可考虑分时分步骤进行消费税征收环节后移改革，先对中间投入产品和最终需求产品征税，此后逐步转移到只对最终需求产品征税，避免改革导致价格的大幅下跌。第二，考虑率先从烟草或酒类行业进行消费税征收环节后移试点改革。相较于石油行业，烟草和酒类行业位于产业链下游，这些行业率先实施对整体物价波动的影响较小。可以考虑先在酒类行业进行试点改革，在税收流程更加规范后，拓宽至烟草行业，再逐步拓宽至石油、汽车等行业。第三，提高消费税征管能力，加强税收监管，适时简化消费税税率。由于消费端相对分散，消费税征收环节后移给税收监管部门提出更高要求，若无法保证现有消费税征管能力，可能会使消费端的消费税实际税率降低，导致消费税收入减少。因此在消费税改革中，加强税收监管，提高税收征收的数字化、智能化水平，以保证消费税收入规模。也可以考虑提高关键部门如高耗能部门或奢侈品部门的消费法定税率，待消费端的消费税征管体系完善之后，再逐步降低消费税税率，并逐步简化消费税税率档次。

企业集团隐性担保对 国有企业债券违约风险的影响

饶 含 王 璐 郭杰

“十五五”规划建议指出，要“深化国资国企改革，做强做优做大国有企业和国有资本”。国有企业债券在保障国企合理融资，推动国民经济重点领域的发展中具有重要的作用。国企债券在一定

程度上受到政府的隐性担保，但近年来，国企债券违约风险时有发生，而且通常会产生外溢效应，带动同属地其他国企的融资成本上升、融资能力下降。因此，深入研究国企债券违约的生成原因及其外溢机制，对保障国企融资能力及防范系统性金融风险都存在重要的价值。

现有研究一般认为国企债券信用风险的产生原因是政府进行担保的意愿和能力不足，而信用风险外溢的原因则是国企债券违约降低了市场对当地政府担保意愿和财政状况的预期。但需要注意，发行债券的国有企业通常也兼具集团企业属性，故其隐性担保资源不但来自于政府的财政资金，还来自于同属地或同集团所转移的其他所属企业的资源。这种企业集团隐性担保对国企债券违约风险的影响是复杂的，集团内部转移既有可能援助流动性不足的企业以降低违约率，也有可能反而主动掏空一些难以被救助的企业以提高违约率。

有鉴于此，本文通过理论模型分析，将企业集团隐性担保引入经典的隐性担保框架中，以求更全面地分析国企债券违约的原因和外溢机制。文章的理论模型设定重点在于刻画政府和企业集团既可以选择直接以财政资金救助企业，也可以在集团或同属地的企业间进行内部转移，该模型同时承继了隐性担保理论和内部资本市场理论的核心要素。研究结论如下。

第一，对信用风险生成的研究证明，内部转移资产能力（体现为流动性资产占比、交易透明度等）较弱时可能降低违约率，但只要超出一定程度，就会激励政府或集团选择“丢卒保车”，即放弃一些原本愿意去救治的企业，然后转移走它们的优质资产和资金，从而获取产业价值和流动性价值。这一方面能在不过度耗费财政资金的情况下强化资产保留能力，但另一方面也会从如下两个层面提高信用风险：直接层面，不但会提高企业违约率，还会使更多的违约企业清算价值降低；间接层面，由于产业价值和流动性价值分别在担保意愿（政企关联度）较高、财政状况较差时更具有吸引力，

所以内部转移能力还会强化财务状况对信用风险的冲击力，并弱化担保意愿对信用风险的缓释力，这也意味着紧张的财务状况和较高的担保意愿会让内部转移能力更可能产生提高违约率的负面影响。

第二，对信用风险外溢的研究则证明了，隐性担保本身就会因信息效应而产生风险外溢；而且在双重隐性担保模式下，单个国企意料外违约后，投资者不但会怀疑同属地其他国企未来违约率较高，还会怀疑违约更可能是低清算价值的“丢卒保车”式违约，这会加剧风险外溢——且投资者越风险规避，该问题就越为严重。此外，较差的财务状况预期、较高的政企关联度预期都会提高市场对“丢卒保车”的怀疑，故而想要化解双重隐性担保环境下的强风险外溢问题，需要关注对国企集团的转移成本和当地政府财务状况。

在现有研究的基础上，本文存在如下几方面贡献。一是通过引入内部资产转移因素，更全面地解释了国企债券违约风险的生成因素，更全面地说明了国企债券违约产生强风险外溢的原因。二是内部资本市场理论方面。第一，更细致地解析了内部资本市场转移能够对政府/集团带来流动性价值（提前变现企业流动性价值）和产业价值（不需救助整个企业却仍能保留其部分资产）两种增益。第二，本文对风险外溢机制的研究丰富了“掏空”理论：被掏空企业的清算价值更低，这意味一旦市场预期“掏空”是违约的重要原因，风险外溢会更为剧烈。第三，通过对内部转移成本的具象化分析，说明了可能存在于集团企业的重要问题：较高的企业资产流动性虽然有利于缓解企业流动性压力从而减少信用风险，但同时也会激励内部转移行为，所以在一定条件下反而可能加剧集团企业的违约风险。三是本文将内部资本市场问题引入隐性担保决策后，说明了内部转移能力会放大财务状况对违约风险的冲击力和外溢影响，并削弱担保意愿对违约风险的缓释力和外溢影响。该结论有利于分析如何更好地应对国企债券违约风险及其外溢效应（比如说明了提高市场对政企关联度的信仰反而可能强化风险）。此外，本文模型中的政府也可完全用于指代多层次（三层级以上）集团企业的上级

母公司，因此本文理论研究可用于直接分析大型集团企业融资问题。

本文的研究还可提供如下政策建议，旨在更好地保障国有企业与集团企业的整体融资能力。第一，过强的企业资产流动性尽管可以帮企业更好地面对被动型债务危机，但反而可能提高集团国企的主动型违约风险。因此需关注国企的资产流动性规模。第二，2018年《全国法院破产审判工作会议纪要》提及了“如果关联企业之间的法人人格高度混同，则可以让违约企业及其关联企业共同破产清算”的可能性，这是抑制“丢卒保车”式内部转移及其引发的宏观风险的重要方式。可进一步探索完善关联企业破产清算的相关要求。第三，需注重对内部转移行为的监管，且政企关联度的提升未必能有效缓解信用风险。在国企信用风险有所显现时，需加强对内部转型的监管，并且加强公众沟通，稳定市场预期。

政府财会监督与企业信用评级

——来自财政部会计信息质量随机检查的证据

祝继高 张皓月

健全外部监督体系是强化资本市场制度建设的重要一环，在资本市场会计违法违规行为时有发生现实背景下，如何发挥财会监督作用值得深入探析。当前债券市场存在部分发行主体为满足融资目标实施财务造假的行为，如2024年恒大地产被曝出两年虚增收入共计超5600亿元，在交易所市场面向合格投资者公开发行债券的文件引用了虚假记录的年报数据，存在欺诈发行。恒大地产财务造假事件损害了债券市场信任度，严重影响资本市场投融资功能的实现。如何引导企业在债券融资过程中规范会计信息质量，促进债券市场的流动性，构成了学界和实务界共同关心的核心议题。

债权人相对于股东更为保守，更关注企业的会计谨慎性与会计选择。评级机构对债券发行人开展的信用评级是债券市场重要的公

《企业集团隐性担保对国有企业债券违约风险的影响》附录

附录 1 对引理一的证明思路

当 $\theta_i = 0$ ，优化目标如下。其中 $\delta_1(i, k, s)$ 是 $\tilde{q}(i, k, s) \leq \tau_i q(i, k)$ 的乘子， $\delta_2(i, k, s)$ 是 $\tilde{q}(i, k, s) \leq q(i, k) - \overline{q_{no}}(i, s)$ 的乘子， $\delta_0(i, k, s)$ 是 $\tilde{q}(i, k, s) \geq 0$ 的乘子， $\delta_g(i, k, s)$ 是 $g(i, k, s) \geq 0$ 的乘子。 $\delta_{h+}(i, k, s)$ 是 $h(i, k, s) \geq 0$ 的乘子，而 $\delta_{h-}(i, k, s)$ 是 $h(i, k, s) < 0$ 的乘子。

$$\begin{aligned}
 \max_{\{g(i, k, s)\}, \{\tilde{q}(i, k, s)\}} \mu(i) & \left[\int_{h(i, k, s) \geq 0} (z_i + R_i + (u_i + v_i)(2q(i, k) - 1)) dq(i, k) \right. \\
 & + \int_{\{h(i, k, s) < 0\} \cap \{\tilde{q}(i, k, s) = 0\}} [(R_i + u_i(2q(i, k) - 1))] dq(i, k) \\
 & + \left. \int_{\{h(i, k, s) < 0\} \cap \{\tilde{q}(i, k, s) > 0\}} [(2v_i \tilde{q}(i, k, s) + R_i + u_i(2q(i, k) - 1))] dq(i, k) \right] \\
 & - \lambda \left(\int_{g(i, k, s) > 0} g(i, k, s) dq(i, k) - \int_{\tilde{q}(i, k, s) > 0} 2u_i \tilde{q}(i, k, s) dq(i, k) \right) \\
 & - \int_{\tilde{q}(i, k, s) > 0} (2B_0(i) + 2B_1(i) \tilde{q}(i, k, s)) dq(i, k) \\
 & + \int \delta_1(i, k, s) (\tau_i q(i, k) - \tilde{q}(i, k, s)) dq(i, k) \\
 & + \int_{q(i, k) > \overline{q_{no}}(i, s)} \delta_2(i, k, s) (q(i, k) - \overline{q_{no}}(i, s) - \tilde{q}(i, k, s)) dq(i, k) \\
 & + \int \delta_0(i, k, s) \tilde{q}(i, k, s) dq(i, k) + \int \delta_g(i, k, s) g(i, k, s) dq(i, k) \\
 & + \int \delta_{h+}(i, k, s) h(i, k, s) dq(i, k) - \int \delta_{h-}(i, k, s) h(i, k, s) dq(i, k) \quad (A1)
 \end{aligned}$$

经过分类讨论和优化，可得出如下结论。

(1) 对 $q(i, k) > \overline{q_{no}}(i, s)$ 个体来说，易证 $h(i, k, s) \geq 0$ 和 $g(i, k, s) = 0$ ($\delta_g(i, k, s) > 0$ 。且不必再分析 $\delta_{h+}(i, k, s)$ 和 $\delta_{h-}(i, k, s)$ ，即流动性自动充足，不需救助)。代入优化目标分析 $\tilde{q}(i, k, s)$ ，可得：第一，在限定 $\tilde{q}(i, k, s) > 0$ 的条件下 ($\delta_0(i, k, s) = 0$)，求导得 $2u_i \lambda - 2B_1(i) = \delta_1(i, k, s) + \delta_2(i, k, s)$ ，也即必有 $u_i \lambda > B_1(i)$ 才可能有 $\tilde{q}(i, k, s) > 0$ ，且只要有 $\tilde{q}(i, k, s) > 0$ ，那就必有 $\delta_1(i, k, s) > 0$ 或 $\delta_2(i, k, s) > 0$ ，也即必有 $\tilde{q}(i, k, s) = \tau_i q(i, k)$ 或 $\tilde{q}(i, k, s) = q(i, k) - \overline{q_{no}}(i, s)$ ，最终得 $\tilde{q}(i, k, s) = \min[\tau_i q(i, k), q(i, k) - \overline{q_{no}}(i, s)]$ 。第二， $\tilde{q}(i, k, s) > 0$ 的条件，可以发现， (i, k) 由 0 变正后，效用净增加值为 $\lambda 2u_i \tilde{q}(i, k, s) - (2B_0(i) + 2B_1(i) \tilde{q}(i, k, s))$ ，所以 $\min[\tau_i q(i, k), q(i, k) - \overline{q_{no}}(i, s)] > \frac{B_0(i)}{u_i \lambda - B_1(i)}$ 的情况下，才会有 $\tilde{q}(i, k, s) > 0$ 。最终可知，对 $q(i, k) > \overline{q_{no}}(i, s)$ 个体来说：如果有 $u_i \lambda > B_1(i)$ ，满足条件 $q(i, k) > \max\left(\frac{1}{\tau_i} \frac{B_0(i)}{u_i \lambda - B_1(i)}, \overline{q_{no}}(i, s) + \frac{B_0(i)}{u_i \lambda - B_1(i)}\right)$ 的个体会被内部转移。

(2) 对 $q(i, k) < \overline{q_{no}}(i, s)$ 的个体，不必再考虑约束 $\delta_2(i, k, s)$ 。首先，限定 $h(i, k, s) \geq 0$ 的前提下，对 $g(i, k, s)$ 求导得 $-\lambda + \delta_g(i, k, s) + \delta_{h+}(i, k, s) = 0$ ，即要么有 $\delta_g(i, k, s) > 0$ ($g(i, k, s) = 0$)，要么有 $\delta_{h+}(i, k, s) > 0$ (即 $h(i, k, s) = 0$ ，也即 $g(i, k, s)$ 恰好让救助成立，也即 $g(i, k, s) = D(i) + \rho_i(s) - R_i - u_i(2(q(i, k) - \tilde{q}(i, k, s)) - 1)$)。同时，可继续证明“ $h(i, k, s) \geq 0$ 且 $q(i, k) \leq \overline{q_{no}}(i, s)$ ”的条件下，必然不会出现 $g(i, k, s) = 0$ 的情况，这是因

为如果有 $g(i, k, s) = 0$ ，那么必有 $h(i, k, s) < 0$ ，矛盾。而在限定 $h(i, k, s) < 0$ 的前提下，对 $g(i, k, s)$ 求导得 $\delta_g(i, k, s) = \lambda + \delta_{h-}(i, k, s) > 0$ ，也即必有 $g(i, k, s) = 0$ 。

也因此，根据上述分析自然可知：对 $q(i, k) \leq \bar{q}_{no}(i, s)$ 的企业来说，在 $h(i, k, s) \geq 0$ 的前提下，必有 $g(i, k, s) = \left[D(i) + \rho_i(s) - \left(R_i + u_i(2(q(i, k) - \tilde{q}(i, k, s)) - 1) \right) \right] > 0$ （即救助量恰好能使该企业不会违约）。而在 $h(i, k, s) < 0$ 的前提下（企业违约），则必有 $g(i, k, s) = 0$ ——这与直觉是相符的，提供救助是存在成本的，所以，对不打算让其存续的企业，不需要提供任何援助；对于打算让其存续的企业，只需让救助量恰好等于流动性缺口即可。

在限定 $h(i, k, s) \geq 0$ 的前提下（此时 $g(i, k, s) > 0$ ），对 $\tilde{q}(i, k, s)$ 求导结果是 $\delta_0(i, k, s) = 2u_i(\delta_{h+}(i, k, s) - \lambda) + 2B_1(i) + \delta_1(i, k, s)$ 。而根据上文的分析，已知此时有 $\delta_{h+}(i, k, s) = \lambda - \delta_g(i, k, s) = \lambda$ （因为此时必有 $g(i, k, s) > 0$ 也即 $\delta_g(i, k, s) = 0$ ），故此时 $\delta_0(i, k, s) = 2B_1(i) + \delta_1(i, k, s) > 0$ 。这说明，在 $h(i, k, s) \geq 0$ 的前提下， $q(i, k) \leq \bar{q}_{no}(i, s)$ 的企业必有 $\tilde{q}(i, k, s) = 0$ ，也即“被救助的企业就不会再被转移资产了”，这是很自然的——因为救助是有较大成本的，所以决策对某企业救助，就不可能再转移其优质资产来妨碍救助。

这也意味着，对 $q(i, k) \leq \bar{q}_{no}(i, s)$ 的企业来说，如果要有 $h(i, k, s) \geq 0$ （不违约），就要求 $g(i, k, s) = D(i) + \rho_i(s) - R_i - u_i(2q(i, k) - 1)$ （即“救助量要恰好等于流动性缺口”），如果让其违约，则不需提供任何救助，也对任何企业的“救助量”是一个二元选择。

接下来，可以分析 $\tilde{q}(i, k, s)$ 的取值。需要讨论的是如下优化目标。已知在 $h(i, k, s) \geq 0$ 的区间，必有 $\tilde{q}(i, k, s) = 0$ 。也因此，在 $\tilde{q}(i, k, s) > 0$ 的情况中，必有 $h(i, k, s) < 0$ 的约束为松。所以现在只需要限定分析两种情况：第一，限定 $\tilde{q}(i, k, s) > 0$ 的情况，此时，优化得 $2v_i\mu(i) + 2u_i\lambda - 2B_1(i) - \delta_1(i, k, s) + \delta_0(i, k, s) + \delta_{h-}(i, k, s)$ ，据前所知，此时必有 $\delta_0(i, k, s) = \delta_{h-}(i, k, s) = 0$ ，所以可知必有 $\delta_1(i, k, s) = 2v_i\mu(i) + 2u_i\lambda - 2B_1(i)$ ，在满足此式大于0的情况下，可知必有 $\delta_1(i, k, s) > 1$ ，也即 $\tilde{q}(i, k, s) = \tau_i q(i, k)$ ——也即，守约企业不会被转移资产（ $\tilde{q}(i, k, s) = 0$ ）；而在满足 $2v_i\mu(i) + 2u_i\lambda - 2B_1(i) > 0$ 的条件下，违约企业则要么不被转移资产（ $\tilde{q}(i, k, s) = 0$ ），要么被转移走尽可能多的资产（ $\tilde{q}(i, k, s) = \tau_i q(i, k)$ ）——也即在违约企业中的转移也是一个“二值选择”。

综合整理以上结论即可得出引理一。

附录 2 对定理一和定理二的证明思路

根据上文的分析已经可知：自然守约企业被转移资产的条件是该企业的资产质量水平满足 $q(i, k) > \max\left(\frac{1}{\tau_i} \frac{B_0(i)}{u_i\lambda - B_1(i)}, \bar{q}_{no}(i, s) + \frac{B_0(i)}{u_i\lambda - B_1(i)}\right)$ ，前提是要求至少有 $u_i\lambda - B_1(i) > 0$ ，否则不会有任何转移。令 $\bar{q}_B(i, s) = \max\left(\frac{1}{\tau_i} \frac{B_0(i)}{u_i\lambda - B_1(i)}, \bar{q}_{no}(i, s) + \frac{B_0(i)}{u_i\lambda - B_1(i)}\right)$ 。此外，“救助”是一个二值选择问题（要么救助量为0，要么救助量恰好等于流动性缺口）。

此时，根据政府/集团所得的效用（上式），可知该二值选择问题可被拆解为如下比较问题：第一，如果救助该违约企业，则该企业对政府/集团所能提供的“效用”为 $\mu(i)(z_i + R_i + (u_i + v_i)(2q(i, k) - 1))$ ，救助的成本则是 $\lambda(D(i) + \rho_i(s) - R_i - u_i(2q(i, k) - 1))$ 。第二，如果不救助该违约企业，会有两种情况。情况 1，该企业不会被转移资产，此时该企业对政府/集团所能提供的效用为 $\mu(i)(R_i + u_i(2q(i, k) - 1))$ ；情况 2，该企业被转移资产，此时该企业对政府/集团所能提供的净效用为 $\mu(i)(2v_i\tau_i q(i, k) + R_i + u_i(2q(i, k) - 1)) + 2u_i\tau_i q(i, k) - (2B_0(i) + 2B_1(i)\tau_i q(i, k))$ （产业价值+转移行为的流动性价值-转移成本）。

由此可知，如果政府/集团选择救助，那么，需要让“救助”该企业的价值，同时大于不救助企业所可能产生的两种情况下的价值，也即需要满足：

$$\begin{aligned} & \mu(i)(z_i + R_i + (u_i + v_i)(2q(i, k) - 1)) - \lambda(D(i) + \rho_i(s) - R_i - u_i(2q(i, k) - 1)) \\ & > \max\{\mu(i)(R_i + u_i(2q(i, k) - 1)), \mu(i)(2v_i\tau_i q(i, k) + R_i \\ & + u_i(2q(i, k) - 1)) + 2u_i\tau_i q(i, k) - (2B_0(i) + 2B_1(i)\tau_i q(i, k))\} \end{aligned}$$

最终得出 $q(i, k) > \max\{\bar{q}_1(i, s), \bar{q}_2(i, s)\} = \bar{q}(i, s)$, 其中 $\bar{q}_1(i, s) =$

$$\frac{-\mu(i)(z_i - v_i) + \lambda(D(i) + \rho_i(s) - (R_i - u_i))}{\mu(i)v_i + u_i\lambda}, \quad \bar{q}_2(i, s) = \frac{1 - \mu(i)(z_i - v_i) + \lambda(D(i) + \rho_i(s) - (R_i - u_i)) - 2B_0(i)}{2(1 - \tau_i)(\mu(i)v_i + u_i\lambda) + \tau_i B_1(i)}.$$

违约企业被转移资产的条件是, 是转移资产所能提供的净效用 $\mu(i)(2v_i\tau_i q(i, k) + R_i + u_i(2q(i, k) - 1)) + 2u_i\tau_i q(i, k) - (2B_0(i) + 2B_1(i)\tau_i q(i, k))$, 大于违约企业不被转移资产所能提供的净效用 $\mu(i)(R_i + u_i(2q(i, k) - 1))$, 也即为 $\mu(i)(2v_i\tau_i q(i, k) + R_i + u_i(2q(i, k) - 1)) + 2u_i\tau_i q(i, k) - (2B_0(i) + 2B_1(i)\tau_i q(i, k)) > \mu(i)(R_i + u_i(2q(i, k) - 1))$ 。得到 $q(i, k) >$

$\bar{q}_T(i, s) = \frac{1}{\tau_i} \frac{B_0(i)}{\mu(i)v_i + u_i\lambda - B_1(i)}$, 即只要满足 $\bar{q}_T(i, s) < \bar{q}(i, s)$, 那么违约企业被转移走优质资产。

最后, 易于证明, $\bar{q}_T(i, s) < \bar{q}(i, s)$ 等价于 $\bar{q}_1(i, s) < \bar{q}_2(i, s)$ 。

于是综合整理上述结论, 可得出定理一和二的全部结论。

附录 3 对贷款本金 $d(i)$ 和本息 $D(i)$ 关系的完整设定与推导

本文的事实上假设了: (i, k) 企业在第一期需融资 $d(i)$ (注意由于事前同质, 所以他们不知道自己 k 的信息, 只知道 i 的信息, 因此融资均为 $d(i)$)。而 $D(i)$ 与 $d(i)$ 的关系取决于对各参数的先验推断 (对此可参考风险外溢分析部分)。假设对 λ 、 $B_0(i)$ 和 $\mu(i)$ 三参数的先验推断与正文一致在已知 $d(i)$ 且 $F_i(q(i, k)) = q(i, k)$ 的情况下, 展开信贷供给方程, 可得给定 $D(i)$ 条件下 $d(i)$ 的决定条件。¹

附录 4 绘图参数

图 2 绘图中基础设置为 $R_i = 0.7$, $z_i = 0.8$, $u_i = 0.4$, $v_i = 0.75$, $\tau_i = 0.65$, $r_f = 0.05$, $\beta = 0.75$, $\rho_i(s) = 0.3$, $D(i) = 0.3$, $B_0(i) = 0.05$, $\lambda = 1$, $B_1(i) = 0.2$, $\mu(i) = 0.5$, $\theta_i = 3$ 。左图和右图分别更改 $B_1(i)$ 和 τ_i 得出不同均衡结果。在图 4 中, 假设市场一开始确知 $R_i = R_j = 0.75$, $z_i = z_j = 0.8$, $u_i = u_j = 0.4$, $v_i = v_j = 0.6$, $\tau_i = \tau_j = 1$, $r_f = 0.05$, $\beta = 0.95$, $\rho_i(s) = \rho_j(s) = 0.3$, $D(i) = 0.4$, 同时有先验推断: $\lambda \sim \bar{N}(1.1, 0.03^2, 1, +\infty)$, $B_0(i) = B_0(j) \sim \bar{N}(0.055, 0.005^2, 0, 0.065)$, $\mu(i) = \mu(j) \sim \bar{N}(0.55, 0.05^2, 0, 0.65)$ 。并假设违约率为 $\bar{q}(i, s) = 0.4$ 。图 5 的子图 A、B、E、F 假设了 $\sigma_{B_0}(i)^2 \approx 0$ 。子图 C、D 设定 $\pi_{j_i}^B = 0.5$ 。

附录 5 对政府/集团决策的延伸分析

对设定做如下拓展: (1) 政府决定被救助企业的临界值和救助量 (也即相当于给出了违约率 $\bar{q}(i, s)$), 而集团决定转移行为, 政府有先动优势或者领导者优势。(2) 政府还可以提议给出集团进行转移的临界值 $\bar{q}_B^G(i, s)$ 和 $\bar{q}_T^G(i, s)$, 并约定集团如果接受该方案, 政府会对集团的每一单位丢卒保车和兄弟互助分别补偿 $C_T(i)$ 和 $C_B(i)$, 该补偿是由政府决策决定的。

(3) 转移的固定成本 $B_0(i)$ 由政府支付。

$$\begin{aligned} & \beta D(i) \left(1 - E \left[\max \left\{ \frac{1 - \mu(i)(z_i - v_i) + \lambda(D(i) + \rho_i(s) - R_i + u_i)}{2 \mu(i)v_i + u_i\lambda}, \frac{1 - \mu(i)(z_i - v_i) + \lambda(D(i) + \rho_i(s) - R_i + u_i) - 2B_0(i)}{2(1 - \tau_i)(\mu(i)v_i + u_i\lambda) + \tau_i B_1(i)} \right\} \right] \right) + \\ & \beta E \left[\min \left\{ \frac{1}{\tau_i} \frac{B_0(i)}{\mu(i)v_i + u_i\lambda - B_1(i)}, \frac{1 - \mu(i)(z_i - v_i) + \lambda(D(i) + \rho_i(s) - R_i + u_i)}{2 \mu(i)v_i + u_i\lambda} \right\} \right] (R(i) - u_i) + \\ & \beta u_i E \left[\min \left\{ \frac{1}{\tau_i} \frac{B_0(i)}{\mu(i)v_i + u_i\lambda - B_1(i)}, \frac{1 - \mu(i)(z_i - v_i) + \lambda(D(i) + \rho_i(s) - R_i + u_i)}{2 \mu(i)v_i + u_i\lambda} \right\} \right]^2 = (1 + r_f)d(i) \quad (A2) \end{aligned}$$

由于政府存在先动优势，所以仅需考虑如下激励相容条件是否可得到满足： $[\mu^J v_i - B_1^J(i) + C_T(i)]\tilde{q}(i, k, s) \geq 0$ ， $[-B_1^J(i) + C_B(i)]\tilde{q}(i, k, s) \geq 0$ ，最终得 $C_T(i) = B_1^J(i) - \mu^J v_i$ ， $C_B(i) = B_1^J(i)$ 。这说明的是：政府为了让集团进行其所期望的转移行为，首先需要支付 $B_1^J(i)$ 补偿集团所需的转移成本。可得在情况 II 下有：

$$\bar{q}_2(i, s) = \frac{1 - \mu^G(i)(z_i - v_i) + \Lambda(i, s)(D(i) + \rho_i(s) - (R_i - u_i)) - 2B_0(i)}{2(1 - \tau_i) \left((\mu^G(i) + \mu^J(i))v_i + u_i \Lambda(i, s) \right) + \tau_i B_1(i) - v_i \mu^J(i)} \quad (A3)$$

$$\bar{q}_T(i, s) = \frac{1}{\tau_i} \frac{B_0(i)}{(\mu^G(i) + \mu^J(i))v_i + u_i \Lambda(i, s) - B_1(i)} \quad (A4)$$

可以发现，违约率和丢卒保车临界值基本和正文一致。这是因为：在共同决策的情况下，尽管是政府直接决定救助而集团直接决定转移，但由于是政府在引导集团进行内部转移，所以当集团的转移成本较高，政府需要为转移向集团支付的“转移激励”也越高；而当集团本身的保留优质资产的意愿较高，政府也会变得不再需要向集团支付过多的“转移激励”——这最终说明了正文的共谋假设并没有过度扭曲结论。

附录 6 对双重隐性担保环境下外溢效应更强的简单模型分析

假设 j 和 i 集团是镜像集团（即假设市场先验推断双方各参数一致，且 $\pi_{ij}^u = \pi_{ij}^b = 1$ ），且两集团未来能支出的融资本息一致（ $D^u(j) = D(i)$ ），而融资规模 $d(j)$ 可变。情况 A 代表一般隐性担保，即市场先验地认为内部转移能力较弱；情况 B 代表双重隐性担保，即市场先验地认为内部资产转移能力较强²。那么，当市场观测到 i 集团的预料外违约 $\bar{q}(i, s) = \bar{q}$ ，易证情况 A 和情况 B 下 j 集团的融资额度 $d_A(j)$ 和 $d_B(j)$ 满足 $(1 + r_f)d_B(j) = (1 + r_f)d_A(j) - \beta E \left[\int_{\bar{q}_T^j(j|\bar{q}, s)}^{\bar{q}} 2u_i q(i, k) dF_i(q(i, k)) \right]$ ，即双重隐性担保下融资难度更高。

附录 7 案例分析和实证

附表 1 内部转移案例的评估

案例债券号	转出资产及估值	转入资产及估值	流动性影响
1182127.IB 等	6 家盈利的输变电公司股权+无形资产+少量资金 收益法：股权 10 亿+专利资产 2.1 亿+0.7 亿货币	4 家亏损的新能源公司股权 清算价值法：净资产是-17.7 亿	1.转出而非转入现款。 2.核心盈利资产被移出恶化造血能力，且移入资产持续亏损消耗现金流。
136889.SH 等	某大厦股权（通过移出的子公司 136889.SH） 基础资产法：7.46 亿 收益法：5.85 亿	某已经违约的集团企业债权，需折价 60%折价（中金国企违约报告）：2.98 亿	交易换出高流动性的房地产资产，换得违约企业的债权（极大折扣甚至无法有效出售），自然恶化流动性状况。
012000356.IB 等	上市公司股票 01216.HK+2 家非上市公司股权 即便只算 01216.HK：6.2 亿	3 家非上市公司股权 净资产 0.2 亿（溢价数倍也远低于 6.2 亿）	显著恶化流动性：1.价值不对等，接近于单向转移。2.移出强变现能力的上市股票，移入弱变现能力的非上市股权。
032100083.IB 等	房地产 现有独立财顾报告：8.96 亿	应收账款 6.26 亿	交易形式为应收账款抵消（无现金支付），实质为房地产资产换流动性较差的应收账款。
031490955.IB	600301.SH（经营珍稀矿产资源的上市公司股票）	无	单向转移，且转出的是高流动性的上市公司股票。
011900493.IB 等	0618.HK（主体为投资性房地产）	无	单向转移，且转出的是高流动性的投资性房地产。

² 分别表现为 $\frac{1}{2} \frac{\lambda^{\min}(D(i) + \rho(s) - R_i + u_i) - \mu_i^{\max}(z_i - v_i)}{u_i \lambda^{\min} + v_i \mu_i^{\max}}$ 小于和大于 $\frac{B_{0i}^{\max}}{v_i \mu_i^{\max} + u_i \lambda^{\min} - B_1(i)}$ 。

145860.SH 等	核心盈利企业 01114.HK+ 上市公司股票 600653.SH	无	单向转移, 且转出的是盈利核心与高流动性的上市股票。
-------------	--------------------------------------	---	----------------------------

注: 数据来源为 Wind 数据库和作者整理。

上述 7 个案例呈现了部分国企在债券违约前的资产转移特征: 第一, 转出资产价值显著高于转入资产; 第二, 这些资产转移行为并未改善 (大部分甚至恶化了) 该企业流动性状况。这既验证了这些转移具有“丢卒保车”的性质, 且能说明丢卒保车能产生产业价值 (需移出优质资产) 和流动性价值 (需移出流动性资产)。

下文选取 2003-2023 年上市国企的年度财务数据, 验证信用风险生成分析的基础结论: 内部转移能力会在平均意义上激励国企违约行为, 为此构建模型如下。

$$Def_{it} = \beta_0 + \beta_1 Trans_{it} + \gamma X_{it} + \lambda_t + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (A5)$$

其中, Def_{it} 为国企债务违约哑变量, 计算方式参考孙铮等 (2006), 以该企业上年度“短期借款+一年内到期的长期借款”与“当期偿还借款额度” (由偿债现金流计算) 的差额来衡量公司是否按期偿还了借款, 差额大于 0 则取 1, 表示存在债务违约, 否则为 0。

$Trans_{it}$ 为该企业的内部转移能力, 使用主客观两种衡量方式: 第一, 信息透明度的反向指标 $Vopaque_{it}$, 参考 Hutton et al.(2009), 使用公司过去三年操纵性应计项目 (以修正 Jones 模型计算) 绝对值之和对其进行衡量。第二, 资产流动性水平 $Lliq_{it}$, 以该企业上一年 (排除违约对流动性的当期影响) 的“投资性房地产+交易性金融资产+可供出售金融资产+债权投资”占总资产的比重计算。

X_{it} 为控制变量组, 选取了总资产规模对数、负债率、企业年龄、股权集中度、TobinQ 值等重要指标。 λ_t 为时间固定效应, μ_i 为企业固定效应, ϵ_{it} 为残差项。

如果 β_1 显著为正, 则说明内部转移能力会在整体上激励国企违约。结果如下, 其中第 (1)、(2) 列使用的是 Logit 模型 (因 Def_{it} 为离散), 发现低信息透明度 (高 $Vopaque$) 和高资产流动性 $Lliq$ 均会显著提高国企债务违约可能性, 这验证了基础结论。由于 Logit 固定效应模型会忽略被解释变量无变化的企业, 从而导致样本量缩减, 故为提高结论稳健性, 列 (3)、(4) 直接将 Def 的原始数据作为被解释变量, 回归结果仍然支持基础结论。

附表 2 回归结果

模型 变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Def	Logit FE Def	Def	一般 FE Def
Vopaque	0.7453** (2.4695)		0.1003*** (3.1203)	
Lliq		2.0865** (2.0660)		0.1766* (1.7770)
样本量	8,910	3,947	15,532	9,787
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	-	-	0.2201	0.2448

注: *、**和***分别代表在 10%、5%和 1%的水平下显著。括号内为 z 值 (Logit-FE) 和 t 值 (一般 FE, 使用了行业聚类)。由于证券和房地产投资的信息披露程度较低, Lliq 的有效样本量更少。

参考文献

- [1] 孙铮、李增泉和王景, 2006, 《所有权性质、会计信息与债务契约》, 《管理世界》第 10 期, 第 100-107 页。
- [2] Hutton, A. P., A. J. Marcus and H. Tehranian, 2009, “Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk,” *Journal of Financial Economics*, 94(1), pp.67-86.