

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20251212.201

政府调研与债券发行利差

侯学明¹, 朱 亮¹, 王少飞^{1,2}

(1. 上海财经大学 商学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433)

摘 要: 基于公司网站所公布的政府调研数据, 本文对政府调研与企业债券利差的关系进行了实证检验。研究发现, 政府调研作为一种非正式制度, 会降低调研企业的债券发行利差, 而企业性质和政商关系会产生替代效应, 但企业的信息不对称程度则会产生放大效应, 并且政府调研本身具有政策信号作用, 政府调研具有地区的溢出效应。此外, 政府调研级别、连续调研、外部政府调研等也会影响到政府调研与债券发行利差的关系。本文的研究揭示了非正式制度在债券市场中的作用机理, 对理解现阶段我国调研工作的指挥棒作用, 以及金融服务实体经济地开展成效都具有现实意义。

关键词: 政府调研; 债券发行利差; 非正式制度

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2026)03-0082-15

一、引 言

习近平总书记指出,“重视调查研究,是我们党在革命、建设、改革各个历史时期做好领导工作的重要传家宝”。党的十八大以来,中央要求各级干部要改变工作作风、深入基层联系群众,干部下沉调研便成了一种工作要求。2025年,中央党的建设工作领导小组再次召开会议,要求在全国范围内推进调查研究工作,调查研究成为落实政府决策、避免政策制定脱离实际的重要方式。政府可以通过实地调研、走访企业等方式了解地方经济发展(刘毅,2007),解决正式制度的执行难题,补充制度缺口。据统计,2007年至2019年期间,政府调研A股上市公司的总次数呈逐年增长的趋势,年均增长率为113.67%,至2019年各级政府调研上市公司的总次数达到5538次。

政府调研作为一种重要的非正式制度(Li等,2016),会对企业产生何种影响成为学界关注的焦点。现有文献对政府调研的研究主要集中在企业绩效、政府补助、研发投入、税负等方面(罗党论和应千伟,2012;赵晶和孟维烜,2016;Li等,2016),但政府调研如何影响资本市场还较少有文献关注。资本市场分为股票市场和债券市场,少量文献检验了官员到访的股市反应

收稿日期: 2025-04-23

基金项目: 国家社会科学基金项目(21BGL083); 国家自然科学基金项目(72172083, 72032003)

作者简介: 侯学明(1973—),男,上海财经大学商学院博士研究生;

朱 亮(1987—),男,上海财经大学商学院博士研究生;

王少飞(1977—),男,上海财经大学商学院、上海财经大学会计与财务研究院副研究员,博士生导师(通信作者, wang.shaofei@mail.sufe.edu.cn)。

(Schuler等,2017;金发奇和张检,2018;Ma,2023),但并未关注债券市场。中国债券市场的资金体量显著大于股市,截至2024年底,我国债券市场的总存量为177万亿元^①,是同期股市市值(94万亿元)的1.88倍^②,因此研究政府调研在债券市场中表现出的信息机制,对理解国家融资环境和金融有效供给将显得更为重要。

政府调研如何影响企业债券发行时的信用利差,可能存在着正反两方面的影响。一方面,部分学者发现政府调研有利于企业获得政策支持(Wang等,2019)、减轻政策负担和交易成本(Li等,2016),这些行为将有利于减少企业的经营风险,从而降低企业的债券发行利差;另一方面,部分学者发现政府调研会改变企业的投资行为(赵晶和孟维烜,2016;何轩和肖炜诚,2022),扩大企业的投资规模(Ma,2023),这些行为可能会增加企业的经营风险,从而提高企业的债券发行利差,因此政府调研对债券市场的影响仍需进一步研究。其次,中国债券市场的信息不对称问题更为严重(王芳,2013),政府调研能否为债券市场的投资者发挥信号作用并不明确。政府调研往往承担着重大战略、重点领域的政策制定和实施等宏观经济意义,其政策指挥棒作用能否透过债券市场产生相应的政策反应和溢出效应,需要得到实践的检验。

本文手工搜集了上市公司官网公布的政府调研信息,对政府调研与企业债券利差的关系进行了实证检验,研究发现政府调研有助于降低被调研企业的债券发行利差。同时,企业性质、政商关系、企业信息透明度等企业信息与政府调研具有替代效应。在进一步分析中,本文发现政府调研具有溢出效应,与投资者调研等不同(Chen等,2022),政府调研本身更具有政策的信号作用,会降低同地区其他公司的债券发行利差,具有地区溢出效应。此外,当调研政府的级别越高、存在连续调研以及有外地政府调研的情况时,信号作用更强,企业发行债券的利差更低。

本文的研究具有以下贡献。首先,本文从信息传递的视角研究了政府调研对债券发行利差的影响,丰富了政府调研经济后果的相关文献。已有文献发现政府调研具有正向市场反应(Schuler等,2017;Ma,2023),有助于提高企业绩效(罗党论和应千伟,2012;Li等,2016),帮助企业获得政府补助(戴亦一等,2015)和投资项目(Wang等,2019),提高企业的研发创新水平(赵晶和孟维烜,2016)和环保投入(何轩和肖炜诚,2022),推动企业联盟(罗党论和李晓霞,2014),以及降低企业的实际税负(洪群和戴亦一,2018),但尚未有文献研究政府调研对债券发行利差的影响。本文的研究发现提供了政府调研对企业融资成本影响的证据,揭示了政府调研在债券市场的信号传递作用。

其次,本文丰富了政府非正式制度的研究文献。现有文献主要从增信措施、评级市场、承销商监管、公司治理等正式制度方面探讨如何降低债券信用利差(钟辉勇等,2016;周宏等,2018;林晚发等,2019),对非正式制度如何影响债券信用利差的研究较少。已有研究表明,由宗教、文化、习俗和关系等因素构成的非正式制度对微观个体和企业行为具有重要影响,在法律、规制等正式制度相对失灵的情况下能够发挥重要作用(陈冬华,2013;胡珺等,2017),杨国超和盘宇章(2019)研究发现信任会直接影响债券评级和定价。政府调研作为非正式制度的重要形式,通过面对面交流的方式可以更好地理解企业的发展现状,及时调整政策,调研的不同形式也向投资者传递信息。但现有文献并未对政府调研如何影响债券市场进行深入探讨,本文的研究可以观察到非正式制度对债券发行利差的作用机理和所产生的影响,对改进调查研究、破除形式主义、提升治理能力提供了可观测的视角,拓展了政府非正式制度的研究边界。

最后,本文的研究在实践上也具有指导作用。政府调研是我国政府了解经济发展动态和落实重大经济政策的主要手段,债券市场融资将是增强金融资源供给与现代化产业体系适配性

①数据来源(央广网):<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1822547557540158560&wfr=spider&for=pc>。

②数据来源(新京报):<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1819964852365102152&wfr=spider&for=pc>。

的重要纽带,也是实现全国统一大市场的重要方面。本文研究政府调研与企业债券发行利差的关系以及所产生的溢出效应,观察债券市场能否对政府调研的行为产生有效的市场反应。研究结果对理解现阶段我国调研工作的开展成效、金融服务实体经济和金融有效供给的质效都将具有重要的现实意义,也将为我国未来债券市场的高质量发展提供了政策启示。

二、文献回顾

现有文献主要从公司绩效、公司创新、税负、政府补助等角度对政府调研的经济后果进行了研究。研究普遍发现,政府调研会影响企业的资源配置,可以帮助企业获得更多的投资项目以及银行贷款(Wang等,2019),提高企业绩效(罗党论和应千伟,2012),降低企业与其潜在交换伙伴之间的交易成本,帮助企业提高竞争优势(Li等,2016),帮助企业获得政府补助(戴亦一等,2015),降低企业实际税负等(洪群和戴亦一,2018)。政府调研也可以作为有效的质量信号和政企关系信号传递,帮助企业解决信息不对称的问题。罗党论和李晓霞(2014)研究发现,政府调研可以让潜在的合作方充分认识到企业的价值,从而有利于推动企业联盟。赵晶和孟维炬(2016)从传递企业政治关系信息、获取外部政治环境信息这两个作用机制进行研究,发现政府调研有助于推动企业创新。尽管政府调研对企业影响的研究较为丰富,但政府调研是否会影响资本市场还值得进一步研究。现有文献主要集中在股票市场,Schuler等(2017)、金发奇和张检(2018)、Ma(2023)等均发现政府调研会引起股价的正向波动,表明投资者将政府调研视为一个积极的信号,但债券投资者是如何看待政府调研的,尚未有文献进行深入讨论。

我国债券市场信息不对称问题较为明显,信息中介并未发挥有效作用。寇宗来等(2015)认为发行人付费模式影响了信用评级的可靠性,信用评级对发债成本的影响较低。钟辉勇等(2016)发现,担保可以提高信用评级,但无法降低债券的信用利差,表明信用评级并不能真实反映债券违约风险。吕怀立和杨聪慧(2019)研究发现,承销商经办人员与签字审计师的固定搭配次数越多,债券信用利差越高,承销商和审计师之间可能存在合谋。由此可见,以往学者更多的是关注正式制度,强调债券市场制度建设的重要性,而非正式制度关注较少。杨国超和盘宇章(2019)研究了信任对债券定价的影响,本文则从政府调研的视角,探究非正式制度对发债成本的影响,以弥补相关文献的不足。

三、研究假说

(一)政府调研与债券发行利差

我国债券市场长期存在信息扭曲,信息不对称程度较高(王芳,2013)。我国债券市场评级虚高,信用评级机构没有获得市场公信力(寇宗来等,2015),并且企业存在大量关系型交易,在向公开市场发行债券时难以披露相关信息,债券投资者作为“圈外人”无法了解企业背后的关系网络。政府调研可以作为一个重大的信号,向投资者传递信息。受到政府调研的企业往往会具有政策示范效应,戴亦一等(2015)认为政府官员的调研活动本身具有重要的政治意义。被调研企业具有标杆性,政府调研体现了政府与市场之间的互动,是动态视角下的政企关系的体现(Stuart等,1999;卫武,2006;Kleer,2010),可以向投资者传递政治社会资本的“软信息”。

政府调研作为一种非正式制度,能够减少政企间的政策信息不对称行为,降低企业的发债成本。制度包括正式制度与非正式制度(Helmke和Levitsky,2004),在转轨经济社会中,由于正式制度存在缺口,非正式制度往往成为改善经济运行效率的重要手段,并且由于正式制度存在着制度的刚性(Hayek,1960;Fewsmith,1996),这使得宏观制度在政策制定和执行过程中,往往会面临着政策落地和执行困难的问题。一方面,正式制度的界定成本较高,转轨经济社会中

经济变化较快,对各类现象问题进行规则界定存在着较大的困难。另一方面,正式制度的政策调整范围容易存在缺口,形成制度空白(Azari和Smith,2012),从而引起较高的执行成本。而政府调研作为一项重要的政府活动,在解决正式制度的政策运行过程中往往会存在着重要的弥补效果。政府调研活动是公开的,政府调研活动会被大量宣传(Kennedy,2005;Schuler等,2017),也有助于信息的传递,降低信息不对称程度,从而降低企业的债券发行利差。

在转型经济体中,政府在资源配置中发挥着重要作用,对政府政策的理解和把握具有重要价值(Zhang和Luo,2013)。首先,政府调研有利于发现新问题、新现象,与传统的政策建言不同,在政府官员到访时,政府调研通过面对面交流可以增加双方之间的了解(Bernstein等,2016;Cheng等,2019),帮助决策者获取更具有及时性的软信息(Chen等,2022),在政府调研时,企业充分展示自己的特点,表述当前所面临的政策困境,而信息的提供容易使得决策者更好地作出正面反馈。其次,政府通过下沉调研可以更好地了解企业的发展现状,理解政策执行上的不通畅,弥补政策的缺口,做好政策的适时调整,从而更好地发挥对企业的支持服务工作。

但是另一方面,政府调研会影响企业对未来经营的判断,被调研企业往往会试图扩大生产规模,增加固定资产投资(Ma,2023),并且政府调研也提高了企业的风险承受能力,被调研企业愿意进行更多的研发创新投入,增加企业的风险投资(赵晶和孟维烜,2016)。上述方式会给企业未来的经营带来更多的不确定性,容易引起企业业绩的波动(Ma,2023),从而增加企业的债券发行利差。综合以上分析,本文提出竞争性假设1。

假设1a:政府调研会降低企业的债券发行利差。

假设1b:政府调研会增加企业的债券发行利差。

(二)产权性质、政府调研与债券发行利差

国有企业相比于民营企业天然拥有正式制度的政策信息优势,从而起到政府调研的信号作用。国有企业的控股股东就是政府,国有产权本身就能被投资者感知,从而引导投资者对违约风险作出乐观估计。并且,国有企业承担着许多社会责任,承接国家重点项目,政府调研很可能是为了考察国有企业完成国家任务的情况。而对于民营企业来说,政府到访并非程序性的,因而显得意义重大(Xin和Pearce,1996),政府官员到民营企业调研具有更强烈的信号作用。首先,民营企业借政府调研这一行为向公众传递了其可能获得更强的政府支持和更有效的政府服务,具有更大发展潜力的信号,并且也更容易显示其对政策的把握更好,这对于塑造良好的企业形象是有帮助的(Henisz和Zelner,2005)。企业沟通在塑造良好企业形象的过程中扮演了重要角色,在同等条件下,企业与政府的联系更多,就更容易与政府沟通,更容易理解政策的方向,也更有利于保持与政策的吻合性,获得政府更多的政策支持,进入政府管制的行业的门槛更低,从而获得较高的企业绩效。其次,政府选择对民营企业进行调研也具有更多的信息含量。政府选择民营企业作为调研目标很可能是企业在某一方面具有行业领先地位,或者符合国家的发展战略(Schuler等,2017;Ma,2023),政府官员的到访可以为企业提供了一个可信的认可(Barnett,2007),即该企业具有较好的资质,这有利于降低债权人的风险。胡旭阳和史晋川(2008)研究发现民营企业家的政治身份有助于民营企业进入政府管制的行业,并进行多元化的投资。对于民营企业来说,政府调研意味着政府的支持,大大降低了债券投资者的风险。综合以上分析,本文提出假设2。

假设2:相较于国有企业,政府调研对债券发行利差的影响在民营企业中更加显著。

(三)政商关系、政府调研与债券发行利差

社会关系作为非正式制度的存在形式也会影响政府调研的信号意义。与有政商关系的企业相比,政府调研对没有政商关系的企业带来的信号作用更强。政府调研意味着公司将与政府

构建起沟通机制,政商关系会有利于企业融资等政策条件的改善。而政府调研到访也可能主要是因为企业在某一方面具有行业领先地位,或者企业做法符合国家的战略政策方向(Schuler等,2017;Ma,2023),从而吸引了政府调研,这对投资者而言是更为积极的信号。最后,原本的政商关系也可能会削弱政府调研的作用。Li等(2016)认为政商关系与政府调研活动会形成相互替代的关系。企业与政府之间的政商关系是另一种降低交易成本的方式(Wang和Qian,2011)。具有政商关系的公司可以依靠与政府的政商关系来预测政策的变化、执行合同、解决谈判等(Peng和Luo,2000),因而潜在的交易合作伙伴更有信心与这些公司开展业务。从另一方面来说,没有政商关系的公司缺乏这种保证潜在交易伙伴的渠道,而政府调研可以弥补公司没有政商关系的不足,因而政府调研对没有政商关系的公司影响会更大,债券投资者会给予更多的信任,相应的降低债券发行利差。基于以上分析,本文提出假设3。

假设3:相较于有政商关系的公司,政府调研对债券发行利差的影响在没有政商关系的公司中更为显著。

(四)公司信息透明度、政府调研与债券发行利差

政府调研对债券发行利差的影响还与公司本身的信息透明度相关,根据信号传递理论,当信息不对称程度越严重时,信号传递的作用就越大(Allen等,2005)。当企业的信息不透明程度高时,外部投资者由于缺乏相关信息而形成逆向选择,此时政府调研可以为投资者提供一个信号。尽管投资者仍然无法获得足够的经营信息,但政府调研是一个积极的政策信号,在一定程度上可以表明企业具有较好的政策示范信号能力,从而可以向投资者传递更为积极的信号,降低企业与投资者之间的信息不对称程度。基于以上分析,本文提出假设4。

假设4:信息不透明程度越高,政府调研对债券发行利差的影响越大。

(五)政府调研的溢出效应

经济活动并不会随机分布,而是通过规模经济、市场潜力与要素流动性形成“从核心至边缘”的结构(Krugman,1991),政府调研作为一种政策信号,在空间上传导时并不会局限于被调研企业,而是以被调研企业为中心向邻近地区扩散。这种扩散具有自我强化的特征:政府调研向市场发出了这一地区或行业会获得更多政策以及资源倾斜的信号,因此能够吸引资金和企业聚集。基于以上分析,本文提出假设5。

假设5:政府调研存在地区溢出效应。

四、研究设计

(一)样本与数据来源

考虑到公共卫生事件对政府调研所带来的影响,本文选取了2007—2019年上市公司发行的所有公司债券、中期票据和短期融资券为研究样本,并进行了如下处理:由于金融业具有一定的特殊性,故剔除金融业上市公司发行的债券样本;由于本文需要从每家上市公司的官网所发布的新闻中识别和整理政府调研的详细信息,因此剔除没有公开网站或网站信息更新不及时的上市公司及其发行的债券样本;剔除数据存在缺失的样本观测值。由于公司发行债券的标准问题,因此样本不需要对特别处理公司进行剔除,按照以上处理过程,本文共得到6371个有效观测值。本文的所有债券信息相关数据来自WIND数据库,公司财务数据来自CSMAR数据库,政府调研数据通过上市公司官网的新闻动态进行手工搜集。

(二)变量定义

1.政府调研

本文将政府调研变量定义为债券发行前一年政府来上市公司调研的总次数加1取对数,如

果没有政府调研则取0。不同行政级别的政府调研,社会影响力不同,调研后对公司的影响可能也会有所不同。虽然行政级别高的政府调研受到的关注度更高,例如可以获得《新闻联播》及重要报纸媒体的报道,但在某种程度上地方政府对关键资源的掌控权更强,在向地方公司分配资源方面与中央政府相比会存在差异。为了研究不同类型的政府调研对债券发行利差的影响,本文将政府调研分为两类:第一,根据调研行政级别将调研分为国家级政府调研、省部级政府调研、厅局级政府调研和县处级政府调研;第二,根据政府调研人员任职所在地和上市公司所在地将调研分为本地政府调研和异地政府调研。

2. 债券发行利差

参照杨国超和盘宇章(2019)的研究,本文用债券发行的票面利率与相同发行日相同期限的国债到期收益率之间的差值来衡量债券发行利差。表1列示了变量的具体定义情况。

表1 变量定义表

变量符号	变量定义
<i>Spread</i>	债券发行利差,债券发行的票面利率与同期可比的国债利率之间的差值
<i>Inspection</i>	发行前一年的政府调研次数加1取对数
<i>PC</i>	是否存在政商关系,若董事长或CEO有从政经历则取1,否则为0
<i>Opaque</i>	信息透明度,根据深交所、沪交所披露的信息质量评级进行赋值(优秀=4,良好=3,及格=2,不及格=1)
<i>RD</i>	研发投入与营业收入的比值
<i>Firmage</i>	公司成立年限
<i>Continuity</i>	是否为连续调研,若连续三年都有政府调研则为1,否则为0
<i>Guarantee</i>	是否提供担保,提供担保为1,否则为0
<i>Specialitem</i>	是否存在特殊条款,存在取1,否则取0
<i>Maturity</i>	债券发行期限
<i>ln Vol</i>	公司债券发行总额取对数
<i>ln TA</i>	发行前一年公司的资产总额取对数
<i>PPE</i>	发行前一年的固定资产占比
<i>Current Ratio</i>	发行前一年的流动比率
<i>Interest Cover</i>	发行前一年的利息保障倍数
<i>SOE</i>	是否为国有企业,是取1,否则取0
<i>ROA</i>	发行前一年的资产报酬率
<i>Leverage</i>	发行前一年的资产负债率
<i>Profit Growth</i>	发行前一年的净利润增长率
<i>Sales Growth</i>	发行前一年的营业收入增长率
<i>BIG4</i>	是否为“国际四大”,是取1,否则为0
<i>TOP1</i>	第一大股东持股比例
<i>IDR</i>	独立董事人数占董事会人数的比例
<i>Supervisor Size</i>	监事会人数,用以代表监事会的规模
<i>Bond Rating</i>	债券评级哑变量
<i>Bond Type</i>	债券类型哑变量

(三)模型构建

为了验证假设1,即政府调研有助于降低企业的债券发行利差,本文以债券发行利差为因变量,以债券发行前一年政府调研的次数为自变量,构建了回归模型。

$$Spread = \alpha_0 + \alpha_1 Inspection + Controls + \varepsilon \quad (1)$$

在式(1)中, *Spread*为债券发行利差,即用债券发行的票面利率与相同发行日相同期限的国债到期收益率之间的差值来衡量。*Inspection*为债券发行前一年政府调研的次数加1取对数。本文预期 α_1 的系数为负。

为了验证假设2,即产权性质对政府调研与债券发行利差的影响,本文在式(1)的基础上引入产权性质变量(*SOE*)与政府调研变量(*Inspection*)的交乘项,具体模型如下所示。

$$Spread = \beta_0 + \beta_1 Inspection + \beta_2 SOE + \beta_3 Inspection \times SOE + Controls + \varepsilon \quad (2)$$

在式(2)中,为了验证政府调研对不同产权性质企业的影响是否有差异,本文引入了产权性质变量(*SOE*)与政府调研变量(*Inspection*)的交乘项,本文预期 β_3 的系数显著为正。

为了验证假设3,即政商关系对政府调研与债券发行利差的影响,本文在式(1)的基础上引入了政商关系变量(*PC*),以及政商关系变量(*PC*)与政府调研变量(*Inspection*)的交乘项,具体模型如下所示。

$$Spread = \gamma_0 + \gamma_1 Inspection + \gamma_2 PC + \gamma_3 Inspection \times PC + Controls + \varepsilon \quad (3)$$

在式(3)中,本文主要关注政商关系变量(*PC*)与政府调研变量(*Inspection*)的交乘项系数 γ_3 的符号和显著性。本文预期 γ_3 的符号显著为正。

为了验证假设4,即公司信息透明度对政府调研与债券发行利差的影响,本文参照曾颖和陆正飞(2006)对公司信息透明度的定义,在式(1)的基础上分别引入了公司信息透明度的指标(*Opaque*)以及该变量与政府调研变量(*Inspection*)的交乘项,具体模型如下所示。

$$Spread = \theta_0 + \theta_1 Inspection + \theta_2 Opaque + \theta_3 Inspection \times Opaque + Controls + \varepsilon \quad (4)$$

在式(4)中,本文主要关注信息透明度与政府调研的交乘项系数,预期 θ_3 显著为负。

五、实证结果和分析

(一)描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计。从公司发行的债券特征来看, *Spread*的均值为2.01,最小值为-0.85,最大值为6.99,表明不同公司发行的债券定价有较大的差异,公司发行的债券中有9.5%的债券具有担保(*Guarantee*),有30.5%的债券存在特殊条款(*Specialitem*),而发行债券的平均年限(*Maturity*)为2.2年。此外,从公司的特征来看, *Inspection*的均值为0.61,最小值为0,最大值为4.45,表明政府调研在公司间存在差异,例如居民服务、住宿和餐饮业类公司的政府调研次数最少。*Continuity*的均值为0.20,表明样本中仅有20.0%的公司在债券发行前受到了连续的政府调研。信息透明度*Opaque*均值为3.23,由于深交所及上交所披露信息透明度不全,故共有3006个样本,其中10个样本信息透明度为“不及格”,213个样本为“及格”,1720个样本为“良好”,1063个样本为“优秀”。政商关系*PC*的均值为0.44,由于董事长或CEO的简历存在缺失,因而有6193个研究样本。

表2 主要变量的描述性统计

变量	N	Mean	P25	P50	P75	Sd	Min	Max
<i>Spread</i>	6371	2.0051	1.1331	1.7652	2.6813	1.1941	-0.8531	6.9922
<i>Inspection</i>	6371	0.6132	0	0	1.0991	0.9623	0	4.4541
<i>Continuity</i>	6371	0.1991	0	0	0	0.3992	0	1
<i>Opaque</i>	3006	3.2762	3	3	4	0.6013	1	4
<i>PC</i>	6193	0.4383	0	0	1	0.4960	0	1
<i>Guarantee</i>	6371	0.0952	0	0	0	0.2933	0	1
<i>Specialitem</i>	6371	0.3050	0	0	1	0.4600	0	1
<i>Maturity</i>	6371	2.2210	0.7400	1	3	2.0510	0.0190	15.0000

同时,本文统计了2007年至2019年上市公司的政府调研次数,表3列示了政府调研的年度分布,从表中可以看出,从2007—2019年政府调研的总次数基本在逐年递增,调研主要集中在省部级政府和厅局级政府中,厅局级政府的历年调研次数最多,而按政府是否为本地来分,本地政府的历年调研数要多于外地政府的历年调研数,表明政府更多地关注本地企业。

表3 政府调研的年度分布

年度	国家级政府 调研次数	省部级政府 调研次数	厅局级政府 调研次数	县处级政府 调研次数	本地政府 调研次数	外地政府 调研次数	合计
2007	29	138	158	26	220	131	351
2008	63	227	255	43	354	234	588
2009	108	299	378	73	476	382	858
2010	92	340	505	115	598	454	1 052
2011	92	482	702	219	875	620	1 495
2012	90	584	971	298	1 179	764	1 943
2013	72	603	1 046	371	1 351	741	2 092
2014	92	689	1 031	339	1 337	814	2 151
2015	71	539	1 022	279	1 176	735	1 911
2016	120	1 123	1 788	747	2 153	1 625	3 778
2017	104	1 352	2 397	1 020	2 828	2 045	4 873
2018	111	1 344	2 395	1 108	3 057	1 901	4 958
2019	101	1 459	2 680	1 298	3 368	2 170	5 538

(二)回归结果分析

1.政府调研与债券发行利差

表4列示了政府调研与债券发行利差的回归结果。在列(1)中本文仅放入了政府调研变量(*Inspection*),控制了债券评级、债券种类、年度、行业和省份的固定效应,可以看出*Inspection*的回归系数为-0.0829,且在1%的水平上显著,表明债券发行前一年政府调研的次数越多,债券发行利差就越低。在列(2)中本文加入了债券层面的控制变量和公司层面的控制变量,在加入控制变量后*Inspection*的回归系数为-0.0257,并且在5%的水平上显著,表明政府调研有利于降低债券发行利差,这个结果验证了假设1的正确性。从经济意义上来看,债券发行前政府调研次数的标准差每增加1%,债券发行利差相对于其均值就会降低1.23% $(-0.0257 \times 0.96/2.01)$ 。

2.产权性质、政府调研与债券发行利差

表5列(1)列示了产权性质、政府调研与债券发行利差的回归结果,*Inspection*的回归系数为-0.0628,在1%的水平上显著,表明政府调研有助于降低债券发行利差。*SOE*的回归系数为-0.8729,在1%的水平上显著,表明国有企业的债券发行利差显著更低。*Inspection*与*SOE*的交乘项的回归系数为0.0553,表明国有企业削弱了政府调研对债券发行利差的降低作用,这验证

表4 政府调研与债券发行利差的回归结果

系数	<i>Spread</i> (1)	<i>Spread</i> (2)
<i>Inspection</i>	-0.0829*** (-6.82)	-0.0257** (-2.52)
控制变量		Control
<i>Bond Rating</i>	Control	Control
<i>Bond Type</i>	Control	Control
<i>Year FE</i>	Control	Control
<i>Industry FE</i>	Control	Control
<i>Province FE</i>	Control	Control
<i>Constant</i>	1.0623*** (7.74)	7.4228*** (22.45)
<i>Adj.R</i> ²	0.480	0.626
<i>N</i>	6371	6371

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著,括号中为经异方差稳健标准误调整后的*T*值。下同。

了假设2的正确性,即政府到访非国有企业比到访国有企业具有更强的信号作用。国有企业原本与政府就有天然的联系,因而会削弱部分政府调研对企业的影响。

表5 产权性质、政商关系、信息透明度对政府调研与债券发行利差的影响

系数	Spread (1)	Spread (2)	Spread (3)
<i>Inspection</i>	-0.0628*** (-3.17)	-0.0530*** (-4.26)	-0.1671** (-2.30)
<i>SOE</i>	-0.8729*** (-26.93)	-0.8454*** (-27.94)	-0.8524*** (-18.73)
<i>Inspection</i> × <i>SOE</i>	0.0553** (2.46)		
<i>PC</i>		-0.0631** (-2.57)	
<i>Inspection</i> × <i>PC</i>		0.0667*** (3.33)	
<i>Opaque</i>			-0.1450*** (-4.15)
<i>Inspection</i> × <i>Opaque</i>			0.0430** (2.10)
控制变量	Control	Control	Control
<i>Bond Rating</i>	Control	Control	Control
<i>Bond Type</i>	Control	Control	Control
<i>Year FE</i>	Control	Control	Control
<i>Industry FE</i>	Control	Control	Control
<i>Province FE</i>	Control	Control	Control
Constant	7.4707*** (22.53)	7.6387*** (22.54)	8.4140*** (14.93)
<i>Adj.R</i> ²	0.631	0.627	0.659
<i>N</i>	6371	6193	3006

注:控制变量、*Bond Rating*、*Bond Type*、*Year*、*Industry*、*Province*已控制。

3. 政商关系、政府调研与债券发行利差

表5列(2)列示了政商关系、政府调研与债券发行利差的回归结果。从表中可以看出,*Inspection*的回归系数为-0.053,且在1%的水平上显著,表明政府调研有助于降低债券发行利差。*PC*的回归系数为-0.0631,且在5%的水平上显著,表明有政商关系的公司债券发行利差显著更低。*Inspection*与*PC*的交乘项的回归系数为0.0667,且在1%的水平上显著,表明政商关系削弱了政府调研对债券发行利差的降低作用,即政府调研与政商关系会形成替代关系,政府调研可以弥补公司没有政商关系的不足,对没有政商关系的公司影响会更大,债券投资者会给予更多的信任,相应的降低债券发行利差,这验证了假设3的正确性。

4. 信息透明度、政府调研与债券发行利差

表5列(3)列示了公司信息透明度、政府调研与债券发行利差的回归结果。根据信号传递理论,当公司的信息不对称程度越高时,信号作用就越明显。本文参考曾颖和陆正飞(2006)的研究,用深证所和上交所信息披露质量评级作为信息透明度的衡量指标,交易所信息质量评级由高到低依次为“优秀”“良好”“及格”“不及格”,分别赋值为4、3、2、1。列(1)报告了加入公司信息透明度的指标(*Opaque*)以及公司信息透明度的指标(*Opaque*)与政府调研(*Inspection*)交乘项的回归结果。可以看出,*Inspection*的回归系数为-0.1671,在5%水平上显著,表明政府调研有助于降低债券发行利差。*Inspection*与*Opaque*的交乘项系数为0.043,在5%水平上显著,表明公司

的信息透明度越低,政府调研对债券发行利差的降低作用越显著,这验证了假设4的正确性。

在对信息不透明(*Opaque*)企业样本进行划分后,子样本数量相对减少,主要原因在于部分企业在关键财务指标、治理变量及信息披露质量数据上存在缺失,导致在控制变量和固定效应处理后被剔除。尽管 *Opaque* 子样本量相对较少,但核心变量的显著性与方向均与全样本结果一致,说明样本筛选并未导致系统性偏误,对研究结论的解释力和稳健性影响较小。

5.政府调研的溢出效应

政府调研的对象选择可能是来自企业的经营优势,但如果企业仅仅受自身经营优势的影响,则政府调研将不会存在溢出效应,据此本文研究了政府调研与债券发行利差的溢出效应。政府对企业的调研有可能是出于对该地区整体经济发展的考虑,并且政府进行调研时,当地相应级别的官员也都会陪同调研(Schuler等,2017),通过面对面的交流,政府与企业以及当地官员的交流都会得到加强(Bernstein等,2016),政府会就政策制定和实施过程中的有关问题加强与当地相关部门进行沟通,陪同调研的当地政府往往会被要求为企业的经营发展提供经济政策的制度支持和营商环境的优化保障,而当地政府也会更好地理解国家的施政方针与政策导向,这将有利于地区的整体经济发展,因而具有更为宏观的指征意义(张军和高远,2007),表明了政府重视地区经济发展的态度,这也会体现在未来地区的政策支持上(Li等,2016;

Schuler等,2017)。为了检验这一问题,本文将解释变量 $Inspection_city$ 定义为:在上市公司发行债券的样本中,政府调研过的企业所在地区(市)的其他企业赋值为1,没有调研地区的企业赋值为0。此外,由于本文研究政府调研的地区溢出效应,对比的是被调研地区没有被调研的上市公司和没有被调研地区的上市公司,因而地区溢出效应研究分析时不包含被调研的上市公司,由此最终得到的样本总量为4 155个。表6列(2)显示, $Inspection_city$ 的回归系数为-0.0973,在1%水平上显著,表明政府调研对债券发行定价具有地区溢出效应。

(三)稳健性检验^①

1.控制重点产业

企业是否属于国家鼓励的重点产业,会影响政府调研选择和债券发行利差,为了控制这一影响,本文在控制变量中加入是否为重点产业($Impind$)然后进行回归。本文将国家“十一五”规划、“十二五”规划、“十三五”规划中提到要发展和支持的行业视为重点产业,若企业所属行业为重点产业的赋值为1,否则为0。可以看出,在控制重点产业后 $Inspection$ 的系数仍显著为负,表明政府调研对债券发行利差仍有显著的降低作用。

2.PSM检验

考虑到样本选择偏差问题即被政府调研的企业可能自身更优质因而发债成本较低,为了验证上文四个回归结果并非由样本选择偏误形成,本文采用PSM(倾向得分匹配)对上文回归做进一步检验。根据企业是否被政府调研将样本分为处理组和控制组,并将上文回归中的所有

表6 政府调研的溢出效应

系数	Spread (1)	Spread (2)
$Inspection_city$	-0.3018*** (-6.40)	-0.0973*** (-2.67)
控制变量		
$Bond_Rating$	Control	Control
$Bond_Type$	Control	Control
$Year_FE$	Control	Control
$Industry_FE$	Control	Control
$Province_FE$	Control	Control
$Constant$	1.585*** (9.14)	9.473*** (22.42)
$Adj.R^2$	0.365	0.630
N	4 155	4 155

^①稳健性检验结果限于篇幅未列示,备案。

控制变量作为协变量。对于政府调研与债券发行利差的关系研究,采用一对一近邻匹配,ATT估计值为-0.19,对应的t值大于1.96。在总共6347个观测值中,控制组有1个不在共同取值范围中,实验组有66个不在共同取值范围中,其余6280个观测值均在共同取值范围中。自助法得到标准误,ATT的自助标准误为-0.20,并发现ATT、ATU和ATE均在1%水平上显著。P检验结果表明匹配结果较好地平衡了数据。其他如半径匹配、核匹配等结果类似。PSM结果表明,政府调研企业的平均处理效应为负,在经济意义和统计意义上均显著,支持了本文的研究假设1。同样,本文对于产权性质、政商关系和信息透明度分别进行倾向得分匹配,交乘项ATT与原回归系数符号一致且显著,进一步支持了本文其他研究假设。

3.Heckman两阶段检验

为了尽可能消除内生性对结论的影响,本文除了采取PSM检验法外还采用了Heckman两阶段检验法验证政府调研对债券发行利差的影响。根据Heckman两阶段检验的回归结果, *Inspection*的回归系数为-0.310,且在5%的水平上显著,和先前的回归结果一致,表明债券发行前一年政府调研的次数越多,债券发行利差就越低,支持了本文的研究假设1。此外,回归分析的逆米尔斯比率的回归系数显著为正,说明本文存在一定的样本选择偏误问题,也证实了采用Heckman两阶段检验解决内生性对结论的影响是有效的。Heckman两阶段检验的结论依旧支持本文的研究假设1,进一步表明本文的发现具有可靠性。

六、进一步分析

(一)连续调研与债券发行利差

表7列(1)展示了连续调研对债券发行利差影响的研究结果。本文进一步研究了连续调研对债券发行利差的影响。本文将连续调研定义为债券发行前连续三年及以上受到政府的调研,若满足这一条件的则为连续调研样本,赋值为1,否则为非连续调研样本,赋值为0。为了验证连续调研的作用,本文在模型(1)的基础上引入了连续调研(*Continuity*)以及连续调研(*Continuity*)与政府调研(*Inspection*)的交乘项,结果表明*Inspection*与*Continuity*的交乘项系数为-0.07,且在1%水平上显著,表明连续调研比非连续调研具有更强烈的信号作用,能够显著降低债券发行利差。

(二)调研级别与债券发行利差

表7列(2)至列(5)列示了调研级别影响债券发行利差的研究结果。本文进一步研究了调研级别是否会影响债券发行利差。从理论上来看,调研政府的级别越高,拥有政策意义就越大,也更容易从更高的层面建章立制,形成有效的政策工具帮助企业解决实际遇到的难题,因此政府调研的级别越高,越有利于降低债券发行利差。为了验证这一假设的正确性,本文按照政府级别将公司发债前一年的调研依次分为国家级政府调研、省部级政府调研、厅局级政府调研以及县处级及以下政府调研,并构造了变量*Inspection_national*、*Inspection_provincial*、*Inspection_municipal*和*Inspection_county*。其中,各个变量皆为发债前一年相应政府调研次数加1取对数。结果发现,*Inspection_national*的回归系数为-0.16,且在5%水平上显著,*Inspection_provincial*的回归系数为-0.0548,且在1%水平上显著,*Inspection_municipal*的回归系数为-0.0305,且在5%水平上显著,*Inspection_county*的回归系数为-0.0189,但并不显著,表明国家级政府、省部级政府以及厅局级政府调研次数越多,公司发行债券的定价就越低,但县处级及以下的政府调研次数对债券发行利差并没有显著影响,表明政府调研对债券发行

利差的影响仅局限于高级别政府调研中,政府调研级别越高越有利于降低债券发行利差。

表 7 连续调研、调研级别与债券发行利差

系数	Spread (1)	Spread (2)	Spread (3)	Spread (4)	Spread (5)
<i>Inspection</i>	-0.0224 (-1.46)				
<i>Continuity</i>	0.1432*** (3.74)				
<i>Continuity</i> × <i>Inspection</i>	-0.0651*** (-2.80)				
<i>Inspection_national</i>		-0.1600*** (-3.67)			
<i>Inspection_provincial</i>			-0.0548*** (-3.62)		
<i>Inspection_municipal</i>				-0.0305** (-2.17)	
<i>Inspection_county</i>					-0.0189 (-0.70)
控制变量	Control	Control	Control	Control	Control
<i>Adj.R</i> ²	0.626	0.625	0.626	0.625	0.625
<i>N</i>	6 371	6 371	6 371	6 371	6 371

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著,括号中为经异方差稳健标准误调整后的*T*值。

(三)外地调研与债券发行利差

表8列(1)至(3)列示了外地调研与债券发行利差的研究结果。从理论上来看,本地政府掌握更多的资源,可以对企业产生更多的影响,但外地政府来企业调研可能是一种更强烈的信号,表明企业在某一领域具有行业领先的优势,这样才会吸引外地的政府参观访问,因此本地政府调研和外地政府调研究竟哪一类对债券发行利差的影响更大是一个需要实证检验的问题。为了检验这一问题,本文将本地政府定义为政府职位所在地的省份与公司注册地的省份一致,并构建了如下指标。(1)*Inspection_localnum*和*Inspection_nonlocalnum*,其中*Inspection_localnum*为发债前一年本地政府调研次数加1取对数,*Inspection_nonlocalnum*为发债前一年外地政府调研次数加1取对数。(2)*Inspection_localper*和*Inspection_nonlocalper*,*Inspection_localper*为发债前一年本地政府调研次数占调研总次数的比值,无调研则为0;*Inspection_nonlocalper*为发债前一年外地政府调研次数占调研总次数的比值,无调研则为0。结果表明,*Inspection_localnum*的回归系数为0.0073,并不显著,而*Inspection_nonlocalnum*的回归系数为-0.0436,在1%水平上显著,表明当外地政府调研次数越多时,债券发行利差就越低。本文将政府调研次数替换成比例进行检验,*Inspection_localper*的系数为0.0056,并不显著,而*Inspection_nonlocalper*的系数为-0.0056,且在1%水平上显著,表明外地政府调研比例越高,债券发行利差就越低,而本地政府调研比例对债券发行利差没有影响。本文进一步将样本限定为有政府调研的样本,引入*Inspection*与*Inspection_localper*的交乘项,*Inspection*与*Inspection_localper*交乘项的系数为0.0088,显著为正,表明本地政府调研比例越高,会抑制政府调研对债券发行利差的影响。这些结果表明,外地政府调研具有更强烈的信号作用,外地政府调研越多,对债券发行利差的降低作用越明显。

表8 外地调研与债券发行利差

系数	<i>Spread</i> (1)	<i>Spread</i> (2)	<i>Spread</i> (3)
<i>Inspection_localnum</i>	0.0073 (0.42)		
<i>Inspection_nonlocalnum</i>	-0.0436*** (-3.37)		
<i>Inspection_localper</i>		0.0056 (1.42)	-0.0193 (-1.11)
<i>Inspection_nonlocalper</i>		-0.0056*** (-4.15)	
<i>Inspection</i>			-0.0640*** (-3.24)
<i>Inspection</i> × <i>Inspection_localper</i>			0.0088* (1.70)
控制变量	Control	Control	Control
<i>Adj.R</i> ²	0.626	0.626	0.639
<i>N</i>	6 371	6 371	2 381

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著,括号中为经异方差稳健标准误调整后的*T*值。

七、结 论

本文研究发现,政府调研作为一种非正式制度,通过信息传递与信号作用显著降低了企业的债券发行利差,尤其在民营企业、信息不对称程度较高以及缺乏政商关系的企业中作用更为明显。这一发现对完善政府调研机制、优化企业融资环境和推动金融市场高质量发展具有重要的政策启示。(1)政府调研不仅是了解经济运行、优化政策的重要途径,更是资本市场的重要信号来源。各级政府可以通过建立统一的调研信息披露平台,公开披露调研对象、调研内容及政策反馈,增强市场参与者对政策信号的可识别性和可预期性,放大政府调研在资本市场中的信息传导效应以降低企业融资的不确定性与信息风险。(2)应引导企业主动利用政府调研机会,提升信息披露质量。研究表明,在信息不对称程度较高的企业中,政府调研的信号作用更为显著。因此,企业应将政府调研视为展示经营透明度与合规性的契机,积极配合调研、完善信息披露体系、强化财务报告质量,从而有效降低资本市场的不信任溢价,优化债券融资结构与成本。(3)应完善跨地区调研与政策协同机制,形成政策信号的扩散与溢出效应。本文研究发现外地政府调研对企业债券定价的影响更为显著,说明跨区域调研具有更强的示范效应。中央政府可进一步建立跨地区交流与学习机制,鼓励地方政府调研不同地区的优秀企业,促进政策经验共享与信息扩散,从而形成“点面”结合的政策信号传播格局,提升政府调研的整体效能。

主要参考文献

- [1]陈冬华,胡晓莉,梁上坤,等. 宗教传统与公司治理[J]. 经济研究, 2013, 48(9): 71-84.
- [2]戴亦一,洪群,潘越. 官员视察、媒体关注与政府补助——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济管理, 2015, 37(7): 13-25.
- [3]何轩,肖炜诚. 官员视察与民营企业环保投入[J]. 经济管理, 2022, 44(5): 157-175.
- [4]洪群,戴亦一. 官员到访减轻了企业税收负担吗——来自中国上市公司的经验证据[J]. 当代财经, 2018, (1): 111-121.
- [5]胡珺,宋献中,王红建. 非正式制度、家乡认同与企业环境治理[J]. 管理世界, 2017, (3): 76-94,187-188.
- [6]胡旭阳,史晋川. 民营企业的政治资源与民营企业多元化投资——以中国民营企业500强为例[J]. 中国工业经济, 2008, (4): 5-14.

- [7]寇宗来, 盘宇章, 刘学悦. 中国的信用评级真的影响发债成本吗?[J]. 金融研究, 2015, (10): 81-98.
- [8]林晚发, 刘颖斐, 赵仲匡. 承销商评级与债券信用利差——来自《证券公司分类监管规定》的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019, (1): 174-192.
- [9]罗党论, 李晓霞. 官员视察与企业联盟——基于中国制造业上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究, 2014, 28(3): 3-20.
- [10]罗党论, 应千伟. 政企关系、官员视察与企业绩效——来自中国制造业上市企业的经验证据[J]. 南开管理评论, 2012, 15(5): 74-83.
- [11]吕怀立, 杨聪慧. 承销商与审计师合谋对债券发行定价的影响——基于个人层面的经验数据[J]. 审计研究, 2019, (3): 111-119.
- [12]卫武. 中国环境下企业政治资源、政治策略和政治绩效及其关系研究[J]. 管理世界, 2006, (2): 95-109.
- [13]徐业坤, 马光源. 地方官员变更与企业产能过剩[J]. 经济研究, 2019, 54(5): 129-145.
- [14]杨国超, 盘宇章. 信任被定价了吗?——来自债券市场的证据[J]. 金融研究, 2019, (1): 35-53.
- [15]曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究, 2006, (2): 69-79,91.
- [16]张军, 高远. 官员任期、异地交流与经济增长——来自省级经验的证据[J]. 经济研究, 2007, 42(11): 91-103.
- [17]张雯, 刘耀淞, 张敏, 等. 官员视察会提高会计师事务所审计收费吗?[J]. 会计与经济研究, 2017, 31(3): 3-17.
- [18]赵晶, 孟维焯. 官员视察对企业创新的影响——基于组织合法性的实证分析[J]. 中国工业经济, 2016, (9): 109-126.
- [19]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.
- [20]周宏, 周畅, 林晚发, 等. 公司治理与企业债券信用利差——基于中国公司债券2008-2016年的经验证据[J]. 会计研究, 2018, (5): 59-66.
- [21]周楷唐, 麻志明, 吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. 经济研究, 2017, 52(7): 169-183.
- [22]Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57-116.
- [23]Azari J R, Smith J K. Unwritten rules: Informal institutions in established democracies[J]. *Perspectives on Politics*, 2012, 10(1): 37-55.
- [24]Barnett M L. Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility[J]. *Academy of Management Review*, 2007, 32(3): 794-816.
- [25]Bernstein S, Giroud X, Townsend R R. The impact of venture capital monitoring[J]. *The Journal of Finance*, 2016, 71(4): 1591-1622.
- [26]Chen D Q, Ma Y J, Martin X, et al. On the fast track: Information acquisition costs and information production[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 143(2): 794-823.
- [27]Helmke G, Levitsky S. Informal institutions and comparative politics: A research agenda[J]. *Perspectives on Politics*, 2004, 2(4): 725-740.
- [28]Henisz W J, Zelner B A. Legitimacy, interest group pressures, and change in emergent institutions: The case of foreign investors and host country governments[J]. *Academy of Management Review*, 2005, 30(2): 361-382.
- [29]Kleer R. Government R&D subsidies as a signal for private investors[J]. *Research Policy*, 2010, 39(10): 1361-1374.
- [30]Li W W, Tsang E W K, Luo D L, et al. It's not just a visit: Receiving government officials' visits and firm performance in China[J]. *Management and Organization Review*, 2016, 12(3): 577-604.
- [31]Peng M W, Luo Y D. Managerial ties and firm performance in a transition economy: The nature of a micro-macro link[J]. *Academy of Management Journal*, 2000, 43(3): 486-501.
- [32]Schuler D A, Shi W, Hoskisson R E, et al. Windfalls of emperors' sojourns: Stock market reactions to Chinese firms hosting high-ranking government officials[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(8): 1668-1687.
- [33]Wang H L, Qian C L. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access[J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 54(6): 1159-1181.

[34]Wang Y Z, Yao C X, Kang D. Political connections and firm performance: Evidence from government officials' site visits[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, 57: 101021.

[35]Zhang J J, Luo X R. Dared to care: Organizational vulnerability, institutional logics, and MNCs' social responsiveness in emerging markets[J]. *Organization Science*, 2013, 24(6): 1742-1764.

Official Visits and Bond Issuance Spreads

Hou Xueming¹, Zhu Liang¹, Wang Shaofei^{1,2}

(1. *College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;*

2. *Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Abstract: This paper studies the impact of official visits on bond issuance spreads based on the data of official visits from listed company websites. Official visits, as an informal institution, will reduce bond issuance spreads, and the relationship is more significant in non-state-owned enterprises, enterprises with no political connections, and enterprises with high information opacity. In addition, factors including the rank of official visits, continuous official visits, and non-local official visits will also affect this relationship. The study also finds a regional spillover effect of official visits. This paper reveals the mechanism of informal institutions in the bond market, which has practical significance for understanding the guiding role of current official visits in China and the effectiveness of financial services for the real economy.

Key words: official visits; bond issuance spreads; informal institutions

(责任编辑:王 孜)