



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

基于微观视角的债权人 法律保护及经济后果研究

王海霞 / 著

JIYU WEIGUAN SHIJIAO DE ZHAIQUANREN
FALV BAOHU JI JINGJI HOUGUO YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

基于微观视角的债权人 法律保护及经济后果研究

王海霞 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

基于微观视角的债权人法律保护及经济后果研究/
王海霞著. —北京: 经济科学出版社, 2010. 7

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9406 - 8

I. 基… II. 王… III. 债权法 - 研究 - 中国

IV. D923.34

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 092078 号

责任编辑: 王长廷 袁 激

责任校对: 王肖楠

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱 天

基于微观视角的债权人法律保护及经济后果研究

王海霞 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

季峰装订厂装订

880 × 1230 32 开 6 印张 150000 字

2010 年 7 月第 1 版 2010 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9406 - 8 定价: 25.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

中国有句俗话：没有规矩，不成方圆。其意思就是说，没有规则（即制度）的约束，人类的行为就会陷入混乱。这样一个朴素而重要的思想，应该没有人会认为它不正确。在现代经济领域中，一个国家对产权的保护历来都是最为重要与基础的制度安排，因为通过对产权的界定和保护可以约束政府和经济人行为，使市场主体的所有权、占有权、使用权、支配权、收益权和处置权能够顺利实现。而当这些权利因为种种原因不能得以保障时，那就意味着这个市场的主体不可能实现真正的独立自主，这个市场就不可能形成有序的竞争并高效运作，经济的发展必然会因此而受到影响。“公地悲剧”为人们形象地揭示了产权的重要性，于是对产权的研究成为制度经济学的根本。与非正式制度相比，法律作为一种正式制度来对产权进行界定和保护，更具权威性、强制性与规范性。

产权有各种各样的表现形式，其中股权和债权就是常见的形式之一。从这个角度来看，法律对产权的保护说到底就是对股东（特别是中小股东）和债权人利益的保护，于是对股东与债权人利益保护的针对性研究走进了经济学家的视野。在这一问题上，二十世纪九十年代后期，以拉波特等为代表的法与金融理论第一次成功地将法律因素量化并引入到分析模型中，揭示了更为具体的微观与宏观金融中的现实问题，比如政府干预、公司治理、融资渠道、公司价值等，至今依然是金融领域的前沿理论之一。

我国改革开放三十多年，既是市场化不断推进的过程，同时也是法制建设不断完善的过程。多年来，以银行为中介的间接融资一直都处于主导融资地位，对银行作为债权人的法律保护也经历了巨

大的变迁。王海霞的这本《基于微观视角的债权人法律保护及经济后果研究》，从公司财务的微观视角，阐述了债权人保护制度变迁对企业债务融资与债务治理的影响，同时也难能可贵地从企业的角度反观了银行的行为变化。这部专著是作者读博期间对法与金融理论的思索与领悟，同时由于作者兼具多年银行实践的背景和金融、财务及法律的理论背景，使这本书更具理论价值与现实意义。

王化斌

2010年5月

前 言

现代经济学对于强调产权保护在某种程度上已经达成共识，认为这是决定制度多样性及其对经济绩效产生影响的主要因素，因为只有产权得到保护，才有可能保护投资收益及私人合约的有效执行，从而带来更多的投资和经济的增长。

从微观层面来看，公司融资与公司治理一直是金融理论与实践讨论的两个焦点。合约的不完美性和信息的不对称这两个问题无不与包括债权人在内的投资者法律保护有关。公司融资实际上就是外部投资者将资金委托给融资企业使用。企业融资行为的顺利实现依赖于融资企业保证投资者的合法收益不受损失，以及投资者对企业的这种承诺的信任。离开了这种信任基础，投融资活动将变得难以进行，因为理性的风险厌恶型经济主体是不会愿意将资金投向那些没有基本安全保障的企业的。因此建立一种信任机制无论对一国的宏观还是微观金融的繁荣都具有非常重要的意义，而投资者法律保护就是这样一种可以提供融资信任的机制。公司治理则是金融理论中的另一个焦点，其之所以成为发达国家与发展中国家共同面临的问题，是因为现实中企业内部人侵占中小股东和债权人合法权益的现象普遍存在并严重损害投资者的利益。公司治理本身就是一系列保证外部投资者合法权益免遭企业内部人侵占的权利保障机制，因此，从这个意义上讲，公司治理实质上仍是投资者法律保护的问题。我国作为一个新兴市场国家，投资者法律保护越来越成为一个敏感的问题。但在众多的相关文献中，债权人保护的研究明显少于股东保护的研究，国家内动态比较的研究明显少于国家间静态比较的研究。然而从财务视角而言，现代融资理论已经证明了企业债务

的重要性，重视企业债务就应保护债权人的利益；从法律视角而言，对股东保护周密而对债权人保护不力，有违公平正义法则，对债权人保护不周，必然会导致社会信用水平低下，交易成本提高，不利于社会财富的增加，因此，对债权人保护的研究应当给予足够的重视。

近些年来我国在债权人保护的法制建设方面取得了巨大的进展，特别是 20 世纪 90 年代中期以来，陆续颁布（修改）了一系列约束政府行为、约束经济人行为（其中包括产权界定和保护，合同和法律的执行等）的法律规章，其目的就是要规范契约各方的行为，加强对投资者的保护。对于一直以间接融资为主的中国来说，债权人的保护一方面关系到资金供给方——银行的资产安全与效益，另一方面则关系到资金需求方——企业的融资结构与公司治理。本书从微观的角度（上市公司）探讨相关债权人重大法律制度的实施对企业债务融资行为及其治理的影响，不仅有助于从制度的角度研究影响企业财务行为的深层次原因，也对政策与法规的制定者有重要的启示作用。

作者

2010 年 5 月

目 录

第1章 导 论	1
1.1 研究背景和研究视角	1
1.2 研究目的和意义	5
1.3 研究内容和方法	7
第2章 理论基础与文献回顾	11
2.1 理论基础	11
2.2 文献回顾	26
第3章 我国债权人保护制度的指标体系构建与制度评述	42
3.1 公司债权人的界分	42
3.2 我国债权人法律保护指标体系的构建	44
3.3 我国债权人法律保护制度的影响与评价	64
3.4 本章小结	71
第4章 债权人法律保护与公司债务资金的可得性	73
4.1 理论分析与研究假设	73
4.2 研究设计	78
4.3 实证分析结果	81
4.4 稳健性检验	91
4.5 本章小结	95

第5章 债权人法律保护与公司债务期限结构	96
5.1 理论分析与研究假设	96
5.2 研究设计	100
5.3 实证分析结果	102
5.4 稳健性检验	108
5.5 本章小结	112
第6章 债权人法律保护、银行监督与经理人代理成本	113
6.1 理论分析与研究假设	113
6.2 研究设计	119
6.3 实证分析结果	123
6.4 稳健性检验	131
6.5 本章小结	135
第7章 债权人法律保护、银行监督与控股股东代理成本	136
7.1 理论分析与研究假设	136
7.2 研究设计	140
7.3 实证分析结果	143
7.4 稳健性检验	151
7.5 本章小结	154
第8章 研究结论与建议	155
8.1 研究结论与建议	155
8.2 研究贡献	161
8.3 研究局限和研究展望	163
参考文献	165
后记	182

第 1 章

导 论

本章通过对研究背景的分析 and 阐述，指出债权人法律保护在公司融资与公司治理中的作用机制以及我国在这方面所面临的严峻问题，进而阐明了本书的研究目的与研究意义，同时对全书的研究内容、研究方法作了概括和总结。

1. 1

研究背景和研究视角

1. 1. 1 研究背景

公司融资与公司治理一直是金融理论与实践讨论的两个焦点，而这两个问题无不与对包括债权人在内的投资者法律保护有关。公司融资实际上就是外部投资者将资金委托给融资企业使用。企业融资行为的顺利实现依赖于融资企业保证投资者的合法收益不受损失的承诺，以及投资者对企业的这种承诺的信任。离开了这种信任基础，投融资活动将变得难以进行，因为理性的风险厌恶型经济主体是不会愿意将资金投向那些没有基本安全保障的企业的。正如詹森和麦克林（Jensen and Mickling, 1976）所分析的那样，在市场不完美的情况下，融资活动中的代理问题使得内部人的利益侵占行为不可避免，过度投资、投资不足、资产替代等代理成本问题成为外部投资者和企业内部人之间难以协调的矛盾。因此建立一种

信任机制无论对一国的宏观还是微观金融的繁荣都具有非常重要的意义。而投资者法律保护就是这样一种可以提供融资信任的机制。拉波特、洛佩斯·斯特拉斯、史莱弗和维什尼（La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer and Vishny, 1997）（以下简称 LLSV）的研究表明投资者法律保护直接关系到一国的证券市场和信贷市场发展的广度和深度。公司治理则是金融理论中的另一个焦点，之所以成为发达国家与发展中国家共同面临的问题，是因为现实中企业内部人侵占中小股东和债权人合法权益的现象普遍存在，侵占形式多种多样，如资金占用、直接隐藏利润、转移资产、违规担保等，显然这些无异于偷盗的行为会严重损害投资者的利益。公司治理本身就是一系列保证外部投资者合法权益免遭企业内部人侵占的权利保障机制，因此，从这个意义上讲，公司治理实质上仍是投资者法律保护的问题。

我国作为一个新兴市场国家，投资者法律保护越来越成为一个敏感的问题。然而在理论研究中，对股东保护的关注远远超过了对债权人保护的关注。其原因在于：一是受英美国家股东利益至上思想的影响，认为资本结构只是股东最大化自身权益后的结果，而债权也只是一种固定收益要求权，在正常情况下与企业的经营业绩并不挂钩，不具有干预企业经营决策的权利，因此也就忽略了公司治理中债权人的治理作用；二是我国企业最大的债权人大多是国有银行，^①从感性上来说，相对于这类债权人，似乎中小投资者的利益更值得关注，公众对国有资产被侵占现象的反应远没有个人利益被损害来得敏感。然而本书认为倡导股东利益至上的英美国家并不是不注重对债权人的利益保护，而是正如郎咸平所分析（2004），在一个法治环境良好的地区，债权人可以通过契约的依法履行而得到很好的保护，所以在这些国家的公司监督体系中也基本没有债权人的影子；而在法治环境相对较弱的德国和日本，债权人的监督作

① 截至 2007 年年底，国有银行资产仍占全部银行机构资产的 61.8%，其中国有商业银行占 53.7%，政策性银行占 8.1%。

用则非常显著,而这些国家也更强调对公司利益相关者的保护。另一方面,我国现实中各类企业对债权人的利益侵占问题仍然较为严重。纵观来看,自从1979年财政主导型融资方式逐步让位于银行主导型融资方式开始,伴随着以“自主经营、自负盈亏”为目标的国企改革,债权人利益被侵占的问题就逐步凸显出来,以至于到20世纪90年代中后期,银行领域聚集了上万亿元的不良资产。即便在现代企业制度相对健全的上市公司,对债权人利益侵占问题也屡见不鲜。近些年来发生的每一起财务丑闻无不伴随着巨大的“贷款黑洞”:1998年广东国际信托投资公司被人民银行宣告关闭,但质押的担保资产却不翼而飞;2001年郑百文做假账暴露被暂停上市,骗取建设银行承兑汇票111.6亿元和贷款20多亿元,重组后,信达公司资产收回率只有28.2%,即71.8%约14亿元的资产遭受了损失;2002年蓝田股份涉嫌造假被强制停牌,造假中骗取10家金融机构贷款达22.78亿元,等等。债权人利益遭受侵害的特征集中表现为:一是企业的高负债、低效率、资金浪费严重;二是银行坏账的不断累积,形成了巨大的金融风险,一度成为阻碍金融体制改革深化的重要问题之一。周小川(2004)曾对此总结的是:在国有银行的不良贷款中,30%来自行政干预,30%来自对国有企业的信贷支持,10%来自法治观念和执行力薄弱。已有的国内绝大多数理论研究也表明(田利辉,2005a、2005b;于东智,2003;邓莉等,2007),公司债务无论是对经理人还是对大股东都没有形成有效的治理作用。

从财务视角而言,现代融资理论已经证明了企业债务的重要性,重视企业债务就应保护债权人的利益;从法律视角而言,对股东保护周密而对债权人保护不力,有违公平正义法则,对债权人保护不周,必然会导致社会信用水平低下,交易成本^①提高,不利于

^① 交易成本是制度经济学的一个核心概念,指当事人为订立契约而进行的考察、谈判、咨询、订约、监督等费用。一种良好的制度设计应使交易成本最低。

社会财富的增加,因此,对债权人保护的研究应当给予足够的重视。近些年来我国在债权人保护的法制建设方面取得了巨大的进展,特别是20世纪90年代中期以来,颁布了《商业银行法》、《担保法》、《票据法》、《合同法》、《公司法》、《证券法》等法律,这些法律旨在约束政府对经济活动的任意干预、约束经济人行为(其中包括产权界定和保护,合同和法律的执行等),具体来说就是要规范契约各方的行为,减少政府干预,进而加强对投资者的保护。债权人保护在制度上的确立必定也会强化其自我保护意识,加强风险管理,银行对企业的筛选、甄别与监督功能逐渐得以发挥,我国规模以上的工业企业的资产负债率从1994年的66.66%下降到2005年的57.81%,则可以在一定程度上体现出债权人这种甄别作用的发挥。

正是我国债权人法律保护从无到有逐步加强的制度环境,为这一领域的研究提供了难得的选题背景。同时,新兴的法与金融理论以其新颖的研究视角吸引了越来越多学者的关注,正在成为金融研究的前沿领域。然而在国外众多的这类研究当中,经济迅速发展、法律环境不断改善的中国却常常被排除在样本之外,而实际上制度对市场主体行为的这种引导作用在像中国这样的转型国家更容易被观测。这是因为,相对于其他国家的企业,转轨国家企业所面临的外部不确定性更高,企业必须时刻关注制度变迁过程中自身所面临的发展机遇以及制度变迁对企业发展战略、投融资行为、经营决策、交易成本的影响,企业行为常常是对制度的反应。所以这种制度上的变革可能更有助于解释我国宏观与微观层面的问题。同时国内在这一领域的研究中,债权人利益法律保护问题也没有受到足够地重视。然而正如威廉姆森(Williamson, 1996)所指出,债务和股权是可以看作是相互取代的治理方式而不仅仅是融资工具,忽略债权人法律保护也就意味着对债权人治理作用的忽略,从而使公司治理理论对现实的指导价值大打折扣,因此债权人法律保护能够为公司金融的研究提供更为广阔的视角。

1.1.2 研究视角

发展较为成熟的现代公司财务理论多角度分析了企业融资与治理中的各种影响因素,如公司自身的经营特征、战略目标、产业竞争等,而法与金融理论则阐明了投资者保护作为一个关键的因素对一国宏观与微观金融的影响,为公司财务理论的发展开拓了全新的研究视角。

改革开放以来,我国投资者法律制度经历了从无到有逐步加强的历程,这一变化为本书的研究提供了制度背景。按照法与金融理论,有效的法律制度会降低外部融资的道德风险和逆向选择风险,一方面可以增强投资者的投资意愿,另一方面可以提升公司的治理水平。本书拟在国内外已有的研究基础上,动态地考察随着债权人(主要是银行)法律保护程度的加强与企业债务融资行为、债务治理之间的关系,同时也能从企业的层面间接地反馈制度变迁对银行业信贷行为的影响。

1.2

研究目的和意义

1.2.1 研究目的

本书的研究目的就是结合国内外投资者法律保护的理论基础、分析方法与发展趋势,从微观视角具体分析我国债权人保护制度的演进对实体经济在融资与治理方面的影响,以得出具有前沿性和应用价值的研究成果,进而丰富和发展投资者保护理论,为企业优化融资行为、强化公司治理提供制度上的依据,为债权人(银行)降低道德风险和逆向选择风险提供借鉴,为政策与制度的制定者出台更具效率的法规提供直接的经验证据。

1.2.2 研究意义

我国当前正在积极推进金融领域的法制建设和改革,投资者法律保护的研究可以提供诸多富有启发性和价值性的观点,对金融体制改革、金融创新和司法改革具有重要的指导意义。上世纪90年代中期以来,我国的债权人法制建设取得了重大的进展,然而在一个市场经济刚刚起步、金融体制改革正在深入的环境下,债权人保护的立法与执法效果值得思考。本书拟从调整和规范债权债务关系的法律制度变革入手,分析随着银行等债权人法律保护的加强而引起的债权人与企业之间的法律关系变化特征,进而探讨这种特征下企业财务行为的变化,揭示我国相关法律制度的巨大变革是否以及如何作用于微观企业。

本书的理论意义在于:

(1) 拓宽投资者法律保护的研究视野。从已有的文献来看,大都是在投资者保护水平不变的前提下进行不同国家间横向比较的研究,却忽略了一个经济转轨型国家在不同时期投资者法律保护的变化对金融影响的纵向研究。本书拟以中国为对象,从历史的角度考察投资者保护对微观企业的影响,同时也排除了国家间进行比较时的众多非正式制度^①等不确定因素。

(2) 拓展国内债权人保护的研究内容。目前,国内外这方面的研究对中小股东的保护较为关注,而对债权人法律保护的研究则偏少,中国作为一个以间接融资为主的国家,债权人法律保护程度的变化可能对金融以及经济的影响更大。本书拟以这一视角探讨相

^① 制度分为正式制度(法律、政府政策法规等)和非正式制度(诸如风俗习惯、声誉机制、道德水平、文化等)两种,两者都对保证契约的履行起到重要作用。在某些情况下,非正式制度比正式制度还更为重要,且正式制度的缺陷至少还可以部分地通过非正式制度的运行得到弥补(林毅夫,1994)。因此针对具有相同社会规范、风俗习惯、道德水准等非正式制度、正处于制度变迁的同一国家的内部研究就显得很有必要。

关法律制度对企业作用的过程；为改善我国企业融资结构、加强公司治理提供制度上的理论依据。

(3) 尝试建立适合我国的债权人法律保护指标体系。在借鉴国内外投资者保护理论研究的基础上，立足我国的法制建设、政策和独特的市场环境，构建适合我国国情的债权人法律保护指标体系，为后续的理论研究提供有益探索。

本书的现实意义在于：

(1) 公司层面。通过关注微观企业融资行为及其债务治理的法律影响因素，从债权人法律保护变革的角度系统分析由此而引起的银企关系变化对企业财务行为的影响，为我国企业资本结构的形成以及债权治理的效果提供更为现实的制度解释，同时也可以为当前企业相关利益者的利益关系和相互作用机制提供有益的探索。

(2) 投资者层面。通过企业财务行为的变化反馈银行作为债权人的投资行为。制度的变迁如银行法人地位、信贷业务、风险控制等方面的规范、调整和监督，无不影响到作为债权人的权利，进而影响资金的供给规模、期限结构以及参与企业治理的程度，这些变化必然会在企业的需求方中表现出来，有助于发现银行道德风险和逆向选择风险的根源，为推动银企关系健康发展提供制度层面的指导和建议。

(3) 国家和制定法律规章政府部门层面。通过法律制度与微观主体行为之间的关系分析，有助于动态和发展地认识我国在社会主义市场经济建设中的特殊性和复杂性，为十多年来我国金融立法与执法效率提供客观的评价依据。

1.3

研究内容和方法

1.3.1 研究内容

根据研究目标，本书按照提出问题、分析问题和解决问题的思

路,设计如图 1-1 所示研究框架。

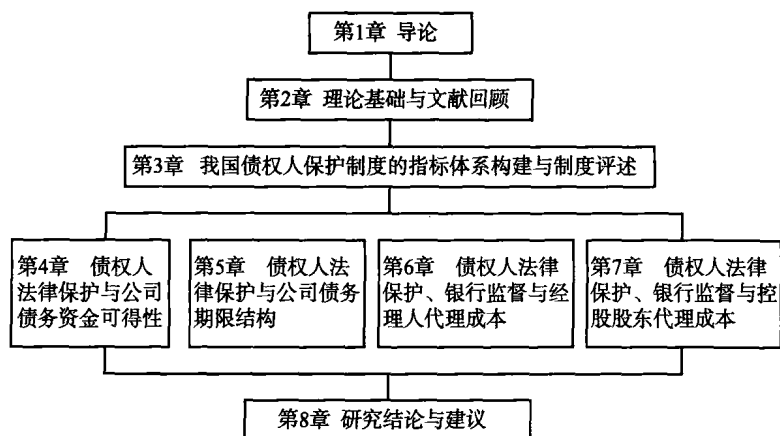


图 1-1 研究框架

具体来说,各部分研究内容如下:

第 1 章为导论,阐述本书的研究背景、研究视角,提出全书的研究目的和意义,在此基础上设计相应的研究内容和方法。公司融资与治理历来都是财务理论关注的焦点,而从投资者法律保护视角的相关研究成为近年来前沿课题之一。我国自 20 世纪 90 年代以来,相继颁布了一系列规范市场主体各方行为、减少政府干预、旨在保护投资者利益的法律规章,这为本书的研究提供了难得的制度背景。

第 2 章为理论基础与文献回顾,首先通过对债权人保护法理理论、现代企业契约理论、利益相关者治理理论及法与金融理论的阐述,构筑了本书研究的理论基础;然后分别以静态与动态为视角,回顾了国内外投资者保护理论的相关文献,并从中寻找到本书研究的切入点,即聚焦债权人保护制度,考察其对公司债务融资及相应形成的债务治理的影响。

第 3 章为我国公司债权人保护制度的指数构建与制度评述,首先通过拓展 LLSV 的债权人保护评价指标体系,构建了涵盖民法、