



国家“十五”重点图书
金融理论前沿丛书

ZhaiWu QiYue LiLun

债务契约理论

张 鹏 著



上海财经大学出版社

债务契约理论

张鹏 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

债务契约理论/张鹏著. —上海:上海财经大学出版社, 2003. 12
(金融理论前沿丛书/戴国强主编)
ISBN 7-81098-028-9/F·022

I. 债… II. 张… III. 债务-合同-理论研究 IV. D923.61

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 091604 号

ZHAIWU QIYUE LILUN

债务契约理论

张鹏 著

责任编辑 宋澄宇 封面设计 优典工作室

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂一分厂印刷装订

2003 年 12 月第 1 版 2003 年 12 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 8.75 印张(插页:2) 203 千字

印数:0 001—3 000 定价:23.00 元

主编寄语

传统的金融理论是以货币和银行为核心而建立起来的。这种理论构架充分反映了在市场信息不完全条件下,银行业受到垄断性保护、间接金融占压倒优势的实际情况。因此,传统的金融理论能适应 20 世纪 70 年代以前经济与金融发展的需要。

但是,随着信息技术的突飞猛进,金融管制逐渐放松,金融创新高潮迭起,利率市场化和金融自由化已成了当代国际金融业发展的主旋律。这些变化有力地冲击着原有的金融格局,直接金融迅速扩张,银行主宰金融市场的地位日渐削弱。面对经济环境和金融环境的巨大变化,传统的金融理论受到了极大的挑战。人们需要从理论上对这些变化给予解释和回答。20 世纪 40 年代和 50 年代就提出的,以金融市场为主要研究对象、以财务理论为主要研究方法的资产选择理论受到关注。许多经济学家和金融学家纷纷运用实证研究与规范的理论分析相结合的方法,以金融市场和理财为核心,构造当代金融理论,并取得了丰硕的成果。市场有效理论、金融契约理论、行为金融理论、金融约束理论、银行再造理论等相继

问世。这些学说和理论不仅注重宏观金融背景分析,而且更注重微观金融决策与管理的研究。近年来又涌现出一些新的研究方向:对金融泡沫的研究、对市场无效性的研究、对银行不稳健性的研究、对通货紧缩的研究,以及对金融心理学的研究等。在这些研究中,大量运用微观分析方法和心理学、计量经济学、预期理论、博弈理论、信息理论乃至动力学、混沌学的方法,对现实金融问题进行深入细致的分析与探讨,取得的成果有很强的实用价值,从而有力地推动了金融理论的创新与发展。

当前,我国正在进行深入的金融改革,改革需要理论指导,改革又推动了理论的发展。为了适应我国金融改革的需要,在上海财经大学出版社的大力支持下,我们本着认真学习的态度和勇于探讨的精神,推出这套金融理论前沿丛书。希望该丛书能抛砖引玉,为我国金融改革提供一些可资借鉴的材料,也为推动我国金融理论建设尽绵薄之力。

戴国强

序

资金短缺者与资金盈余者之间的资金融通是货币经济中的普遍现象,这种经济活动可以运用直接融资方式,即资金短缺者发行股票、债券或票据等信用工具,资金盈余者以购买股票、债券或票据的方式来实现资金融通和转移,也可以运用间接融资方式,即资金短缺者通过向银行等金融机构借贷的方式来取得资金。在不同的融资方式中,参与主体的融资成本、权益分配和各方所承担的风险都是各不相同的。资金盈余者之所以愿意向资金短缺者提供资金,是因为它们可以通过融出资金而获得对资金短缺者所拥有的财产的某些控制权,并能分享其部分权益,这些权益能为投资者或债权人提供一定的投资担保,减少其投资风险。而资金短缺者则通过融入资金,一方面可满足其对资金的需求,另一方面也使少数拥有控制权的大股东能利用其掌握资金使用权的机会,采取各种手法,例如,瞒报利润,未经投资者或债权人同意,擅自改变所筹资金的用途、改变股利发放政策、稀释债权等,侵蚀中小股东或债权人的合法权益,以扩大自己的收益。尽管这不是一种普遍现象,但却是常见的。这种现象的

存在,使中小股东和债权人的利益受到损害。若不加以遏制,必然会使整个社会的融资体系遭到破坏,最终不利于社会经济发展。

金融活动中这种常见的现象,很早就引起了人们的广泛关注。各国学者和业内人士对投资者权益保护问题的研究,最早是从如何保护中小股东权益、克服大股东利益侵占着手的。有关这方面研究,不仅国外学者取得了大量成果,我国学者和业内人士也取得了不少成果。相比之下,对如何保护债权人权益问题的研究则显得比较落后。当今世界各国的金融市场中,由于债务融资规模如此之大,债务融资地位如此重要,因此,包括银行和企业债券投资者在内的广大债权人的权益保护问题就显得十分突出,能否充分地保护债权人的合法权益,不仅会影响到整个金融活动的秩序和结构安排,还会影响到整个社会诚信体系的建设与完善。因此,对于债权人权益保护问题不仅要在制度设计方面进行深入探讨,还必须在理论上进行深入研究。

20世纪80年代出现的证券设计理论以及70年代形成的金融契约理论为债权人权益保护问题的研究提供了理论支持。由于债权不同于股权,债权人对企业不享有决策权,债权人的权益保护主要依靠债务契约,因此,债务契约设计得是否合理,债务契约条款安排得是否适当,将直接影响到债务人的行为,进而影响债权人的权益。Jensen和Meckling对债务合约的定义、Smith和Warner对债券本质特征的揭示、Grossman和Hart等人对债务

契约所含的各种权利包括规定性控制权及剩余控制权等问题的研究成果、Bolton 和 Scharfstein 等人设计的债务重新谈判机制、Leland, Mella Barral 和 Perraudin 等人关于永久性息票债券的内生性定价问题的研究结果,以及 Anerson, Sundaresan 和 Fan 等人提出的债务契约价值评估模型等都为债务契约设计更趋合理与完善提供了有力的依据。

按照现有的债务契约设计模型的要求,一个好的债务契约应当包括:适用的债务风险度量、恰当的限制性条款、有效的处理违约行为的原则和充分的信息披露制度安排。这样一种良好的债务契约不仅能有效地约束债务人,防止债务人做出损害债权人权益的行为,而且能有效地激励债务人按照最大化债权人利益的方式使用资金,从而达到融资双方激励相容。

由于各种原因,我国金融市场制度建设还不完善,对债务契约设计的研究还几乎是一个空白。国外在这方面的研究虽然取得了不少成果,但由于这一问题的研究所涉及的领域很广,且开展研究的时间还不长,因此,就现有的研究成果来看,还存在一些明显的不足,例如重代理问题研究而轻制度因素影响研究,并且尚未形成完整的理论体系,这给我国开展这方面的研究也带来了一些困难和契机。

我国金融市场正处在一个大发展时期,迫切需要一个良好的社会诚信体系。为此,我们不仅要在法规制度建设上花大力气,为良好的债务契约设计提供法律支持,

还要在理论和学术研究上积极探索,为良好的债务契约设计提供充分的理论支持。张鹏博士根据激励相容的思想,运用制度成本因素分析和价值评估方法等对在发生违约情况时债务契约设计问题进行了比较多的跟踪研究,并就如何完善我国银行借款合同和企业债券契约条款等问题进行了认真思考。现在奉献给读者的这本著作就是他数年来潜心研究的成果,这本书和孔刘柳博士的著作《商业银行信贷合约行为理论》都是研究金融契约理论的,但他们的研究对象和方法有所不同。张鹏博士的这本书得以出版,弥补了我国在该领域研究的薄弱之处。鉴于债务契约设计研究在我国还是个新课题,我衷心希望有更多的学者和金融工作者都能来关心和推动这一研究的发展,为我国金融市场的完善作积极的贡献。

戴国强

2003年11月2日

目 录

主编寄语	(1)
------------	-------

序	(1)
---------	-------

导 论	(1)
-----------	-------

第一章 债权人与股东的利益冲突	(17)
-----------------------	------

第一节 债权人与股东利益冲突的界定及表现形式	(18)
------------------------------	------

第二节 债权人与股东利益冲突产生的根源	(24)
---------------------------	------

第三节 股东与债权人利益冲突治理的必要性	(33)
----------------------------	------

第四节 对股东与债权人利益冲突问题的再思考	(35)
-----------------------------	------

第二章 债权人权益保护的契约安排	(40)
------------------------	------

第一节 契约制度安排下的债权人权益保障机制	(41)
-----------------------------	------

第二节 完全合同下的债权人权益保障机制	(43)
---------------------------	------

第三节 不完全合同下的债权人权益保障机制	(47)
----------------------------	------

第四节 不完全合同下的债权人治理	(54)
------------------------	------

第五节 基于债权人权益保护的契约安排	(62)
第六节 证券设计理论的演进与最新发展	(64)
第三章 债务契约限制性条款设计	(76)
第一节 限制性条款的必要性	(76)
第二节 限制性条款的分类	(78)
第三节 常见限制性条款的效用评价	(81)
第四章 债务契约违约条款设计	(90)
第一节 债务违约的最优处理对策	(90)
第二节 债权人的细分	(96)
第三节 银行面对违约时的非线性最优对策	(99)
第四节 借款企业、银行与债券持有人的三方博弈	(124)
第五节 银行清算决策的经济效率分析	(133)
第六节 对我国债务契约高违约风险原因的探讨	(136)
第七节 债务契约设计的启示	(143)
第五章 债务违约风险定价	(146)
第一节 债务违约风险定价理论综述	(146)
第二节 违约风险定价模型的基本框架	(156)
第三节 违约风险定价的分条款研究	(159)
第六章 债务契约设计效力的法律保障	(182)
第一节 债务契约行为中法律保障的必要性	(183)

第二节 不同法律传统下的债权人权益保障程度比较	(186)
第三节 法律体系对债务契约设计的影响	(189)
第四节 债务契约设计效力的法律保障	(190)
第五节 我国相应法规的评价	(199)
附录 1: 各法系代表性国家和地区债权人权利比较 ...	(206)
附录 2: 各法系代表性国家和地区司法制度有效性比较	(210)
 第七章 基于债权人保护的债务契约设计	(214)
第一节 我国企业债券市场发展中的契约行为	(214)
第二节 我国银行借款合同剖析	(240)
 参考文献	(251)
 后记	(263)

导论

一、问题的提出

1. 投资者权益保障机制

为什么投资者愿意向企业提供资金？最主要的原因在于，作为交换，他们相应地获得了对企业的某些控制权，其中，债权人获得了在企业违约时收回抵押品或重组企业的权利，股东则获得了对企业重大经营决策的投票权。这些权利的获得有助于保证投资者如期收回投资本金和投资收益。当前，投资者保护问题之所以变得如此重要，是因为在现实中企业的控股股东侵占中小股东和债权人的合法权益的现象十分严重。当外部投资者向企业提供资金后，他们就会面临着投资收益无法实现的风险，因为控股股东和其利益代表——管理者（我们将这两者统称为企业内部人）将会努力通过各种手段来将这些投资收益据为己有。这种利益侵占行为在许多情况下是一种必然发生的事情，因此，在很大程度上，公司治理就是一系列保证外部投资者自身合法权益免遭企业内部人侵

占的权益保障机制 (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 简称 LLSV, 1999), 从这个意义上来说公司治理与投资者权益保障在本质上是一致的。企业内部人的这种利益侵占行为可能采取许多种形式, 例如, 内部人可以直接通过隐藏利润来侵占投资者的收益, 内部人还可以通过将自己所控制的企业筹集到的资金以低于市价出售给他们所有的企业, 以此来赚取差价收益, 显然, 这种无异于偷盗的行为严重损害了投资者的权益。

企业融资行为是一种典型的代理问题, 它源于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。因此, 这种信任是一国金融体系的基础, 建立起这样一种信任机制对一国金融体系的繁荣具有非常重要的意义。投资者权益保障机制, 或者说公司治理机制, 就是这样一种可以提供融资信任的机制。LLSV (1998) 的研究表明, 对投资者权益的保障程度直接关系到一国证券市场发展的广度和深度。因此, 保障投资者权益对一国金融具有基础性意义。然而正如 Jensen & Meckling (1976) 所分析的那样, 在市场不完善的情况下, 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, 并严重损害了投资者权益保障机制的效率和可信度。那么, 在市场不完善的情况下, 是否存在高效的投资者权益保障机制? 又如何来实现呢? 对这些问题的回答将对金融理论的发展方向产生关键性影响, 因此获得了越来越多的关注。

2. 现代公司金融理论对债券人权益保护问题的忽视

债权人的权益保障问题一向是一个被现代公司金融理论所忽视的领域。

当前,主流的公司金融理论对融资行为的研究主要是沿着两个主要的方向展开:一个是以融资效率研究为核心的企业资本结构理论;另一个是基于投资者保护考虑的公司治理研究。

作为宏观金融理论的微观基础之一的企业资本结构理论,其主要任务就是从资金需求者的角度出发研究如何提高资金融通的效率。因此,各种影响融资效率因素,诸如信息搜集成本、代理成本、税收优惠等,就成了资本结构理论所关注的核心问题。在这种理论中,投资者的风险以及与之密切相关的权益保护问题没有得到相应的重视,因为资本结构理论分析的背后存在着一个隐含的假设,就是融资合同总是会被融资双方严格地遵守,即不存在故意违约问题。正是这一隐含假设的存在使得传统的金融理论能够在相当长时期内避而不谈融资风险问题,而只关注融资效率。

公司治理就是研究投资者应采取何种措施来保证自己能够如期获得预想的投资收益(Shleifer & Vishny, 1997)。这里所指的投资者应该包括股东与债权人在内,即公司治理理论应该包含对股东与债权人两大类投资者权益保障机制的研究。然而当前为人们所熟知的公司治理研究重心几乎全部偏向于前者。经济学家以及法律学者所认可的公司治理的标准定义为:捍卫(defense)股权持有者的权益(Tirole, 2001)。这种基于股东权益保障的公司治理理论源于自亚当·斯密(1776)以来至 Berle & Means(1932)的古典经济学家所关注的所有权与控制权分离问题研究。在这种公司治理理论中,企业融资过程被看作是一种以股东为代表的投资者(委托人)和融资企业的管理者(代理人)之间的代理问题。面对

融资过程中的代理成本问题,公司治理理论主要是试图回答如下三个问题:

(1)投资者如何做才能使得企业的管理者愿意支付给他们部分或全部经营收益?

(2)投资者如何才能保证管理者不去盗窃他们提供的资本或者不将其投向坏项目?

(3)投资者如何控制管理者?

显然,其所关注的焦点就是股东如何激励约束企业的管理者,最大可能地促使其采取那些能够最大化股东权益的经营决策,从而有效地降低代理成本,实现股东与管理者的激励相容。由于这种公司治理理论主要是以股东对管理者的治理为研究对象的,因此又称之为股东治理。在这种股东利益至上的理论中,债权人始终处于一个被动、从属的地位。早期的股东治理理论是与企业资本结构理论紧密联系在一起的,由于企业采取何种比例的股权与债权的融资组合对现有股东的权益有着很大的直接影响,因此选择对自己最有利的资本结构就构成了股东维护自身权益的重要内容。这也就意味着债券融资在股东治理理论中只是一个最大化股东权益的工具。债权作为一种固定收益证券,在正常情况下是与企业的经营业绩不挂钩的,因此也就被认为不应拥有干预企业经营决策的权利,从而也就没有治理的必要。正是在这样一种公司治理理念的指导下,股东治理理论忽略了债权人在融资过程中的风险问题,从而也忽略了对债权人权益保护问题的关注。

然而,对债权人权益问题的忽视或避而不谈使得公司治理理论对现实的指导价值大打折扣。因为随着企业理论不断发展,人们逐渐开始认识到企业的经营绩效并不仅仅是股东对管理者治

理的结果,而是由企业的多个利益相关主体相互制衡、相互合作的博弈结果,这些利益相关者包括债权人、雇员、顾客、供应商等,企业经营决策的变动同样会对他们的权益产生重要的影响。Jensen & Meckling(1976)就将企业定义为由多个明示或默示契约共同组成的复杂集合体。股权契约只是其中重要的一种,但决不是全部。因此,公司治理理论必须充分考虑所有利益相关者的权益保障问题。这种有别于股东治理的公司治理理论被称为利害相关者集体治理(stakeholder society)。正是在这种公司治理理念指导下,债权人权益保障机制开始受到重视,并逐渐成为当前公司治理理论研究的前沿之一。

3. 债权的特性与债权人权益保障机制的选择

债权人权益保障机制非常重要,债权人应该积极地采取措施来保障自身合法权益不受损害。经济学家在这一点已经达成共识,但是在“债权人应该如何来保障自身权益”这一问题的研究上在很长一段时期内却一直没有实质的进展。因为债权毕竟不完全等同于股权,它有其自身独有的特性和规律,这就使得无法将已有的股东治理直接运用到债权人权益保障上来。要研究债权人权益保障机制的选择就必须首先分析债权的特性。

一般而言,债权总是被定义为一种固定收益要求权,其固定性特征体现在:正常情况下债权收益与企业的实际经营业绩不直接挂钩;而只有当企业出现无法支付当期应偿付的债务本息或其他违背债务契约条款的情况下,才会与企业的经营业绩有关系。因此,在企业未出现违约现象时,债权人的收益对企业的经营决策不敏感,从而债权人不会产生足够多的监督企业经营的动机,并且在这种情况下如果允许债权人干预企业决策的话会导致企业经营决