

债券市场政府监管与 社会监督效率比较研究

——基于投资者保护视角

林晚发 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

债券市场政府监管与社会监督效率比较研究:基于投资者保护视角/林晚发著.—武汉:武汉大学出版社,2018.9

ISBN 978-7-307-20461-4

I.债… II.林… III.①债券市场—政府监督—研究—中国
②债券市场—社会监督—研究—中国 IV.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 193962 号

责任编辑:陈 红 黄河清

责任校对:李孟潇

版式设计:汪冰滢

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷:北京虎彩文化传播有限公司

开本:720×1000 1/16 印张:16 字数:225 千字 插页:1

版次:2018 年 9 月第 1 版 2018 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-20461-4 定价:48.00 元

版权所有,不得翻印;凡购我社的图书,如有质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

摘 要

1997 年银行间债券市场的建立与 2004 年以来交易所债券市场的兴起进一步促进了中国债券市场的发展。截至 2017 年底,虽然中国债券市场规模在绝对量上跃居世界第三,但是中国债券市场规模还未与国家经济发展、GDP 相匹配。另一方面,中国债券市场存在许多不足,比如,不同类型公司之间的融资约束存在显著差异,中国债券市场资源配置效率低下,投资者保护还比较薄弱等。如何降低企业融资约束、提高资源配置效率以及保护投资者权益已经受到理论界与实务界的关注。另外,对于该问题的研究有利于我们深入了解债券市场功能(比如,促进经济增长、稳定金融秩序、分散投资者风险),最终为实现债券市场功能的政策制定提供理论依据及经验证据。但是,学术界对于影响债券市场功能实现因素的研究还处于起步阶段。

由于特殊的制度背景,影响债券市场功能实现的因素主要为:市场结构错配、政府干预与市场分割严重、监管失位以及信息披露制度不完善等。有研究认为,中国债券市场的监管主要呈现出多头监管与交叉监管的态势,这将导致监管冲突、监管失位以及效率低下。然而,目前对于监管制度的研究还局限在市场有效性的研究上,缺少定量的分析,且较少探讨政府监管对于市场各个功能的影响。更为重要的是,随着证券市场的快速发展与规范,社会监督的出现是否有助于解决市场存在的问题,是否能够促进债券市场功能实现,以及政府监管与社会监督对于债券市场功能实现的作用是替代还是互补的研究还处于空白。

为此,本书以中国债券市场为研究对象,以投资者保护为视角,从企业融资约束、资源配置效率以及债权人财富三个方面入手,利用中国

债券市场 2006—2015 年企业发债数据,以媒体监督作为社会监督的替代变量,理论与实证分析政府监管与媒体监督对于债券市场功能实现的作用。首先,以政府监管、信息不对称以及委托代理理论为基础,结合中国债券市场发展现状、监管现状及其特殊背景,借鉴博弈论相关思想,分析政府监管与媒体监督对于投资者保护的必要性与有效性,以及提出相应的研究假设。其次,根据相应的研究假设,对相关变量进行定义、构建相应的回归模型,运用描述性统计、单变量以及多元回归分析方法,在控制内生性等一系列计量经济学问题与相关稳健性检验后,得出政府监管与媒体监督对于企业融资约束、资源配置效率以及债权人财富的重要性。再次,检验不同政府监管质量、不同企业所有权性质对政府监管、媒体监督与投资者保护之间关系的影响。最后,根据理论分析与实证检验结果,提出降低融资约束、提高资源配置效率与保护债权人财富的一系列政策建议。

通过理论分析与实证检验发现,在整体上,政府监管与媒体监督能够降低企业融资约束、提高企业(行业)资源配置效率以及保护(提高)债权人财富。然而,相对于政府监管,媒体监督在提高企业(行业)资源配置效率以及保护(提高)债权人财富作用上更显著。另外,政府监管与媒体监督效率会受到不同监管质量或企业所有权性质的影响,即在不同的监管质量下,媒体监督效率体现出一定的差异,以及在不同的企业所有权性质下,政府监管与媒体监督效率也存在差异。最后,笔者也发现,企业融资约束、资源配置效率与债权人财富三者是一个有机联系的整体。基于此,本书的研究结论主要如下:

1. 政府监管、媒体监督与企业融资约束

第一,政府监管质量越高、政府监管政策波动性越小、媒体监督越强,企业融资约束越小;然而,相对于媒体监督,政府监管降低企业融资约束的作用更大。第二,随着政府监管质量的提高,媒体监督对企业融资约束的降低作用在减少,这也就是说,媒体监督降低企业融资约束的作用在低质量政府监管环境下更显著。第三,相对于国有企业,政府监管降低对非国有企业融资约束的作用更大,而媒体监督只能降低非国

有企业的融资约束，对国有企业融资约束的降低作用不显著。所以总体上，政府监管与媒体监督对非国有企业更有利。总之，本书的结论表明，目前的政府监管与媒体监督都能降低企业融资约束，对于企业的有效运行有着重要作用，然而整体上应该着重提高政府监管质量，从根本上降低企业融资约束。对于企业融资约束的作用，政府监管与媒体监督之间存在显著的互补性，即在政府监管质量较弱时，媒体监督的作用更大，这暗示着，在现阶段的中国，政府监管质量与国外发达国家政府监管质量还存在一定的差距，政府决策者在提高政府监管质量的同时，更应该实现媒体监督功能。更为重要的是，在中国债券市场，由于政府负担的存在，政府会支持国有企业借贷行为，使得国有企业存在“预算软约束”，而民营企业融资将会受到歧视，但这种歧视现象能够通过提高政府监管质量与加强媒体监督而减少。

2. 政府监管、媒体监督与资源配置效率

第一，政府监管质量越高、政府监管政策波动性越小、媒体监督越强，企业或行业的资源配置效率越高；然而，相对于政府监管，媒体监督提高资源配置效率的作用更大。第二，随着政府监管质量的提高，媒体监督提高资源配置效率的作用在降低。第三，相对于国有企业，政府监管提高非国有企业资源配置效率的作用更大，而媒体监督只能提高非国有企业的资源配置效率，对于国有企业资源配置效率的提高作用不显著，这说明政府监管与媒体监督对非国有企业更有利。总之，本书的结论表明，目前的政府监管与媒体监督都能提高资源配置效率，并且这种影响可以通过降低企业融资约束来实现。进一步来说，对于提高资源配置效率的作用，政府监管与媒体监督之间也存在显著的互补性，这与企业融资约束的作用一致，即在政府监管质量较弱时，媒体监督作用更大。另外，国有企业由于政府负担的存在，会进行过度投资行为，导致资源配置效率低下。虽然随着政府监管质量的提高，在一定程度上能够降低国有企业的过度投资行为，但是，政府监管与媒体监督更有利于提高非国有企业的资源配置效率。

3. 政府监管、媒体监督与债权人财富

第一,政府监管质量越高、政府监管政策波动性越小、媒体监督越强,债权人财富更容易受到保护与提高;然而,相对于政府监管,媒体监督保护与提高债权人财富的作用更大。第二,随着政府监管质量的提高,媒体监督对债权人财富的保护与提高作用在降低。这也就是说,媒体监督对于债权人财富的保护作用在低质量的政府监管环境下更显著。第三,相对于国有企业,媒体监督对非国有企业债权人财富的保护与提高作用更大,而政府监管只能保护或提高非国有企业债权人财富,对于国有企业债权人财富的保护或提高作用不显著。这说明政府监管与媒体监督对非国有企业债权人更有利。总之,本书的结论表明,在公司治理与信息不对称理论下,政府监管与媒体监督确实能够提高债权人财富,这种影响可能通过降低企业融资约束与资源配置效率来实现。进一步而言,对于保护与提高债权人财富的作用,政府监管与媒体监督之间存在显著的互补性,即在政府监管质量较弱时,媒体监督作用更大。另外,由于国有企业存在政府部门的隐性担保,政府监管或媒体监督对于国有企业债权人财富的影响不显著,而对于非国有企业债权人财富的影响较为显著。

基于上述的研究内容与研究结论,本书丰富了政府监管、媒体监督、融资约束、资源配置效率与债权人财富的相关文献研究,为之后的研究提供充分的理论基础与实证依据,创新之处体现在以下三个方面:

第一,拓宽了既有研究视角。目前国内对于政府监管的有效性主要通过检验证券市场的有效性以及使用事件研究法来证明,但没有形成统一的结论(Chen et al., 2011; 田野、陈全, 2012),鲜有文献对政府监管进行量化,具体研究政府监管的经济后果。另外,已有文献主要从代理成本、财务重述、盈余管理、高管薪酬监督角度研究媒体监督的公司治理效应(戴亦一等, 2011; 杨德明、赵璨, 2012)。然而,本书在对政府监管质量以及媒体监督强度进行量化的基础上,从企业融资约束、资源配置效率以及债权人财富三个视角,实证检验了政府监管和媒体监督对于投资者保护的作用,提出政府监管与媒体监督的重要性与必要

性,丰富了政府监管与媒体监督功能的文献研究。

第二,丰富相关理论证据。利用博弈理论,构建混合主体博弈模型,严谨阐述了政府监管与媒体监督的重要性与必要性,并首次以中国债券市场为对象,结合中国债券市场发展与监管现状,对 Glaeser 和 Shleifer (2003) 与 La Porta 等 (2006) 关于政府监管与社会监督谁更有效的争论进行了检验。通过理论分析与检验,提出政府监管与社会监督在目前中国债券市场中是同等重要的结论,且二者存在互补关系,这些结论丰富了中国债券市场多层次监管理论。另外,也进一步证实了国有企业存在“预算软约束”与过度投资的现象。

第三,借鉴相关最新文献对相关变量的衡量方法进行改进。在资源配置效率衡量上,以往文献对于资源配置效率的衡量主要在 Richardson (2006) 与 Wurgler (2000) 的模型上进行扩展,但是相关衡量存在的问题。本书采用全要素生产率作为企业层面的资源配置效率,同时借鉴 Bartelsman 等 (2013) 的研究,对行业生产率分解获得行业资源配置效率,以及借鉴 Abiad 等 (2008) 的研究,使用企业的 Tobin Q 计算非平衡指标获得行业资源配置效率。在融资约束衡量上,国内研究照搬国外融资约束 SA 指数的计算公式,忽略了中国制度背景以及企业特征,本书借鉴 KZ 指数构建方法构建 SA 指数,并对 SA 指数进行验证。在债权人财富衡量上,本书则采用了债券信用利差进行替代。所以,通过对上述变量衡量方法的改进,一方面使得结论更加准确,另一方面也促进了相关后续研究。

目 录

第1章 引言	1
1.1 选题背景与意义	1
1.2 研究目标与动机	7
1.3 研究问题界定	10
1.4 研究思路与研究方法	14
1.5 研究内容与研究框架	15
1.6 研究创新	18
第2章 理论基础与文献综述	20
2.1 理论基础	20
2.2 文献综述	33
2.3 文献评述	54
2.4 本章小结	58
第3章 债券市场制度背景与现状	60
3.1 债券市场制度变迁	60
3.2 债券市场发展现状与原因	65
3.3 债券市场监管现状分析	69
3.4 本章小结	73
第4章 政府监管与社会监督对投资者保护博弈分析	74
4.1 政府监管的必要性与有效性分析	74

4.2 社会监督的必要性与有效性分析.....	77
4.3 政府监管与社会监督互补的有效性与必要性分析.....	80
4.4 本章小结.....	84
第5章 政府监管、媒体监督与企业融资约束实证研究	85
5.1 理论拓展与假设提出.....	85
5.2 数据来源与样本选择.....	89
5.3 变量定义.....	91
5.4 计量模型.....	96
5.5 实证分析.....	98
5.6 本章小结	123
第6章 政府监管、媒体监督与资源配置效率实证研究.....	124
6.1 理论拓展与假设提出	124
6.2 数据来源与样本选择	130
6.3 变量定义	131
6.4 计量模型	139
6.5 实证分析	142
6.6 本章小结	173
第7章 政府监管、媒体监督与债权人财富实证研究.....	174
7.1 理论拓展与假设提出	174
7.2 数据来源与样本选择	179
7.3 变量定义	180
7.4 计量模型	182
7.5 实证分析	185
7.6 本章小结	203

第 8 章 研究结论与政策建议	204
8.1 研究结论	204
8.2 政策建议	207
8.3 研究局限与展望	210
参考文献	213

后记	238
----------	-----

图表索引

图 1-1	本书研究框架	(16)
图 3-1	债券发行量(不同种类)	(65)
图 3-2	债券托管量(不同种类)	(66)
图 4-1	上市公司与监管部门博弈矩阵	(76)
图 4-2	上市公司、监管部门与媒体博弈矩阵	(81)
图 5-1	相关国家政府监管质量比较	(94)
表 3-1	中国债券市场发展的主要政策事件	(61)
表 3-2	中国债券市场监管体系	(70)
表 5-1	数据来源	(89)
表 5-2	变量定义	(95)
表 5-3	变量描述性统计分析	(98)
表 5-4	政府监管、媒体监督与企业融资约束关系检验回归 结果	(100)
表 5-5	影响政府监管、媒体监督与企业融资约束关系因素 分析	(101)
表 5-6	基于对照组下政府监管、媒体监督与企业融资约束 关系检验回归结果	(105)
表 5-7	SA 指数评价结果	(108)
表 5-8	以 SA 指数为因变量相关回归结果	(111)
表 5-9	以投资非效率为因变量相关回归结果	(113)
表 5-10	以金融自由化指数(BF)为自变量的回归结果	(116)

表 5-11	加入政府监管政策不确定性变量后的回归结果	(118)
表 5-12	内生性控制后的相关回归结果	(121)
表 6-1	变量定义	(138)
表 6-2	变量描述性统计分析	(143)
表 6-3	不同所有权性质企业特征差异分析	(144)
表 6-4	变量相关系数表	(145)
表 6-5	政府监管、媒体监督与企业资源配置效率关系检验回归结果	(147)
表 6-6	影响政府监管、媒体监督与企业资源配置效率关系因素分析	(148)
表 6-7	政府监管、媒体监督与行业资源配置效率关系检验回归结果	(150)
表 6-8	基于对照组下政府监管、媒体监督与企业资源配置效率关系检验	(153)
表 6-9	以投资过度与投资不足度量企业资源配置效率相关回归结果	(156)
表 6-10	不同所有权性质下政府监管、媒体监督与企业资源配置效率关系检验	(158)
表 6-11	以“投资-qhat”衡量企业资源配置效率相关回归结果	(162)
表 6-12	以非平衡指标替代行业资源配置效率的相关回归结果	(165)
表 6-13	以金融自由化指数(BF)为自变量的回归结果	(167)
表 6-14	加入政府监管政策不确定性变量后回归结果	(168)
表 6-15	内生性控制后的相关回归结果	(171)
表 7-1	本章其他变量定义	(182)
表 7-2	变量描述性统计分析	(186)
表 7-3	不同所有权性质企业相关变量差异分析	(187)
表 7-4	变量相关系数表	(188)

表 7-5 政府监管、媒体监督与债权人财富关系检验回归结果	(189)
表 7-6 影响政府监管、媒体监督与债权人财富关系因素分析	(191)
表 7-7 以 CS5 为因变量的回归结果	(194)
表 7-8 以金融自由化指数(BF)为自变量的回归结果	(196)
表 7-9 加入政府监管政策不确定性变量后回归结果	(198)
表 7-10 内生性控制后的相关回归结果	(201)

第1章 引言

1.1 选题背景与意义

投资者权益的保护已经受到了理论界与实务界的广泛关注，尤其是在发展中国家，由于发展中国家市场相关法律法规不完善、监管制度不健全，投资者权益受到严重损害。作为最主要的新兴市场，侵害中小投资者利益的行为已经严重制约了中国债券市场的发展。虽然中国债券市场规模在绝对量上跃居世界第三，但是中国债券市场规模还未与国家经济发展、GDP 相匹配。另外，中国债券市场中还存在一系列的不足，比如，一方面，国有企业或者是有银企联系、政治联系的企业，它们融资约束小，即存在“预算软约束”（林毅夫、李志斌，2004），这将导致中国资本市场资源配置效率低下（周中胜、陈汉文，2008）；另一方面，在中国资本市场中，投资者保护比较薄弱（谢志华等，2014），从而导致中小投资者利益受到严重的损害，具体反映在投资者财富的增加上。所以，如何保护中小投资者利益以及维持资本市场健康发展已经成为社会关注的焦点问题，学术界已经对相关问题进行了研究。具体而言，有学者从政府监管与制度改革角度对上述问题进行了解释（姜国华等，2006；La Porta et al.，2000、2006）。

监管是一种为了使企业或其经营的其他非政府机构的公共利益得到实现的机制。一方面，公众利益理论认为政府监管能够对公众利益进行保护，能够对市场失灵做出有效的反应。另一方面，私有利益理论却认

为政府作为一个经济体，有着使其个体私有利益最大化的动机，从而进行相应的寻租行为，导致政府偏离它的监管目标。中国作为一个发展中国家，债券市场内部存在严重的信息不对称，继而产生逆向选择和道德风险，导致市场失灵，因而资源难以得到优化配置。目前，企业最直接的融资方式来自银行贷款，但是在这个借贷过程中，银行处于信息劣势的地位，如果没有政府的干预，完全依靠市场调节，将会导致市场调节失灵。其原因在于，当银行认为自己处于信息劣势时，必然会提高利率来获得风险补偿，导致一般中性企业退出这种借贷行为，剩下的便是高风险的项目，这样便形成了劣币驱除良币的现象；另外，高风险企业的借贷行为在一定程度上也会产生道德风险。因此，政府的干预是必要的，必须通过一定的政策监管减少信息不对称的影响。

基于政府干预与政府监管的重要性，为了更好地对投资者进行保护，使得企业融资约束降低、市场资源配置效率提高以及投资者财富增多，我国近年来尝试了大量的政策制度修改与制定。债券市场作为本书研究的对象，在其长期的发展过程中已经进行了许多相关改革。具体而言，从1987年国务院颁布实施《企业债券管理暂行条例》^①，到1988年财政部在61个城市开始试点发行国债，再到1998年中国国家开发银行开始在银行间债券市场发行金融债券，以及2007年8月《公司债券发行试点办法》的颁布实施，在这些制度颁布的过程中，债券市场走过了萌芽时期，进入了发展时期。另外，在这个过程中，政府监管的重要性得到进一步证实。比如，由于投机风险巨大，1995年国债卖空机制被取消，这对投资者保护起到了重要作用；在1996年与1997年，《企业债券上市规则》与《企业债券发行与转让管理办法》的颁布对企业发债进行了规范；2008年4月颁布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》对相关中介机构服务准则以及信息披露进行了规定，以及后来的加强企业债券存续期监管、债券交易实施细则、企业债券风险控制、企业债券风险防范管理、对企业债券发行申请进行分类管理、对非

① 这个暂行条例在1993年8月废止，相应的《企业债券管理条例》颁布实施。

金融机构法人债券账户暂停交易、对债券发行审批制度进行改革等规定,从根本上保护了投资者权益。

在现阶段的中国监管环境中,政府监管起到了决定性作用。然而,有实证研究表明,仅仅依靠政府监管无法实现整体社会的帕累托最优(黄运成,1993;李长爱,2004;冯素玲,2014;Haw et al.,2005)。还有许多研究表明,中国债券市场的监管主要呈现出多头监管与交叉监管的态势,这将导致监管冲突、监管失位以及效率低下(洪艳蓉,2005)。另一方面,中国债券市场内部的信息严重不对称,继而产生逆向选择和道德风险,导致市场失灵,政府监管虽然能够在一定程度上减小这些问题,但在监管寻租与俘获理论下,政府监管对投资者保护的作用将受到限制。基于此,有研究表明中国债券市场不是一个有效性市场^①,投资者保护比较薄弱,从而影响债券市场发展。对于中国债券市场不发达或者非有效的原因,虽然相关研究认为政府干预是制约市场发展的最重要的原因(叶宗伟、熊鹏,2003),但也有相关文献从定性或者检验政策制定的有效性方面肯定政府监管对市场的贡献(孟焰等,2008;田野、陈全,2012),但关于政府监管对于债券市场功能实现作用(企业融资约束、资源配置效率以及债权人财富)的直接证据还比较缺乏^②。

之后,La Porta等(2006)认为由政府主导的公共执法行为对资本市场发展的贡献不大,公司法中的投资者保护规定需要通过私人诉讼机制起作用,即对于资本市场的发展,司法比立法更重要,以信息披露与民事诉讼为核心的私法比以监管机构的执法主导的公法更重要。披露和责

① 有效性市场是Fama(1970)提出的,他认为在理想市场的状态下,价格应及时充分地反映当前所有的可得信息,这样的市场就是一个有效的市场。许多中国学者以事件研究法、统计检验(游程检验与方差比检验)等方法进行实证检验,得到中国的债券市场有效性较低(高强、邹恒甫,2010;张信东,2005)。

② 一些研究,比如Shleifer和Vishny(1998)、Porta等(1999)、Fan等(2011)理论与定性研究表明政府可以通过行政许可审批、行政监管、法律监管以及事后处罚来干预企业的正常政策决定,引导资本、人力等资源的流向,从而影响企业的资源配置效率,实现债券市场的发展。

任规则在诉讼中起到了帮助外部投资者的效果,证券法律能够通过保护市场参与者的维权行为,提高市场参与者对公司进行有效监督的积极性,也就是说,社会监督对市场发展有着重要作用。然而,国内外文献较少关注社会监督对于市场发展的重要性(比如,信用评级机构监督、媒体监督以及个人诉讼行为),即使有研究,也只是从理论上分析了社会监督的重要性(黄梅波、范修礼,2010)。另外,已有大量文献从微观上的不同角度考察了媒体监督是否具有公司治理作用,从而得到媒体监督能够促进市场发展的结论。但是鲜有文献从市场功能角度分析媒体监督的作用,即媒体监督是否影响企业融资约束、资源配置效率以及债权人财富。更为重要的是,对于政府监管与社会监督功能的替代或互补关系的研究还处于空白。

综上所述,以往监管理论只关注与分析政府监管的必要性与重要性,而缺少对于社会监督的关注。基于此,结合党的十八届三中全会精神(使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用)提出的契机,本书以中国债券市场为对象,考虑政府监管与社会监督的监管效率,并分析以何种形式监管、如何监管,以及如何提高具体的监管效率,从而达到促进债券市场甚至资本市场的健康发展。

我国的特殊制度环境为深入研究这个问题提供了机会。作为一个发展中国家,在计划经济转变为市场经济的过程中,政府干预与监管行为还广泛存在,并且取得了很好的效果。比如,在1997年亚洲金融危机与2008年美国次贷危机中,政府干预与监管起到了很好的效果,避免了中国经济大幅度的衰退。随着债券市场的规范,企业发债要求、审批、风险控制、执法效率与信息披露等相关规定的颁布,政府监管质量有了显著的提高,但是总体上中国债券市场的监管质量与国外发达国家市场还存在一定的差距,这些为本书量化相关政府监管质量、研究政府监管的具体目标提供契机。另一方面,随着互联网的发展,网络媒体作为社会监督的一个重要内容已经被投资者广泛关注,其通过降低媒体监督成本与提高外部公司治理,已经成为一种重要的舆论监督机制。更为重要的是,中国正处于转型经济中,相关正式制度可能无法实现其原有