

广东金融学院学术文库
广东金融学院资助出版

基于契约理论的公司债务融资治理效应研究

——我国金融生态环境下债务重组视角

Jiyu Qiyue Lilun de
Gongsi Zhaiwu Rongzi Zhili Xiaoying Yanjiu

罗韵轩 著

 中国金融出版社

广东金融学院学术文库
广东金融学院资助出版

基于契约理论的 公司债务融资治理效应研究

——我国金融生态环境下债务重组视角

罗韵轩 著



中国金融出版社

责任编辑：赵燕红

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

基于契约理论的公司债务融资治理效应研究：我国金融生态环境下
债务重组视角 (Jiyu Qiyue Lilun de Gongsì Zhaiwu Rongzi Zhili Xiaoying
Yanjiu: Woguo Jinrong Shengtai Huanjingxia Zhaiwu Chongzu Shijiao) / 罗
韵轩著. —北京：中国金融出版社，2010. 12

(广东金融学院学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5611 - 8

I. ①基… II. ①罗… III. ①公司—债务—研究—中国

IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 161868 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 160 毫米 × 230 毫米

印张 16. 75

字数 260 千

版次 2010 年 12 月第 1 版

印次 2010 年 12 月第 1 次印刷

定价 36. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5611 - 8/F. 5171

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序 言

回顾会计发展史，财务学的重大发现和突破大多沿着经济学与管理学发展的轨迹。随着现代经济运行中制度经济学、法学与行为学诸研究领域的扩展，原有理论在诠释、分析和解决有关财务问题时难免面临一系列新的挑战。尤其是新制度经济学的产生，使研究重心由技术层面转移到制度层面。经济学的这一重大变化，也激发了财务学家从产权结构、契约管理等制度层面研究企业财务问题的灵感。由此，行为财务学和财务社会学等也相应开拓了新的财务学领域。

自 20 世纪 50 年代莫迪利安尼和米勒（Modigliani&Miller）开创制度财务学研究以来，学术界对此广泛关注，其研究范畴多集中在资本结构方面；随后，史密斯和华纳两位学者以一篇题为《论财务契约：债券契约分析》（Smith&Warner, 1979）的文章开辟了财务契约理论研究之先河。哈特（Hart）、威廉姆森（Williamson）等则把融资结构与契约理论研究结合起来，并使之成为西方财务学者研究的一大热点。这一研究领域可从财务学和经济学两个角度来追溯。从财务学视角看，债务契约源于 M - M 定理条件的放宽，重点分析财务约束对于降低代理成本和提高经济效率的影响；从经济学视角看，债务契约源于科斯定理条件的放宽，人们开始关注控制权在不同类型的索取权人之间的配置所产生的激励约束效应。近几年来，我国也有部分学者将债务契约理论融入公司财务研究中，只是研究

内容大多比较零散，尚未形成系统的理论体系。

罗韵轩博士所撰的《基于契约理论的公司债务融资治理效应研究——我国金融生态环境下债务重组视角》一书，是在其博士论文基础上补充修改而成的。综观全书，我认为这部专著具有以下特点：

首先，作者在研读大量中西方文献的基础上，对西方债务契约、资本结构理论的发展脉络和国内最新研究动态有比较全面的把握与系统梳理，这一点从文献回顾与述评中都明显可见，因而该书研究起点较高。

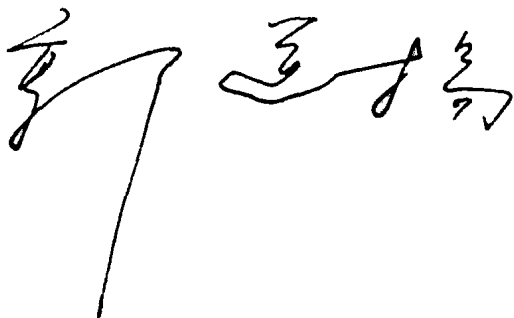
其次，在财务学科前沿创造性地开拓研究领域。作者结合当前世界金融生态环境恶化、银企债务违约和债务重组剧增的现状，在国内理论研究“重股轻债”、忽略债务结构“异质性”的背景下，构建了一种经济学和管理学交叉融合的前瞻性理论框架分析体系，为后续的实证研究奠定了较为坚实的基础，尽管这个研究框架尚有进一步完善的必要，但该框架简明的逻辑线路与作者试图从理论高度去解释中国现实问题的努力依然值得赞赏和鼓励。

再次，笔者通过数学模型的构建和分析，研究有关变量之间的内在规律和联系，体现了定量分析和定性分析的结合统一，因此，研究成果具有严密的逻辑性和较强的说服力。

最后，作者注重运用实证分析方法来研究国内上市公司的实际问题，并从中得出具有一定参考价值的结论，其主要结论具有严谨性和科学性。作者从我国金融生态环境下债务重组视角来研究和应用契约理论及债务融资治理效应无疑是一个有益的尝试，对处于经济转轨时期我国上市公司的改革实践具有重要意义。它显示了作者敏锐的观察力、独到的见解和扎实的专业功底。

综上所述，本书研究重点突出，具有一定的创新力度，在一定

程度上推动了该领域的研究。当然，其研究也还存在需要进一步深化拓展的地方。本人作为博士学位论文答辩委员会主席，主持答辩委员会并对罗韵轩论文的创新力度作出充分肯定，最终以全票优秀确定这篇论文为优秀博士学位论文。现博士论文经修订出版，本人既充分肯定它的理论价值和社会价值，也乐于为之作序！

A large, stylized handwritten signature in black ink, consisting of several fluid, connected strokes. The signature is written in a cursive style, typical of Chinese calligraphy.

2010年6月于中南财经政法大学竹苑

摘 要

契约理论作为一个统一的企业理论或组织理论，是近 30 年来迅速发展的经济学分支和理论研究的前沿领域之一。它和激励理论、信息经济学、组织经济学在公司财务、金融学等学科领域的研究，奠定了其在现代经济学科的前沿主流学术地位，其标志是五年的诺贝尔经济学奖分别授予了在契约理论及其相关研究领域作出基础性贡献的 8 位经济学家。

基于契约理论的前沿主流学术地位，在当前世界金融生态环境恶化、银企债务违约和债务重组剧增，而国内理论与实证研究“重股轻债”的选题背景下，笔者试图把握、梳理契约理论的脉络线索，以金融生态环境下上市公司债务重组为视角，重点研究我国上市公司的债务融资治理效应。

本书的研究起点是文献综述与理论基础，以契约理论作为本书的逻辑分析框架，以债务融资治理效应作为全书的分析主线，并贯穿于债务契约的设计、签订、履约、违约运行之中；以金融生态环境下上市公司债务重组为视角，注重债务的“异质性”、债权人权益保护、上市公司债务解困、不完全债务契约的内生性机制设计等，构建本书的理论框架；然后结合我国上市公司的制度背景对理论假设进行实证检验，解读、佐证前述综合性理论分析框架，试图从地区层面、公司层面进行实证检验各地区金融生态环境和终极控制人性在不同来源性质、期限结构债务融资对债务重组交互影响的关

系；最后，通过理论与实证结果来拓展我国债务融资治理、趋于内生化的债务契约设计治理、破产机制及相关法律法规制度、金融生态环境等优化路径，并以此作为本书的研究终点，得出研究结论、局限性与展望。

本书共分为七部分。各章结构安排及具体内容如下：

导言。主要介绍选题背景与研究意义，基于对国内研究的现状及局限性的分析，引出选题的学术价值和现实意义，并界定与论题相关的概念，归纳本书的逻辑结构、研究方法以及创新点。

第一章为文献回顾与述评。在本章中，笔者梳理国内外文献的脉络线索，以契约理论中现金流和控制权的配置转移以及融资结构理论中的激励、信号传递、控制权、债务重组四个理论作为文献的逻辑分析框架，以债务融资治理效应作为文献分析的主线，贯穿于债务契约的设计、签订、履约、违约运行之中。通过述评国内外研究现状及局限性，提出新的研究视角——我国金融生态环境下的债务重组，为本书奠定一个文献框架基础，也为本书的研究明确了方向。

第二章为理论基础。在债务契约与债务融资治理效应的相关理论基础，本章阐释契约事前设计、契约事中履约与债务融资治理效应，以及契约事后违约下债务重组与破产机制，债权人参与公司治理等，以此构建本书研究的基本理论支柱与核心基石。

第三章为选题的相关制度背景分析。分析前提是债务融资治理效应的环境依赖观，具体包括：①金融生态环境的理论界定，我国债务融资治理现状，中国上市公司的产权性质与债务重组及相关制度背景，我国债务融资的公司治理特征即政府干预、内部人控制、预算软约束特征。②我国上市公司债务融资短期化为主的现状与成

因, 股权结构、董事会特征与债务融资期限结构治理, 为实证研究进行制度、法学、内生、外生、宏观、微观因素的背景诠释。

第四章从债务“异质性”角度出发, 针对我国上市公司的金融生态环境、终极控制人性质、不同来源性质及期限结构的债务治理效应与债务重组进行实证分析。在对文献梳理以及相关理论、数理模型、制度背景分析的基础上, 运用我国深圳国泰安公司 CSMAR 等数据库以及手工收集的 2003—2007 年上市公司债务重组相关财务数据, 采用 Logistic 离散回归模型进行样本选择和研究设计, 拟用金融生态环境综合指数来表征债务契约履约的公司外部治理机制, 以上市公司的股权结构、董事会特征等作为公司内部治理机制, 从地区层面、公司层面进行实证检验与制度阐释, 检验各地区金融生态环境和终极控制人性质对不同来源性质、期限结构的债务融资治理效应与债务重组之间交互影响的关系, 并得出结论。

第五章为基于契约理论的我国债务融资治理优化路径。本书认为拟解决的关键在于债权人权益保障机制下契约的内生化设计、衍生融资契约设计、会计规则对契约设计的优化路径, 完善我国破产机制及相关法律制度; 提出我国银行债权治理模式与机制、发展债券市场; 同时, 建议完善公司治理结构中内部、外部治理机制的优化路径, 即资本市场下应多元化股权结构、完善董事会制度、优化金融生态环境等。

第六章是对本书的基本观点、局限性的总结归纳以及对未来后续研究的展望。

关键词: 契约理论 债务融资治理效应
金融生态环境 债务重组

目 录

导 言	1
第一节 选题与研究意义	1
一、选题背景	1
二、研究意义	3
三、与选题相关的概念界定	8
第二节 本书的逻辑结构、研究方法以及创新点	13
一、逻辑结构	13
二、研究方法	15
三、创新点	17
第一章 文献回顾与述评	19
第一节 国外相关文献回顾	19
一、融资结构理论：契约理论为逻辑分析框架、 债务融资治理效应作为分析主线	21
二、基于契约理论的债务期限结构治理效应	31
第二节 国内相关文献回顾	33
一、债务融资整体的治理效应	34
二、不同类型、结构的债务融资治理效应	36
三、从债务重组视角研究债务融资治理效应	39
第三节 对国内外文献的述评	40
一、对国外文献的述评	40
二、对国内文献的述评	41
三、小结	42

第二章 理论基础	45
第一节 债务融资治理效应与契约的相关理论	45
一、债务契约的不完全性：债务融资治理的理性基础	45
二、标准债务契约的理论界定	51
三、基于契约的债权人权益保障机制	52
四、债务契约中的流动性违约、策略性违约行为	54
五、产权与剩余控制权、剩余索取权	55
六、委托—代理问题与基于契约理论的债务融资治理效应	60
七、债务结构与基于契约理论的债务融资治理效应	65
第二节 契约事前设计与债务融资治理效应	73
一、契约运行机制与债务融资治理	73
二、契约事前的设计理论与债务融资治理效应	76
三、融资环境变迁中金融创新对契约事前设计的影响	81
第三节 契约事中履约与债务融资治理效应	83
一、契约事中的履约机制	83
二、契约事中履约下的债务融资治理效应与公司治理结构	85
三、基于契约的债务融资治理效率	94
第四节 契约事后违约下债务重组与破产机制	
——债权人参与公司治理	97
一、契约事后违约下的再修订	97
二、契约事后违约下的债务重组治理效应	98
三、债权人参与公司治理模式的国际比较与启示	98
四、债权人参与公司治理的机制	101
五、破产机制	107
第三章 相关制度背景分析——我国金融生态环境下债务重组视角	113
第一节 债务融资治理效应的环境依赖观	113
一、基于代理理论的环境依赖观	113
二、基于交易成本经济学的环境依赖观	114

三、基于战略管理学的环境依赖观	115
第二节 中国上市公司债务融资治理效应的制度背景分析	
——我国金融生态环境下债务重组视角	117
一、金融生态环境的相关理论界定	118
二、我国金融生态环境下债务融资现状	121
三、中国上市公司债务融资治理中契约设计的现状阐释	126
四、中国上市公司金融生态环境下债务重组的相关制度背景	128
五、中国上市公司的产权性质与债务重组	135
六、中国上市公司债务融资的公司治理特征	138
七、中国上市公司金融生态环境下债务期限结构治理的制度背景 ...	150
第四章 中国上市公司债务融资治理效应与债务重组的实证研究	165
第一节 实证研究的理论假设	166
一、金融生态环境、不同来源及期限结构的债务治理 效应与债务重组	166
二、金融生态环境、终极控制人性质、不同来源及期限结构的 债务治理效应与债务重组	170
第二节 研究设计	175
一、研究方法及指标设置	175
二、模型的构建	179
第三节 样本选择与数据来源	180
一、样本选择	180
二、数据来源	181
第四节 实证检验与结果分析	183
一、描述性统计及初步分析	183
二、实证结果分析	186
第五节 研究结论及局限性	196
一、研究结论	196
二、研究局限性	198

第五章 基于契约理论的我国债务融资治理效应优化路径	199
第一节 基于债权人保障机制的契约设计优化路径	199
一、债权人权益保障下不完全契约设计的优化路径	199
二、债务融资治理中衍生融资契约设计的优化路径	204
三、会计规则对契约设计的优化路径	207
第二节 完善我国破产机制以及相关法律制度	210
一、建立完善的破产程序	210
二、完善我国破产机制以及相关法律制度， 营造良好的外部融资环境	210
第三节 债务融资治理效应的相关优化路径	212
一、我国银行债权治理模式与机制的优化路径	212
二、加快企业债券市场发展的优化路径	215
三、资本市场下优化公司多元化股权结构， 完善董事会制度，强化制约机制	217
四、公司债务融资的外部治理机制和履约机制 ——金融生态环境的优化路径	219
第六章 研究结论、局限性与展望	220
第一节 研究结论与局限性	220
一、研究结论	220
二、局限性	221
第二节 研究展望	222
参考文献	224
攻读博士期间科研成果	243
后 记	245
续后记	250
作者简介	252

导 言

第一节 选题与研究意义

一、选题背景

在美国次贷危机引发的世界性金融海啸背景下，债务融资市场成为一个缺失“上帝之城”秩序的“地狱之城”^①，金融生态混乱，正陷入史上最严重的银行信贷违约和公司债违约申请破产高峰期。据穆迪等三大信评机构统计，公司债中的垃圾债违约率由2007年8月1.4%的历史低点飙升至超过12%，2002年至2008年总规模高达1万亿美元。负债逾200亿美元的美国第四大有线电视业者（Charter Communications）2009年2月14日宣布申请破产保护^②。事实上，Charter不堪巨额债务压力申请破产保护仅仅只是冰山一角。在此背景下，我国部分上市公司存在财务状况恶化、现金流出现问题、逾期银行借款及债务违约率上升且偏高等状况。当我国公司因债务危机而面临破产清算依存状态时，至今尚无一家上市公司破产，而是选择债务重组方式。笔者从金融界网站披露的上市公司2003—2007年的年度报告中统计债务重组数据如表1所示。

2003—2006年，我国上市公司中实施债务重组的公司占比在12%~13%，但2007年骤增至283家，所占比例由2003年的13%骤增至2007年的19.2%；同时，2008年作为2倍于GDP的中国60万亿元银行资产中不良

① 伟大的哲学家圣奥古斯汀在他的名著《上帝之城》一书中指出：世界存在着两重同构的秩序——“上帝之城”的秩序和“尘世之城”的秩序。对于人间充满邪恶和苦难的“尘世之城”秩序的完美化和拯救之途就在于“上帝之城”的秩序。

② 数据源自《第一财经日报》，2009-02-17。

表 1 2003—2007 年我国上市公司债务重组的数量及所占比例

项目	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
非债务重组的上市公司数量 (家)	1 060	1 136	1 153	1 213	1 197
所占比例 (%)	86. 89	87. 12	87. 68	86. 95	80. 88
债务重组的上市公司数量 (家)	160	168	162	182	283
所占比例 (%)	13. 11	12. 88	12. 32	13. 05	19. 12

贷款就高达 43 138.4 亿元。^① 王永海、毛洪安 (2006) 在实证研究中结合上市公司股权结构、行业特征, 指出我国债务融资治理中伴随着债权人、债务人、管理者、大小股东、政府之间的信息不对称和道德风险行为, 债务软约束问题严重。上市公司不同来源以及不同期限结构的债务融资治理效应及其信用状况较差、治理机制失调、金融监管体系较混乱等都导致了金融生态环境的恶化。

在当前世界金融生态环境恶化、银企债务违约和债务重组剧增, 而国内理论与实证研究“重股轻债”、忽略债务“异质性”的背景下, 我国上市公司还能独善其身吗? 当面临破产清算依存状态时, 至今尚无一家上市公司破产而是选择债务重组, 借助有效的债务治理及不完全债务契约的内生性机制设计, 因地制宜、形式灵活地通过增资减债、延长债务期限、债转股、托管、应收账款凭证化、信用担保等措施对其债务重组, 是当前上市公司债务融资治理并化解危机的有效途径, 而一揽子债务转换或债务“大赦”都不可取。政府、金融机构应加大对重点行业上市公司的扶持力度, 实现政府—银行—企业“三赢”。债务融资治理比如债务重组与不同来源、期限结构债务融资治理效应以及由外生化到内生化的债务融资治理变迁中的机理、启示及优化路径是什么? 现有债务文献对此大多从债务总量上研究, 但现实中企业各种负债并非同质, 不仅期限结构不同, 来源性质、优先级、有无担保、是否转换、是否赎回等均不相同。非同质的债务如何影响契约理论与债务融资治理效应? 这些既受到理论界的关注, 也是实务界需解决的。妥善解决这些问题, 在某种程度上可克服金融风暴下财

^① 数据源自《中国银行业监督管理委员会 2008 年报》, <http://www.cbrc.gov.cn>。

务危机瘟疫的蔓延，防微杜渐。契约理论在现代经济学科具有前沿主流学术地位，无论从管理学还是经济学视角，本书都构建了一种交叉融合的前瞻性理论分析框架体系，不仅可拓展研究领域，而且让基于契约理论并趋于内生化的债务融资治理成为一种主动研究工具，具有重要的学术价值，也提出了现实挑战。然而，不同国家的制度安排和金融市场乃至金融生态环境体系可能存在本质差异，源于西方的主流资本结构等理论与实证研究移植于中国，其解释力具有局限性，需结合我国的制度安排和金融体系等静态、动态、内生、外生、宏观、微观等因素进行修正（罗韵轩，王永海，2007）。这是选此论题和视角的动机，也是本书理论与实务的贡献所在，这是当前背景下上市公司债务融资治理中亟待解决并牵动我国银企改革全局的现实问题。

二、研究意义

（一）契约理论的前沿主流学术地位

契约理论（contract theory）作为一个统一的企业理论或组织理论，是近30年来迅速发展的经济学分支和理论研究的前沿领域之一，它和激励理论、信息经济学、组织经济学已成为公司财务、金融学等学科中非常成功和有活力的研究领域，在现代经济学科前沿具有主流学术地位（Patrick Bolton&Mathias Dewatripont, 2008）。^① 其标志是，1978年、1991年、1996年、2001年、2007年五年的诺贝尔经济学奖分别授予了在契约理论及其相关研究领域作出基础性贡献的8位经济学家，如表2所示。

表2 契约理论相关领域的诺贝尔经济学奖获得者及学术成就一览表

学者	获奖年度	主要研究领域及贡献
Ronald Coase Herbert Simon	1991 年 1978 年	产权理论创始人，在公司性质的契约理论中创造了用交易成本来解释产业企业存在的原因及扩展规模的边界问题。创建有限理性学说，为不完全契约理论奠定基础。
James Mirrlees William Vickery	1996 年	创立了委托—代理理论模型，非对称信息结构下的最优契约设计等。 关于不对称信息下激励理论的研究，奠定了契约理论的基础。

^① Patrick Bolton&Mathias Dewatripont 著，费方域、蒋士成、郑育家等译：《合同理论》，上海，格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社，2008。

续表

学者	获奖年度	主要研究领域及贡献
George Akerlof Michael Spence Joseph Stiglitz	2001 年	信息不对称理论及市场失灵的经典分析。 确立和发展了信号传递理论，推动了博弈论研究热潮的兴起。 信息不对称下的信贷市场、保险市场研究，其模型与方法已经成为契约理论的规范分析方法。
Eric Maskin	2007 年	将博弈论引入机制设计理论，提出不相关定理，发现在不完全契约条件下也可设计出完全契约，使得完全契约与不完全契约的对立开始趋于缓和。

契约理论包括的理论流派一直处于不停的整合过程之中。按照 Brousseau&Glachant（2002）的观点，契约理论应包括三个分支：激励理论、不完全契约理论和新制度交易成本理论。Williamson（1991，2002）指出，契约的经济学研究方法主要包括公共选择、产权理论、代理理论与交易成本理论四种。这些流派在不同领域具有不同的解释力，是解释公司治理的重要理论工具，它们之间不存在相互取代的关系，而是相互补充。虽然目前有学者也尝试着将不同的契约理论分支纳入一个统一的分析框架之内，但仍然存在着相当大的困难。随着契约理论的深入发展以及应对的挑战越来越大，契约理论分支之间的融合趋势将进一步凸显。

正因为如此，契约理论各分支的研究学者开始结合不同的契约理论来研究具体的经济实践活动。如 Holmsrtom&Milgrom（1994）在探讨企业的内部治理时，就综合运用了激励理论、不完全契约理论和交易成本理论来解释现实现象。在统一契约理论方面，Williamson 作出了重要的贡献。Williamson（1991）提出了统一这些新契约研究方法的设想，并设想会产生一个统一的企业、市场和混合组织形式的组织理论，但有待时间证明。Williamson（2002）又将完全契约理论、不完全契约理论以及交易成本理论划入私人秩序（private ordering）稍小一点的范围内，完全契约理论（机制设计理论）和不完全契约理论主要讨论前端激励安排问题，而交易成本理论主要研究契约后端的实施问题。

（二）债务融资的公司治理逻辑演进：从股东至上主义至利益相关者理论

债务融资的公司治理经历了从股东至上主义至利益相关者理论的逻辑