

破产法庭与债券发行市场化*

黄欣怡 滕飞 辛宇 徐莉萍¹

投稿日：2021年10月15日 录用日：2022年1月21日
©作者 2022。本文由香港理工大学以开放取用(open access)方式出版。

摘要

法治是市场经济的制度保障。破产法庭的设立为债券违约的破产处置机制提供了法律基础，有助于缓解长期以来政府隐性担保和刚性兑付对债券风险定价机制的扭曲，将促进债券发行市场化进程。本文基于破产法庭的逐步试点，使用多期 DID 模型探究我国破产法庭的设立对债券市场的影响效果，基于 2018–2020 年债券发行数据的实证研究表明：破产法庭设立后，债券发行利差显著提高。本文发现，破产法庭设立后，债券发行数量显著增加、新发债券主体评级降低，债券发行利差对资产规模、盈利能力和业绩下行风险的敏感性显著提高。此外，破产法庭设立后，公众投资者可交易购买的债券以及司法信心水平较低地区的债券的发行利差上升幅度更大。本文进一步研究发现，破产法庭有助于消除国有产权性质、政府隐性担保动机与能力导致的债券定价差异。本文的研究结论表明，破产法庭的设立为债券违约处置与市场主体有序退出提供了低成本、高效的法律路径，为发行端的行政管制放松与市场化改革创造了制度条件，以法治化为债券市场的市场化进程保驾护航。

关键词：破产法庭、破产机制、债券信用利差、债券违约处置

JEL 分类：K10、G10、G33

* 作者感谢期刊编辑、匿名审稿人、东北财经大学夏雪博士和中债资信评估有限责任公司李天钰博士的宝贵意见。本研究得到国家自然科学基金面上项目“违规监管与债务契约”(71772188)、国家自然科学基金青年项目“监会‘随机抽查’监管制度的有效性研究”(72102244)和中国博士后科学基金项目“国有客户与企业社会责任之履行：供应链传导视角(2020M673033)”的资助。

¹ 黄欣怡，中山大学管理学院。通讯作者：滕飞，中山大学马克思主义学院；电邮：tengf7@mail.sysu.edu.cn。辛宇，中山大学管理学院。徐莉萍，中山大学管理学院。

一、引言

法律是金融市场发展的制度基石 (La Porta *et al.*, 1997, 1998; Shleifer and Wolfenzon, 2002; Djankov *et al.*, 2007), 得益于法律制度的建设完善, 我国的股票市场和银行信贷市场不断发展壮大 (郑志刚、邓贺斐, 2010; 罗煜等, 2016)。作为多层次资本市场的重要组成部分, 我国债券市场在规模上已位居世界第二, 成为企业除银行贷款之外的第二大融资渠道。但由于违约处理机制的不足, 我国债券市场化进程仍相对滞后, 特别是破产机制 (包括重整、和解和清算等)² 的欠缺, 导致中小企业和初创企业等高风险主体难以从债券市场获得直接融资, 阻碍了债券市场 (特别是高收益债券市场) 的发展 (Becker and Josephson, 2016)。提高直接融资比重, 稳步扩大债券市场规模, 是“十四五”时期资本市场建设的重点任务。债券市场化改革的成功需要良好法治的供给, 而“法与金融”的研究主要关注股票市场和银行信贷市场, 缺少对债券市场的分析。因此, 研究法律环境如何影响债券市场的发展, 不仅是对“法与金融”研究的重要补充, 也是推进债券市场化改革、构建多层次资本市场的现实需要。

法治是市场经济的外在秩序, 为自由主体秩序的产权制度和平等交易秩序的价格制度提供了正式制度保障, 是市场经济发生、发展的基础和前提 (刘伟, 2015)。提高法律实施效率是实现法治的重要内容, 将为债权人和投资者提供强有力的保护 (Ergungor, 2004), 是构建多层次资本市场的基本路径 (辜胜阻等, 2016)。通过法治建设推动债券市场高质量发展, “十四五”规划纲要指出, 要“健全债券市场违约处置机制”。债券违约是债券市场化运作的必然结果之一, 破产等市场化机制将成为违约常态化趋势下债券违约处置的重要途径 (窦鹏娟, 2016)。然而在过去很长一段时间内, 由于政府和国有银行的非市场化干预, 大量企业“僵”而不“破” (申广军, 2016; 王万珺、刘小玄, 2018; 张一林、蒲明, 2018), 市场化和法治化的破产机制难以实现。违约风险是债券定价的核心要素 (Merton, 1974), 这种刚性兑付和隐性担保造成了债券发行的市场化风险定价机制欠缺 (张军, 2021), 而在缺少破产机制的情况下, 债券价值将被系统性高估 (Leland and Toft, 1996; Fan and Sundaresan, 2000; Francois and Morellec, 2004)。因此, 没有行之有效的破产机制, 债券定价就无法完全反映真实的违约情况, 债券的市场化定价机制更无从实现。

2020年7月, 最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》, 进一步强调破产机制在债券违约处置过程中的重要作用。在破产立法方面, 2006年《中华人民共和国企业破产法》正式发布, 但转型期的制度环境、立法的缺陷以及社会对破产法认知的不足导致立法效果不及预期 (李曙光、王佐发, 2011)。法律不完备的现实约束下, 加强执法成为法律保护的关键。而在破产执法层面, 我国破产审判的司法实践却长期面临着破产退出比例低、积压案件过多、案件审理程序繁冗、执法人员专业能力不足等问题, 破产“执行难”问题突出。为建设完善破产法律制度, 2019年以来, 我国相继在各地进行破产专门法庭的试点, 通过专业化的审判机构和审判队伍建设, 规范破产案件审理, 为市场主体有序退出和困境企业救治提供了法律保障。可见,

² 《中华人民共和国企业破产法》规定, 债务人“不能清偿到期债务, 并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的”, “债务人可以向人民法院提出重整、和解或者破产清算申请”。

破产法庭的设立将促进债券违约破产清偿机制的建立完善，债券违约后通过低成本、有效的法律机制产生制约的路径日益明晰。

破产法庭的设立提高了破产执法质效，为债券市场（特别是高收益债券市场）的发展提供了制度保障，促进了信用债券的市场化进程（Becker and Josephson, 2016）。在市场化机制下，债券定价将打破长期以来刚性兑付和隐性担保对价格风险结构的扭曲，信用利差能更好地反映风险（张军，2021）。本文利用不同地区逐步设立破产法庭的制度差异，构建 DID 模型，实证检验了破产法庭对债券发行利差的影响作用，以此评价破产执法的改善如何影响债券发行的市场化进程。本文研究发现，破产法庭设立后，新发债券的信用利差更高，发行利差对债券发行主体的关键风险因素（资产规模、盈利能力和业绩下行风险）的敏感性增强。这说明破产法庭促进了债券发行的市场化，增强了债券市场的风险定价能力。本文还发现，设立破产法庭后债券发行数量显著增加、新发债券的发行主体评级更低。这说明破产法庭的设立扩大了债券发行的主体范围，降低了债券发行门槛。这一结论与 Becker and Josephson (2016) 的理论预期一致，即破产执法质效的改善促进了低资质公司使用债券进行直接融资。

本文进一步研究发现，破产法庭对债券发行利差的作用在司法信心水平较差地区以及对公众投资者可购买交易的债券更强，说明破产法庭有助于增强债权人保护，能够缓解投资者对地区法律保护水平不足的担忧。本文还发现，破产法庭有助于缓解债券市场中国有产权和政府隐性担保导致的定价扭曲现象，破产法庭设立后，国有企业新发债券的利差水平有更明显的提升，财政实力更雄厚、失业率水平更高地区的企业新发债券利差也显著更高。最后，破产法庭作用的发挥依托于当地金融发展水平的提升，在金融市场化程度较高的地区，破产法庭的作用更明显。

本文的研究贡献主要体现在：

第一，本文关注法律执行质量的改善，从债券市场的视角为“法与金融”理论中“法律促进金融市场发展”的命题提供了新兴资本市场的经验证据。“法与金融”的相关研究主要探讨法律环境对股票市场和信贷市场（或整体债务市场）的作用，对债券市场的关注不足。La Porta *et al.* (1997, 2000, 2008) 的跨国对比研究发现，一国法律环境越好，则其股票市场和债务市场越发达。Shleifer and Wolfenzon (2002) 的理论模型也验证了投资者保护对股票市场的积极作用。基于中国市场的研究同样发现，法律环境的改善对中国股票市场 and 银行信贷市场的发展具有积极作用（郑志刚、邓贺斐，2010；张健华、王鹏，2012；罗煜等，2016）。Djankov *et al.* (2008)、Visaria (2009)、Haselmann *et al.* (2010)、Chemin (2012)、Vig (2013)、Ponticelli and Alencar (2016) 以及钱雪松和方胜 (2017) 对于债权人法律保护的研究，也主要关注了其对公司整体债务融资或银行借款的影响。债券市场是多层次资本市场的重要组成部分，本文研究破产执法对债券市场的影响，为“法与金融”的文献做出了重要补充。

第二，关于企业破产司法改革的经济影响，现有文献主要集中在探讨破产立法，缺少对破产执法的研究。本文至少从以下两方面拓展了相关研究：

首先，在破产立法方面。美国 1978 年的破产法律改革削弱了债权人对困境企业的议价能力，因此提高了低资质企业的债券信用利差（Hackbarth *et al.*, 2007）。2005 年

巴西的破产法改革增强了对债权人的利益保护,这提高了公司的债务融资能力(Araujo *et al.*, 2012),并且随着法院执法质量的提高,公司将获得更多的银行借款,投资规模和产出规模也更高(Ponticelli and Alencar, 2016)。中国于2006年颁布正式的破产法,研究发现,《企业破产法》的颁布具有加强债权人保护的信息含量(魏锋、薛飞,2010),提高了公司的创新水平(姜军等,2017)。区别于立法,本文研究破产执法对债券市场的影响。

其次,在破产执法方面。由于缺少破产执法的制度变更,现有研究主要分析民事法院或民事法庭变革带来的整体执法效率的改善。Visaria(2009)、Lilienfeld-Toal(2012)和Vig(2013)研究了印度债务追偿法庭(Debt Recovery Tribunals)的设立对公司债务融资的影响,Chemin(2012)则探讨了印度民事法庭案件审判速度提升改革对公司投资和融资行为的影响。关于破产执法对金融市场影响的研究十分有限,且主要使用世界银行对各国破产执法质量的调研数据,对破产执法质量如何影响创新行为(鲁桐、党印,2015;郑馨等,2019)和债务融资方式选择(Becker and Josephson, 2016)进行了跨国研究。在“法与金融”的研究中,跨国研究难以控制国家层面的特征差异(郑志刚、邓贺斐,2010),并且对“法律促进金融发展”的理论命题进行实证研究时存在明显的内生性问题(罗煜等,2016)。本文基于中国的司法实践,利用各地区破产法庭先后设立的准自然实验,缓解了潜在的内生性问题,为破产执法质量对债券市场的影响作用提供了证据支持。

第三,本文具有显著的现实意义。基于国外资本市场的经验证据表明,加强破产执法有助于降低债务融资成本(Visaria, 2009; Araujo *et al.*, 2012; Gross *et al.*, 2021),本文则发现破产法庭提高了债券发行利差,但并不能因此简单地认为中国的破产法庭提高了公司债务融资成本。与国外制度环境不同,在国有经济为主导的中国市场,政府刚性兑付和银行预算软约束等非市场化干预使得企业破产退出长期面临着执行难问题,而破产法庭的设立推动了市场主体法治化退出机制的建立完善,债券市场风险得以有序释放,对于投资者合法权益保护具有积极作用,进而为更好发挥政府作用、推动债券市场的市场化进程提供了制度条件。

本文接下来的结构安排如下:第二章对我国的债券市场发展和破产法律制度进行背景介绍,第三章进行理论分析,第四章介绍本文的研究设计,第五章进行实证分析,第六章为研究结论。

二、制度背景

(一) 中国债券市场

债券市场是我国多层次资本市场的重要组成部分,是除银行信贷之外企业的第二大融资渠道,在提升直接融资比重、提高市场资源配置效率、服务实体经济等方面发挥了重要作用。经过多年的发展,中国债券市场的规模迅速扩大。中国人民银行的统计数据显示,截至2021年11月末我国债券市场托管余额达到131.7万亿元,市场规

模已位居世界第二。³然而在债券市场规模迅速发展壮大的同时，债券市场的法治短板也造成其市场化进程相对缓慢，特别是在对支持中小企业直接融资方面存在明显的不足（蔡万科、唐丁祥，2011）。

我国债券市场早期实行严格的发行管制，各类债券发行均需经过严格行政审批。2020年3月1日，新《证券法》正式实施，确立了债券发行向注册制转变，监管部门不再对发行债券的价值提供背书，我国债券市场的发行门槛进一步下降，债券发行主体范围扩大。

畅通的退出渠道与完善的退出制度是发行端市场化改革的前置条件。在债券发行市场化改革的政策背景下，退出机制低效与市场出清滞后易导致风险积聚，诱发系统性风险，进而影响债券发行。违约是债券市场风险缓释的闸口，健全的退出机制与有序的风险释放能够有效避免债券市场的风险积聚和爆发（尹玉芹、谢庭树，2021）。过去很长一段时间内，在刚性兑付和隐性担保的主导下，中国债券市场长期维持着“零违约”的局面（彭叠峰、程晓园，2018）。2014年的“11超日债”违约首次打破了中国债券市场的“零违约”记录，此后债券违约案件层出叠现，公司债券违约趋于常态化，债券定价的市场化机制日渐明晰，企业融资难、融资贵问题得到一定程度的缓解。如图1所示，2018–2020年期间我国信用债市场债券发行利差整体呈现下降趋势。⁴

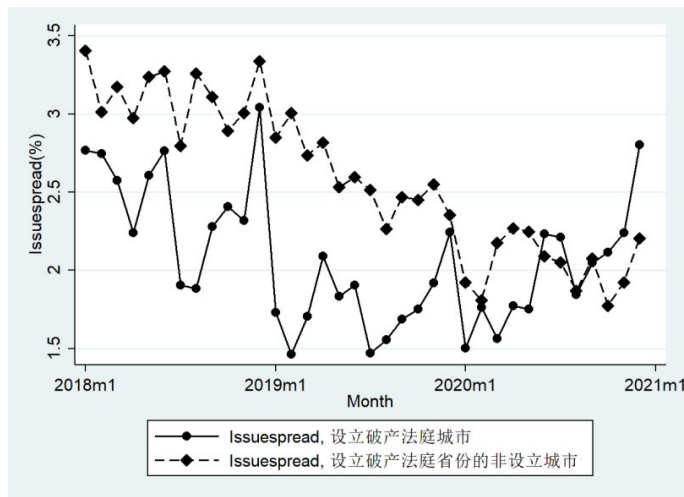
完善市场退出机制是债券违约常态化趋势下的重要关注点，而破产机制是市场化条件下债券违约处置的标准化路径（尹玉芹、谢庭树，2021）。2020年4月，中共中央、国务院颁布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，提出要通过“完善债券违约处置机制”，加快发展债券市场。2020年7月，三部委联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，进一步强调，要加快完善规则统一的债券市场基础性制度，构建市场化、法治化的债券违约处置机制。与此同时，最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，强调破产机制在债券违约处置过程中的重要作用，明确了在发行人破产重整、和解、清算程序中破产管理人及时确认债权、持续信息披露等义务（周恒宇，2020）。

自2014年债券市场发生首例违约事件以来，进入破产程序的债券违约案例逐渐增加，但破产“执行难”仍是破产司法领域的突出问题。破产退出机制阻滞，债券发行主体市场化退出渠道不畅，一方面导致债券市场风险积聚，另一方面司法执行部门缺位使行政之手对破产退出程序的介入长期存在，债券市场定价机制扭曲，无法有效匹配风险收益以实现资源的优化配置，发挥债券市场的直接融资功能。由此可见，破产作为债券违约处置的重要机制，对于债券市场的建设发展具有重要意义。

³ 资料来源：2021年11月份金融市场运行情况，中国人民银行金融市场司，2021年12月21日。
<http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147173/4424924/index.html>。

⁴ 债券利差整体下降的原因可能在于：一是，债券违约常态化趋势使部分低资质债券发行主体面临市场出清，债券发行主体的整体资质有所提升，债券发行利差因而逐渐下降。二是，随着“去杠杆”政策的实施，低资质主体信用债发行困难，由发行人部分认购其资管产品的“结构化发行”模式备受青睐，一定程度上有助于降低债券融资成本。

图 1 2018–2020 年债券发行利差变动趋势



(二) 破产法与破产法庭

1. 破产法改革与破产司法实践困境

1986 年中国颁布《中华人民共和国企业破产法（试行）》（简称《企业破产法（试行）》）。彼时债务人与债权人的破产申请均需上级主管部门同意，破产程序具有浓重的行政色彩。2006 年 8 月全国人大常委会审议通过《中华人民共和国企业破产法》（简称《企业破产法》），在破产清算之外引入独立的和解与重整制度，由债权人与债务人自行选择适用程序，同时构建了以中介机构为主体的市场化管理人制度，以完善市场主体的困境救济之道。2006 年新《企业破产法》的立法目标是摆脱原《企业破产法（试行）》下的行政主导模式，确立破产制度的市场化、法治化导向（李曙光、王佐发，2011）。然而在具体实践中，我国破产案件的受理数量却持续下降（王欣新、徐阳光，2014）。究其缘由，既有破产法自身存在的缺陷，亦有破产制度司法实践中面临的阻碍。

首先，从破产案件的受理环节看，尽管新《破产法》已从制度层面确立了市场化的破产退出机制，但“企业破产是否引发社会矛盾”、“政府绩效是否受到不良影响”等行政因素仍然是破产案件受理的法外门槛（陆晓燕，2020）。一方面，政府部门以行政之手阻碍法院受理破产案件，阻止危困企业进入破产程序；⁵ 另一方面，不合理的考核机制与专业性的缺失使法院缺少受理破产案件的动力。与一般民商事案件相较，破产案件审理更为繁杂，然而大部分法院将破产案件审理纳入一般民商事案件的考核体系，削弱了审理法官受理破产案件的积极性（王欣新、徐阳光，2014）。此外，专业人员匮乏也导致破产案件的受理率长期处于低位。

其次，从执行破产程序的机构设置来看，通常的做法是由地方政府牵头组建破产处置政府领导小组，并且屡屡出现将法院相关人员或具体案件承办人一并纳入领导小组的现象。这一组织安排显然不利于将司法权从行政之手的干预下释放出来，使司法

⁵ 资料来源：张恒，“庄吉镜鉴—破产法十年荆棘路”，《经济观察网》，2017 年 7 月 1 日；
<http://www.eeo.com.cn/2017/0701/307615.shtml>。

权与行政权的边界模糊化（陆晓燕，2020）。

尽管新《破产法》确立了由中介机构主导的市场化管理人制度，但具体破产实践仍多沿袭由政府清算组担任管理人的行政主导模式。政府以管理人的身份参与破产博弈，以行政权力向法院施加影响，削弱了司法部门对破产程序的主导作用，亦使破产谈判掺杂了政府的政治经济利益（李曙光、王佐发，2011）。

2. 破产法庭的设立

从破产审判的司法实践来看，扭曲的考核机制与专业审判队伍的缺失使多数地方法院不愿受理破产案件，司法力量与破产审判机构的缺位为行政之手介入破产程序提供了合理性，由政府主导的破产博弈削弱了破产审判的司法独立性。为推动破产退出机制市场化、法治化，亟需厘清司法裁判与行政执法的职权边界，从破产程序的特性出发组建专门的破产审判组织，改善破产案件受理和审理的司法生态（徐阳光，2016）。

为应对破产司法实践中存在的问题，加快推进破产审判组织建设，提高破产执法质量，各地开始设立专门的破产法庭。2018年12月，深圳中级人民法院首次提出设立独立运作的破产法庭。此后，陆续有多个城市的中级人民法院设立专业处理破产案件的破产法庭，截止2020年末，各地区破产法庭设立情况如表1所示。

根据《企业破产法》第三条规定，破产案件应当由债务人住所地的人民法院管辖。2020年最高人民法院发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，对破产案件的管辖范围做出了进一步明确：“受托管人、债券持有人申请发行人重整、破产清算的破产案件，以及发行人申请重整、和解、破产清算的破产案件，由发行人住所地中级人民法院管辖”。因此，破产法庭的主要管辖范围是以当地城市注册企业为债务主体所涉及的破产案件。

3. 破产法庭与破产执行机制的改善

破产法庭的设立一定程度上改善了我国的破产司法体系，提高了破产审判中司法裁判的独立性，推动了破产退出机制的市场化、法治化。

表1 2019–2020年破产法庭设立情况

序号	破产法庭	成立时间	隶属法院
1	深圳破产法庭	2019.01.14	深圳市中级人民法院
2	北京破产法庭	2019.01.30	北京市第一中级人民法院
3	上海破产法庭	2019.02.01	上海市第三中级人民法院
4	天津破产法庭	2019.12.19	天津市第二中级人民法院
5	广州破产法庭	2019.12.20	广州市中级人民法院
6	温州破产法庭	2019.12.28	温州市中级人民法院
7	重庆破产法庭	2019.12.31	重庆市第五中级人民法院
8	杭州破产法庭	2019.12.31	杭州市中级人民法院
9	济南破产法庭	2020.04.15	济南市中级人民法院
10	青岛破产法庭	2020.04.22	青岛市中级人民法院
11	南京破产法庭	2020.06.12	南京市中级人民法院
12	厦门破产法庭	2020.08.18	厦门市中级人民法院

(1) 畅通破产受理通道，提升破产审判质效

从审判组织的机构设置来看，破产法庭实现了人员安排、审判场所与办公场所的相对独立。一方面，独立的组织设置有利于形成适用于破产审判特性的独立考核体系，从而提升法官与相关部门负责人受理破产案件的积极性。另一方面，专业化的独立审判队伍使破产法庭能够集中专业资源对破产案件进行集约化审理，大幅提升了法院处理破产案件的司法能力。

破产法庭设立后，随着考核体系合理化与审判组织建设专业化，破产执法的专业化程度以及破产案件的审理质效亦有所改善，主要体现在以下方面：第一，办理破产时间缩短，破产成本降低。广州破产法庭为破产案件开辟了审理快车道，统计数据显示，截止 2020 年 11 月，适用于简易破产程序的案件比重为 52.7%，平均审理时长为 0.35 年，与普通破产案件的审理时长相比缩短了 51%，大幅提高了审理效率。⁶ 第二，具有重整价值的债务人得以通过破产重整摆脱困境，债权清偿率和债权人回收率有所提高。

破产案件审理能力与审理质效的提升相应地提高了债务人与债权人申请破产、进入破产程序的意愿，对破产退出机制形成正反馈。深圳破产法庭自设立以来，2019 年期间新收各类破产相关案件数量同比增长 50.3%，审结破产相关案件与上年度相较上升 23%；⁷ 根据温州中级人民法院披露的统计数据，2020 年当地法院受理和审结破产案件数量分别同比上升 78.6%和 54.2%。⁸

(2) 破产审判独立性提升，司法力量主导作用增强

破产法庭设立后，进一步强化了法院对破产管理人指定的决定权和破产管理人履职的监督权。深圳破产法庭参与指导成立了深圳市破产管理人协会，实现破产管理人行业自治；⁹ 上海市破产法庭在多起破产案件中采用随机或竞争方式指定中介机构担任破产管理人。¹⁰ 公开竞选的方式一定程度降低了可操纵空间，削弱了行政力量在破产管理人指定环节可能产生的影响。

与此同时，破产法庭亦加强了对管理人后续履职情况的监督。上海市破产法庭 2020 年度受理的天海融合、中电电气等破产案件中，破产管理人在破产法庭的指导下开展了召开债权人会议、评审产生重整投资人、形成破产重整计划草案等一系列工作，

⁶ 资料来源：“办理破产夺双冠，服务建设大湾区——广州破产法庭一周年记”，《人民法院报》，2020 年 12 月 19 日；http://rmfyb.chinacourt.org/paper/html/2020-12/19/content_174829.htm?div=-1。

⁷ 资料来源：“助力‘双区’建设，深圳破产法庭再出发”，深圳市中级人民法院，2020 年 1 月 17 日；https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_5551354。

⁸ 资料来源：“温州破产法庭‘一周岁’，我们做了什么？”，温州市中级人民法院公众号，2020 年 12 月 28 日；https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzU5MTgwMDE2NA==&mid=2247500788&idx=1&sn=67ace4edfb55ff36ef525e32f16dc6d4&chksm=fe2bflffc95c78e973d2b4ff73e1bfc02e4ab1e1004b9854b6d68b0fa1f1bf50e944bf1ca562#rd。

⁹ 资料来源：“深圳破产法庭两周年十大工作亮点”，深圳市中级人民法院，2021 年 1 月 14 日；<https://mp.weixin.qq.com/s/lpXe6S4AFD7HyLSfWwDWDQ>。

¹⁰ 资料来源：“上海破产法庭 2020 年度典型案例”，上海高级人民法院，2021 年 2 月 3 日；<https://www.pkulaw.com/lar/4a46ad9550da6835e2b7a4e5ac03c0d2bdfb.html>。

体现了司法部门在破产程序中的主导作用。¹¹

总体来说，随着破产法庭的设立，司法部门在破产审判中的独立性得以提升，相应地，行政干预介入破产审判的空间被压缩，市场力量与司法力量发挥作用的空间得以扩大，推动了破产退出机制的市场化、法治化。

（三）破产法庭设立后债券发行特征的变化趋势

破产法庭的设立完善了债券违约情形下的市场退出机制，对债券市场的发展产生了重要影响。图 2 展示了破产法庭设立前后，地区新发债券的信用利差、数量和主体评级的变化趋势，分别如图 2.1 至 2.3 所示。具体地，本文将一般公司债、一般企业债和一般中期票据作为统计对象，把研究样本限定在设立破产法庭的省份，以该省份设立破产法庭时点为基准月，¹² 统计破产法庭成立前后 10 个月债券发行特征的变动趋势。

图 2 破产法庭设立前后债券发行特征的变化趋势

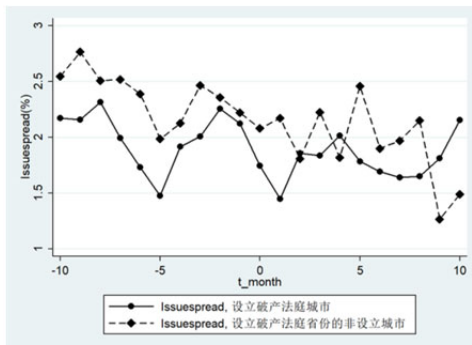


图2.1 债券发行利差变动趋势

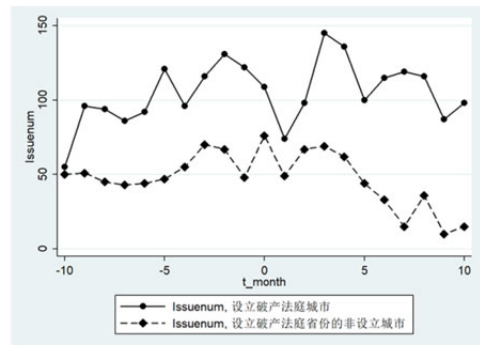


图2.2 债券发行数量变动趋势

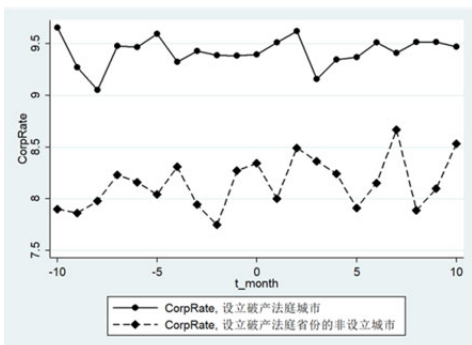


图2.3 债券发行主体评级变动趋势

图 2.1 显示，设立破产法庭城市的债券发行利差在法庭设立前的 10 个月度区间始终低于未设立破产法庭的城市，且两者的变动呈现平行趋势；而在破产法庭设立后，这种平行趋势被打破，设立破产法庭城市的债券发行利差与未设立城市相较有所上升，

¹¹ 资料来源：“上海破产法庭年度典型案例（重整类）”，上海破产法庭公众号，2021 年 1 月 30 日；https://mp.weixin.qq.com/s/gj0E5jygsU5Uu9f_6uPEVQ。

¹² 对于设立破产法庭的城市，以设立月为基准月（即 $t_month=0$ ）；对于同省未设立破产法庭的城市，以本省首次设立破产法庭为基准月（即 $t_month=0$ ）。

且在部分月份超过未设立城市。从新发债券的数量来看，图 2.2 显示，破产法庭设立后，设立破产法庭城市的月度债券发行数量与未设立组别相较有所上升。本文进一步考察了债券发行主体的资质变动，在破产法庭设立后的约 6 个月内，设立破产法庭城市的债券发行主体评级相对于未设立城市亦略有下降（如图 2.3 所示），意味着设立破产法庭城市的新发债券的违约风险较大。

以上债券发行特征指标的变动趋势初步表明，破产法庭设立后，债券发行的市场定价机制更加明确，债券发行利差提高，这与张军（2021）的理论和实证预期一致；此外，债券发行主体的数量也有所增加，新发债券的主体资质也有所降低（更低的主体评级），这与 Becker and Josephson（2016）的理论预期一致。

三、理论分析

“法与金融”的相关研究发现，不同国家间的法律保护程度存在差异，并深刻影响了各国金融市场的发展水平（La Porta *et al.*, 1997, 1998; Shleifer and Wolfenzon, 2002; Djankov *et al.*, 2007）。市场治理分为公共执行和私人执行两类模式，两者相互替代、互为补充。当私人执行机制依赖的法律环境供给不足时，公共执行便成为市场治理的主要手段（Layton, 2008）。但以政府行政力量为基础的公共执行机制需要大量的公共资源投入，同时也容易造成政府对经济活动的行政干预较多，进而扰乱了自由平等的市场竞争秩序（刘伟，2015）。因而，建立完善的法律执行机制可以减少对政府公共执行的依赖，通过法律约束市场主体行为，提高市场自治程度，促进资本市场的市场化发展（Coffee, 2007; La Porta *et al.*, 2008）。La Porta *et al.*（2006）的研究结果显示，相较于强政府监管模式，司法执行效率与执行质量的完善更有利于金融市场繁荣。

强有力的法律保护能够为市场参与者的合法权益提供坚实的法律保障，从而提高投资者参与投融资活动的意愿，促进金融市场的发展（La Porta *et al.*, 1997）。Coffee（2007）认为，法律执行力高是美国证券市场区别于其他国家资本市场的关键因素。完善的法律执行机制使美国证券市场投资者愿意支付高额溢价，提高了美国上市公司相对于其他资本市场的估值。而在法律环境较为薄弱的地区，其股票市场与债务市场的规模也相对较小（La Porta *et al.*, 1997, 2000, 2008）。因此，法律制度建设对于拓宽金融市场的广度和深度具有重要意义。

法治通过约束规范政府行为，保障市场经济秩序的运行（钱颖一，2000）。法律基础薄弱使得经济秩序维护更多地依赖政府的作用。行政过度介入可能削弱证券市场定价的有效性，使投资行为偏离上市公司的基本面特征（Allen *et al.*, 2005）。司法独立性的提升与法律制度的完善有利于约束政府对经济活动的过度干预，从而促进自由平等的市场经济的发展。研究发现，增强法律保护能够推动证券市场价格回归真实价值，打通公司融资渠道，缓解融资约束，同时也提升了投资者参与投资的意愿（La Porta *et al.*, 2004; Berkowitz *et al.*, 2005; Mclean *et al.*, 2012）。对于我国债券市场来说，隐性担保与刚性兑付导致的非市场化定价现象长期存在，政府对破产退出机制的行政干预引起了价格扭曲，亦不利于债券市场规模的扩张。畅通破产退出通道，提高破产审判的司法独立性，对于建立市场化的债券定价机制、扩大债券市场的深度和广度具有重要

意义。

（一）破产法庭与债券发行定价

违约风险是债券定价的核心因素（Merton, 1974）。所谓违约风险，是指一家公司履行偿债义务能力的不确定性。投资者对公司发生违约的概率进行评估，相应地，依据其预期违约概率的大小，公司需要向投资者支付高于无风险利率的溢价以对其偿债能力的不确定性作出补偿（Crosbie and Bohn, 2003）。Weber *et al.*（2016）的研究结果证明，公司的违约概率会对债券发行价格产生影响。企业的财务状况是分析其债务违约概率的重要指标（Madan and Unal, 2000）。根据 Merton（1974）的债券定价模型，当资产负债率接近于 1 时，将触发公司债券违约（Collin-Dufresne *et al.*, 2001）；而当公司资不抵债即发生破产时，公司将进入债券违约处置程序。

债券违约处置主要有自主协商与司法诉讼两类途径。自主协商具有成本低、形式灵活的特征，但由于债券市场的投资者更加分散，债权人对债务人的监督能力和议价能力较弱，债券投资者往往需要诉诸破产司法程序进行追偿（Becker and Josephson, 2016）。破产机制已成为我国债券违约处置的常态化路径（尹玉芹、谢庭树，2021）。

然而，长期以来我国债券市场的风险防范机制具有强烈的行政色彩，主要体现为债券违约处置中的政府隐性担保（窦鹏娟，2016；袁康、汪舒楠，2021），地方政府以行政之手确保违约债券兑付，从而维护地方企业信用与市场稳定。另一方面，受到考核机制不合理与专业化审判组织缺失等因素的制约，法官往往却步于破产案件中艰难的利益博弈和复杂的规则运用（徐阳光，2016）。司法机关缺位为行政之手干预企业破产退出提供了空间，在司法实践中，政府绩效与社会稳定等非市场化因素通常成为企业破产受理的法外门槛。

债券信用利差的本质是对违约风险的补偿，在政府对违约处置和破产退出机制进行行政干预的情形下，债券市场投资者形成隐性担保与刚性兑付信念，降低对企业未来违约破产可能性的预期，进而对债券信用利差产生影响（汪莉、陈诗一，2015；王博森等，2016）。隐性担保使投资者忽视了盈余等与企业违约风险紧密相关的基本面指标，过于看重国企背景、政府担保等隐性指标，导致债券违约风险被系统性低估（魏明海等，2017；王占浩等，2015）。债券隐性担保预期使债券信用利差无法完全真实地反映企业的违约风险与违约概率，导致债券市场定价扭曲（王叙果等，2019）。当债券违约、企业破产退出现象出现，投资者的隐性担保预期被打破，债券市场信用风险有所提升。王占存等（2015）的研究结果显示，“11 超日债”违约事件引起公司债券信用利差显著增加，违约风险的暴露在一定程度上动摇了投资者的刚性兑付信念。但整体来说债券定价中的隐性担保预期仍然存在，我国首例债券违约事件并未对债券市场产生实质性影响。

破产法庭的设立进一步打通了我国债券违约处置的市场化退出通道。首先，破产法庭成立后，组建了专业化的破产审判队伍，逐渐形成适用于破产程序特性的独立考核体系，提升了法院审理破产案件的能力和积极性，大幅降低了破产案件的受理门槛。与此同时，随着破产审判队伍专业化水平的提高，破产案件的审理质效亦得以提升，债权人与债务人申请破产退出的意愿也有所增强。自 2019 年初首个破产法庭设立以来，

我国各破产法庭设立城市的破产案件受理、审结数量大幅增长，破产退出渠道逐渐打通。其次，破产法庭实现了破产审判组织安排、人员结构和办公场所的相对独立，提升了破产审判的司法独立性，从而使破产资源调配掺杂行政意志的情形减少，增强了司法力量对破产程序运作的主导作用。

随着破产退出企业数量的增长，债券市场整体信用风险上升，破产退出机制市场化、法治化在一定程度上打破了债券市场投资者的隐性担保信念，驱使投资者上调债券违约预期，进而对债券发行主体要求更高的风险报酬，最终体现为债券发行定价提高。政府隐性担保使债券市场的风险和收益发生扭曲，当破产退出趋于常态化，违约风险得到释放，风险定价机制将回归至以企业基本面与财务状况为基础的理念上来（王叙果等，2019）。

（二）破产法庭与债券发行门槛

违约处置端的市场化、法治化是推行发行端市场化改革的前置条件。首先，有效的债券风险定价机制有利于微观主体的信用风险显性化，引导资源合理配置，使不同违约风险的债券匹配风险承受能力迥异的债券市场投资者。在隐性担保的情形下，债券的风险与收益不匹配，易引起资源错配，不利于发行端放开。其次，在债券市场违约规模逐渐扩大的情形下，债券违约处置效率低下、债券发行主体破产退出通道不畅会导致风险积聚，诱发系统性风险，对债券市场与区域信用风险产生巨大冲击，进而对债券发行产生不利影响（尹玉芹、谢庭树，2021）。当破产退出机制效率低下时，市场主体通常选择“庭外”退出方式，此时清偿价值分配取决于债权人的议价能力。由于债券投资者较为分散，在资源分配中的议价能力较弱，其作为债权人的受偿权无法得到保障，因而投资者投资于高风险债券的动力较弱，一定程度上抑制了高收益债券的发行（Becker and Josephson, 2016）。

破产法庭设立推动了破产退出机制市场化，一方面有利于消除债券风险定价扭曲，引导投资者进行合理的风险投资，优化资源配置；另一方面，在债券规模日益扩大的背景下，能够加速尾部市场主体出清，起到风险缓释的作用，避免系统性风险的形成与集中爆发。当形成合理的风险溢价和有效的风险分担机制，政府方能从对债券发行主体资质的实质性判断中摆脱出来，将风险识别与风险承担交由投资者（沈炳熙、曹媛媛，2014）。与此同时，破产法庭设立后，破产案件的审理质效得到改善，市场主体通过“法庭内”制度退出的意愿有所提升。“法庭内”破产退出机制依据公平性原则与优先受偿顺序的分配方式有效保障了清偿价值在债权人间的合理分配，提升了债券投资者投资于高风险债券的动力，推动了高收益债券的发行进入。由此可以看出，破产退出机制作为市场风险缓释工具，为债券市场规模扩张与高风险债券品种进入提供了市场条件，有利于债券规模扩大与债券品种体系多元化。

随着发行门槛的降低，更多高收益债券品种进入市场，债券市场的信用风险整体上升。破产退出机制市场化使违约风险能够及时暴露，实现市场风险的有序释放。违约风险是债券评级的核心指标，当隐性担保被打破后，债券市场违约风险上升，评级机构相应下调债券评级（赵保国、龙文征，2017；Livingston *et al.*, 2018）。与此同时，随着市场主体破产退出趋于常态化，受到市场声誉的约束，债券评级机构对评级的谨

慎性与风险的敏感性有所提高（王叙果等，2019）。

综上所述，破产法庭的建立将显著提高法院受理破产案件的能力与积极性，提升破产执法质量，同时亦能够强化司法力量在破产程序中的主导作用，债券违约的市场化退出机制得以形成。债券违约处置端的市场化打通了市场主体的退出通道，加快尾部企业出清，及时有效地缓释风险，为发行端市场化和高风险债券进入市场创造了条件。在市场化机制下，债券定价将打破长期以来隐性担保和刚性兑付的约束，信用利差能更好地反应风险，债券发行利差将显著提高（张军，2021）。基于以上分析，破产法庭的设立有助于降低债券发行门槛，促进债券发行市场化定价机制的形成，本文即探讨破产法庭设立对中国债券发行市场化的影响效果。

四、研究设计

（一）样本选择及数据来源

如表 1 所示，我国首个破产法庭（深圳破产法庭）成立于 2019 年 1 月 14 日，厦门破产法庭成立于 2020 年 8 月 18 日。本文选取 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日发行的全部一般公司债、一般企业债和一般中期票据为研究对象。样本期间共发行三类债券 9,831 只，剔除金融行业公司发行的债券以及重要变量数据缺失债券后，共得到 8,603 个债券观测值。为进一步控制地区发展水平差异可能造成的影响，本文将研究样本限定在设立破产法庭的省份。此时，本文共得到 5,451 个债券的日度观测值。债券发行数据和公司特征等相关数据均来源于 Wind 数据库，本文对连续变量在其 1% 和 99% 分位数进行了缩尾处理。

（二）模型设定与变量定义

本文主要检验破产法庭设立后，债券发行利差的变化特征，以此探讨破产法庭对债券发行市场化的影响作用。如表 1 所示，各地破产法庭的设立时间不同，本文构建了如下的多期 DID（Difference in Differences）实证模型：

$$IssueSpread_{i,t} = \alpha + \beta_1 Post_{i,t} + \beta_2 Bond + \beta_3 Firm + \beta_4 Issuenum_{j,t} + \beta_5 GDPg + Date + City + Ind + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $IssueSpread$ 为债券 i 在 t 日发行时的发行利差，参考 Jiang（2008）以及王雄元和高开娟（2017），定义为债券发行时的到期收益率与同日同期限国债到期收益率之差。 $Post$ 为破产法庭设立前后的虚拟变量，对于债券 i 发行主体所在城市的第 t 日，在设立破产法庭后， $Post$ 取值为 1，否则取值为 0；若所在城市未设立破产法庭，则 $Post$ 取值为 0。若破产法庭的设立提升了债券发行利差，则 $Post$ 的系数 β_1 显著为正。

参考王雄元和高开娟（2017）以及王永钦和徐鸿恂（2019），模型（1）中控制了一系列债券特征（ $Bond$ ）和公司（即债券发行主体）特征（ $Firm$ ）变量。债券特征变量包括：债券发行规模（ $Bondsize$ ）、债券期限（ $Bondterm$ ）、债券评级（ $Bondrate$ ）、是否有可回售条款（ $Bondput$ ）、是否有可赎回条款（ $Bondcall$ ）、是否有担保措施

(*Bondsecu*)。公司特征变量包括：公司规模 (*Firmsize*)、资产负债率 (*Lev*)、营业收入增长率 (*Growth*)、资产收益率 (*ROA*)、利息保障倍数 (*Cover*)、有形资产占比 (*Tangibility*)、流动比率 (*Current*)、审计质量 (*Big4*)、产权性质 (*SOE*)、第一大股东持股比例 (*Top1*)。此外，模型 (1) 中还控制债券发行主体所在城市 j 的债券发行数量 (*Issuenum*) 和所在省份的 GDP 增长率 (*GDPg*)。本文控制了日度固定效应 (*Date*)、城市固定效应 (*City*) 和行业效应 (*Ind*)。

以上变量具体定义参见表 2。

表 2 变量定义表

变量符号	变量名称	变量定义
<i>IssueSpread</i>	债券发行利差	债券发行时的到期收益率与同日同期限国债到期收益率之差
<i>Post</i>	破产法庭设立	虚拟变量，在城市设立破产法庭后，取值为 1，否则取值为 0；若所在城市未设立破产法庭，则一直取值为 0
<i>Bondsiz</i>	债券发行规模	债券发行量（亿元）的自然对数
<i>Bondterm</i>	债券发行期限	债券发行期限（年）的自然对数
<i>Bondrate</i>	债券评级	发行时的债项评级，A-1、AA-、AA、AA+和 AAA 级分别取值为 1、2、3、4 和 5
<i>Bondput</i>	是否有可回售条款	虚拟变量，当债券投资者有权将债券回售时，取值为 1，否则为 0
<i>Bondcall</i>	是否有可赎回条款	虚拟变量，当债券发行人有权提前赎回债券时，取值为 1，否则为 0
<i>Bondsecu</i>	是否有担保措施	虚拟变量，当债券存在担保措施时，取值为 1，否则为 0
<i>Firmsize</i>	公司规模	公司资产总额的自然对数
<i>Lev</i>	资产负债率	负债总额 / 资产总额
<i>Growth</i>	营业收入增长率	(营业收入-上年营业收入) / 上年营业收入
<i>ROA</i>	资产收益率	净利润 / 资产总额
<i>Cover</i>	利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额 / 利息费用
<i>Tangibility</i>	有形资产占比	有形资产总额 / 资产总额
<i>Current</i>	流动比率	流动资产 / 流动负债
<i>Big4</i>	审计质量	虚拟变量，公司审计师为四大会计师事务所时，取值为 1，否则为 0
<i>SOE</i>	产权性质	虚拟变量，公司实际控制人为国有性质时，取值为 1，否则为 0
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	公司第一大股东的持股比例
<i>Issuenum</i>	债券发行数量	债券发行主体所在城市当日的债券发行数量
<i>CorpRate</i>	债券主体评级	债券发行主体评级，BBB、BBB+、A-、A、A+、AA-、AA、AA+、AAA-、和 AAA 级分别取值为 1、2、3、4、5、6、7、8、9 和 10
<i>GDPg</i>	GDP 增长率	债券发行主体所在省份年度的 GDP 增速

五、实证分析

(一) 描述性统计

表 3 列示了主要变量的描述性统计结果。结果显示, 债券发行利差 (*IssueSpread*) 的均值为 2.162, 最小值为 0.522, 最大值为 5.839; *Post* 的均值为 0.375, 说明样本中有超过三分之一的观测值受到破产法庭设立的影响。其余变量的取值分布均在合理范围之内。

表 4 报告了主要变量相关系数。结果显示, 债券发行利差 *IssueSpread* 与 *Post* 的相关系数为 -0.162, 但由该相关关系并不能推断破产法庭设立降低了债券的发行利差: 首先, 在未考虑债券特征、公司特征以及控制固定效应的情形下, 难以判定债券利差的下行是由破产法庭设立导致的; 其次, 该负相关关系一定程度上反映了 2018 至 2020 年期间我国债券发行利差的下行趋势, 要识别破产法庭设立产生的效应须做进一步考察。*IssueSpread* 与 *SOE* 的相关系数为 -0.225, 说明国有企业的债券发行利差较低。其余变量的相关系数显示, *Bondrate* 与 *Firmsize* 相关系数较高, 为 0.583, 说明债项评级与发行人的资产规模正相关。其余相关系数的大小均在可接受范围内, 说明模型变量不存在严重的共线性问题。

表 3 变量描述性统计

	N	Mean	Sd	Min	Max
<i>IssueSpread</i>	5451	2.162	1.312	0.522	5.839
<i>Post</i>	5451	0.375	0.484	0	1
<i>Bondsize</i>	5451	20.667	0.681	18.951	22.227
<i>Bondterm</i>	5451	1.401	0.371	0.693	2.303
<i>Bondrate</i>	5451	4.544	0.672	1	5
<i>Bondput</i>	5451	0.281	0.450	0	1
<i>Bondcall</i>	5451	0.203	0.402	0	1
<i>Bondsecu</i>	5451	0.103	0.304	0	1
<i>Firmsize</i>	5451	25.316	1.401	22.480	28.191
<i>Lev</i>	5451	0.629	0.13	0.246	0.858
<i>Growth</i>	5451	0.185	0.333	-0.411	2.032
<i>ROA</i>	5451	0.02	0.018	-0.001	0.089
<i>Cover</i>	5451	-7.387	105.996	-804.788	386.645
<i>Tangibility</i>	5451	0.236	0.182	-0.170	0.731
<i>Current</i>	5451	1.898	1.636	0.227	13.500
<i>Big4</i>	5451	0.127	0.333	0	1
<i>SOE</i>	5451	0.874	0.332	0	1
<i>Top1</i>	5451	82.399	25.462	16.910	100
<i>Issuenum</i>	5451	2.128	1.599	1.000	10
<i>GDPg</i>	5451	0.061	0.009	0.033	0.083

表 4 变量相关系数

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) <i>IssueSpread</i>	1									
(2) <i>Post</i>	-0.162***	1								
(3) <i>Bondsize</i>	-0.194***	0.238***	1							
(4) <i>Bondterm</i>	-0.179***	-0.184***	-0.086***	1						
(5) <i>Bondrate</i>	-0.352***	0.297***	0.461***	-0.064***	1					
(6) <i>Bondput</i>	-0.096***	-0.061***	-0.078***	0.346***	-0.133***	1				
(7) <i>Bondcall</i>	0.475***	0.200***	0.161***	-0.306***	0.221***	-0.202***	1			
(8) <i>Bondsecu</i>	0.113***	-0.112***	-0.205***	0.204***	0.083***	-0.007	-0.070***	1		
(9) <i>Firmsize</i>	-0.220***	0.359***	0.579***	-0.127***	0.583***	-0.126***	0.261***	-0.369***	1	
(10) <i>Lev</i>	0.129***	0.200***	0.174***	-0.210***	0.215***	-0.056***	0.301***	-0.129***	0.449***	1
(11) <i>Growth</i>	0.022	-0.049***	-0.048***	0.006	-0.048***	0.095***	-0.024*	0	-0.045***	0.013
(12) <i>ROA</i>	-0.073***	0.074***	0.032**	-0.133***	0.128***	0.081***	-0.036***	-0.033**	-0.024*	-0.149***
(13) <i>Cover</i>	-0.031**	0.040***	0.049***	-0.070***	0.075***	-0.01	0.021	-0.055***	0.089***	0.014
(14) <i>Tangibility</i>	-0.045***	-0.243***	-0.217***	0.258***	-0.346***	0.105***	-0.304***	0.195***	-0.506***	-0.755***
(15) <i>Current</i>	0.119***	-0.268***	-0.236***	0.298***	-0.400***	0.067***	-0.207***	0.227***	-0.432***	-0.424***
(16) <i>Big4</i>	-0.063***	0.173***	0.214***	-0.083***	0.220***	0.005	0.097***	-0.091***	0.234***	0.174***
(17) <i>SOE</i>	-0.225***	-0.001	0.088***	0.116***	0.048***	-0.271***	0.132***	-0.003	0.022	-0.073***
(18) <i>Top1</i>	-0.070***	-0.043***	-0.011	0.169***	-0.092***	-0.072***	-0.039***	0.004	-0.003	-0.133***
(19) <i>Issuenum</i>	-0.096***	0.378***	0.197***	0.051***	0.264***	-0.095***	0.185***	-0.043***	0.354***	0.145***
(20) <i>GDPg</i>	0.117***	-0.042***	0.062***	-0.016	-0.013	-0.082***	0.157***	-0.01	0.024*	0.076***
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
(11) <i>Growth</i>	1									
(12) <i>ROA</i>	0.083***	1								
(13) <i>Cover</i>	-0.028**	0.102***	1							
(14) <i>Tangibility</i>	0.011	-0.016	-0.093***	1						
(15) <i>Current</i>	-0.002	-0.188***	-0.179***	0.551***	1					
(16) <i>Big4</i>	-0.044***	0.191***	0.014	-0.128***	-0.204***	1				
(17) <i>SOE</i>	-0.085***	-0.399***	-0.070***	0.076***	0.130***	-0.158***	1			
(18) <i>Top1</i>	0.017	-0.312***	-0.037***	0.135***	0.210***	-0.314***	0.350***	1		
(19) <i>Issuenum</i>	-0.082***	-0.034**	0.005	-0.196***	-0.173***	0.101***	0.102***	0.023*	1	
(20) <i>GDPg</i>	-0.069***	0.011	-0.023*	-0.131***	-0.032**	0.016	0.077***	0.001	0.246***	1

注：*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

(二) 单变量检验

本文分别在是否设立破产法庭样本中，统计了破产法庭设立前后债券发行利差 (*IssueSpread*) 的均值差异情况，相关结果如表 5 所示。表 5 中，本文对于同省未设立破产法庭的城市，按照本省首次设立破产法庭日期划分设立前后样本。

表 5 结果显示，在破产法庭设立前，设立破产法庭样本的 *IssueSpread* 的均值为 2.136，显著低于未设立样本的均值 2.733，两者具有显著的差异；破产法庭设立后，设立样本的 *IssueSpread* 均值下降为 1.889，未设立样本 *IssueSpread* 的均值降低至 1.987，两者债券发行利差的差异大幅缩小。对两组 *IssueSpread* 均值变动的差异检验结果表明，设立破产法庭样本的债券发行利差的下降幅度 (0.247) 显著低于未设立破产法庭样本 (0.746)。以上结果说明，债券发行利差整体呈现下降趋势，但相较于未设立城市破

产法庭的城市，设立城市的债券发行利差下降程度更低。即设立破产法庭后，设立城市相对非设立城市的债券发行利差更高，符合本文的理论预期。

表 5 债券发行利差的单变量检验

<i>IssueSpread</i>	设立前		设立后		MeanDiff
	N1	Mean1	N2	Mean2	
设立	1613	2.136	2047	1.889	0.247***
未设立	1228	2.733	563	1.987	0.746***
MeanDiff		-0.597***		-0.098*	-0.499***

注：*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。均值差异检验采用 t 统计量。

（三）破产法庭与债券发行市场化

1. 破产法庭与债券发行利差

本文使用模型（1）实证研究破产法庭对债券发行利差的影响，结果如表 6 所示。其中（1）列仅控制日期、城市与行业固定效应，*Post* 的回归系数在 1%的水平上显著为正，系数大小为 0.320。（2）列在控制固定效应的基础上考虑了债券特征变量，（3）列进一步控制发债主体特征与地区特征变量，*Post* 的回归系数仍显著为正，且模型 r^2 有所提高，说明债券特征、发行主体特征和地区特征变量无法完全解释债券利差的变化，破产法庭显著提高了债券发行利差。从回归系数来看，（3）中 *Post* 的系数为 0.084，说明破产法庭设立后，新发债券的信用利差平均提高了 0.084，约是样本均值的 3.88%。以上结果说明，破产法庭设立后，债券发行利差显著上升，与本文的理论预期相符。

表 6 破产法庭与债券发行利差

	(1)	(2)	(3)
		<i>IssueSpread</i>	
<i>Post</i>	0.320*** (4.943)	0.132*** (3.021)	0.084** (2.047)
<i>Bondsize</i>		-0.032 (-1.400)	0.053** (2.533)
<i>Bondterm</i>		-0.237*** (-6.034)	-0.046 (-1.250)
<i>Bondrate</i>		-0.774*** (-21.992)	-0.698*** (-18.357)
<i>Bondput</i>		-0.154*** (-4.263)	-0.352*** (-10.843)
<i>Bondcall</i>		2.041*** (50.998)	2.048*** (51.869)
<i>Bondsecu</i>		0.632*** (12.281)	0.430*** (7.393)
<i>Firmsize</i>			-0.103*** (-6.136)
<i>Lev</i>			0.620*** (3.935)

<i>Growth</i>			-0.018 (-0.515)
<i>ROA</i>			-5.836*** (-7.307)
<i>Cover</i>			-0.0001 (-1.004)
<i>Tangibility</i>			-0.410*** (-3.834)
<i>Current</i>			0.033*** (3.414)
<i>Big4</i>			-0.050 (-1.279)
<i>SOE</i>			-1.363*** (-22.865)
<i>Top1</i>			-0.001 (-1.387)
<i>Issuenum</i>			0.017* (1.669)
<i>GDPg</i>			12.512*** (3.730)
<i>_cons</i>	2.042*** (71.785)	6.176*** (14.144)	6.745*** (13.323)
<i>Date</i>	Yes	Yes	Yes
<i>City</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5451	5451	5451
<i>r2_a</i>	0.261	0.659	0.729

注：表中括号内为系数的稳健 t 值，*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

2. 破产法庭与债券发行门槛

本文认为，破产法庭的设立有助于降低债券市场的进入门槛，使得更多主体、资质相对更低的主体能够进入债券市场进行直接融资。本文首先对债券发行量以及新发债券主体评级进行了分样本均值差异检验，相关结果如表 7 所示。其中，Panel A 对债券发行数量的统计结果显示，破产法庭设立后，设立样本 *Issuenum* 的均值显著增加，而未设立样本的均值无显著变化，说明破产法庭成立后新发债券的数量显著增加。Panel B 对债券主体评级的统计结果显示，破产法庭设立后，设立与未设立城市的新发债券的主体评级均显著提高，但设立城市的主体评级的增加相对更小。这说明，相对于未设立破产法庭城市，破产法庭设立后，新发债券主体评级相对更低。

表 7 破产法庭与债券发行门槛的单变量检验

	设立前		设立后		MeanDiff
	N1	Mean1	N2	Mean2	
Panel A: 债券发行数量 (<i>Issuenum</i>)					
设立	1613	2.003	2047	2.906	-0.903***
未设立	1228	1.352	563	1.352	0
		0.651***	2610	1.554***	-0.903***

Panel B: 债券主体评级 (<i>CorpRate</i>)					
设立	1613	9.234	2047	9.51	-0.276***
未设立	1228	7.981	563	8.393	-0.411***
		1.252***	2610	1.117***	0.135**

注：*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

本文进一步使用 DID 模型，实证检验破产法庭设立后债券发行量以及新发债券主体评级的变化特征，相关结果如表 8 所示。结果显示，*Post* 对 *Issuenum* 和 *CorpRate* 的回归系数显著为负。以上结果说明，破产法庭成立之后，新发债券的数量显著增加，并且新发债券的主体评级整体更低。

表 7 和表 8 的结果说明，破产法庭有助于推动债券发行端市场化，降低债券市场的进入门槛。破产法庭设立后，新发债券的数量更多，并且更多资质较低的主体得以进入债券市场。

表 8 破产法庭与债券发行门槛

	(1)	(2)
	<i>Issuenum</i>	<i>CorpRate</i>
<i>Post</i>	0.131** (2.309)	-0.072*** (-2.850)
<i>IssueSpread</i>	0.036* (1.670)	-0.051*** (-3.167)
<i>Bondsize</i>	-0.111*** (-3.635)	0.037*** (3.055)
<i>Bondterm</i>	0.608*** (11.317)	-0.017 (-0.784)
<i>Bondrate</i>	0.018 (0.447)	1.189*** (23.278)
<i>Bondput</i>	-0.087** (-2.134)	-0.037* (-1.949)
<i>Bondcall</i>	0.031 (0.449)	0.144*** (3.605)
<i>Bondsecu</i>	0.203*** (3.260)	-1.601*** (-27.059)
<i>Firmsize</i>	0.138*** (6.346)	0.150*** (9.991)
<i>Lev</i>	-0.222 (-0.974)	-0.445*** (-4.566)
<i>Growth</i>	0.070 (1.476)	0.051** (2.268)
<i>ROA</i>	-0.837 (-0.726)	2.716*** (5.135)
<i>Cover</i>	-0.000 (-1.462)	0.00002 (0.372)
<i>Tangibility</i>	0.405** (2.467)	-0.202*** (-2.869)

<i>Current</i>	0.014 (0.983)	-0.016*** (-2.599)
<i>Big4</i>	-0.059 (-1.044)	0.094*** (4.433)
<i>SOE</i>	-0.077 (-1.079)	0.076** (2.081)
<i>Top1</i>	-0.00003 (-0.042)	0.001*** (3.587)
<i>Issuenum</i>		0.001 (0.172)
<i>GDPg</i>	11.516*** (2.770)	-2.211 (-1.139)
<i>_cons</i>	-0.728 (-1.032)	-0.440 (-1.536)
<i>Date</i>	Yes	Yes
<i>City</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	5451	5451
<i>r2 a</i>	0.618	0.897

注：表中括号内为系数的稳健 t 值，*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

3. 破产法庭与债券定价市场化

破产法庭完善了债券违约处置的市场化机制，有助于提高市场的价值发现功能，建立以企业基本面与财务状况为基础的市场化定价机制，即破产法庭的设立提高了债券发行利差对风险因素的敏感性。本文实证检验了破产法庭成立是否提高了债券发行利差对关键风险因素（公司规模、盈利能力和下行风险）的敏感性，相关实证结果如表 9 所示。

其中（1）列，根据债券发行主体资产规模“行业-年”中位数的高低，设置了公司规模相对高低的虚拟变量（*HFirmsize*），交乘项系数显示，*HFirmsize*×*Post* 在 1%的水平上显著为负，说明破产法庭成立后，债券发行利差对公司规模的敏感性显著提高。

（2）列结果显示，根据债券发行主体资产收益率“行业-年”中位数的高低，设置了盈利能力相对高低的虚拟变量（*HROA*），交乘项 *HROA*×*Post* 的系数在 1%的水平上显著为负，说明破产法庭成立后，债券发行利差对公司盈利能力的敏感性显著增强。

（3）列为下行风险的相关实证结果。在实证研究中，大量学者将业绩下行风险（*RER*）作为企业财务困境的代理变量（贺小刚等，2017）。本文借鉴 Miller and Leiblein（1996）的方法，以过去 5 年内公司年资产收益率（*ROA*）相对于目标水平的期望差

距的根下二阶矩衡量企业下行风险，计算公式为 $RER_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{5} \sum_{t=1}^5 (ROA_{i,t-1} - iROA_{i,t-1})^2}$ 。其中 $ROA_{i,t-1}$ 是企业 *i* 在第 *t-1* 年的实际资产收益率， $iROA_{i,t-1}$ 是企业 *i* 于 *t-1* 年所在行业的年平均资产收益率，即目标值。计算公式的条件为公司年资产收益率低于目标值，若公司年资产收益率高于目标值，则取值为 0。在此基础上，本文根据债券发行主体下行风险“行业-年”中位数，设置了下行风险相对高低的虚拟变量（*HRER*）。结果显

示, 交乘项 $HRER \times Post$ 的系数在 10% 的水平上显著为正, 说明破产法庭成立后, 债券发行利差对公司下行风险的敏感性显著增强。

表 9 破产法庭与债券定价市场化

	(1)	(2)	(3)
		<i>IssueSpread</i>	
<i>Post</i>	0.170*** (3.344)	0.168*** (3.475)	0.083* (1.923)
<i>HFirmSize</i>	-0.079*** (-2.031)		
<i>HFirmSize</i> × <i>Post</i>	-0.161*** (-3.293)		
<i>HROA</i>		-0.024 (-0.765)	
<i>HROA</i> × <i>Post</i>		-0.192*** (-4.269)	
<i>HRER</i>			-0.008 (-0.227)
<i>HRER</i> × <i>Post</i>			0.081* (1.763)
其他控制变量	Yes	Yes	Yes
<i>Date</i>	Yes	Yes	Yes
<i>City</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
N	5451	5451	5050
r^2_a	0.728	0.728	0.733

注: 表中括号内为系数的稳健 t 值, *, **和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

(四) 进一步分析

1. 破产法庭与投资者保护

破产法庭是法治化建设成果的重要体现, 有助于增强对投资者的利益保护。本文从债券投资者类型和宏观制度环境两个方面, 实证检验破产法庭对投资者保护的积极作用, 相关结果如表 10 所示。

随着债权人保护程度的提高, 个人投资者参与债券市场的意愿和动力更强, 特别是对于一般公众投资者, 破产法庭的设立有助促进更多公众投资者的进入, 提高债券市场活力。本文根据债券投资人类型, 设置公众投资者类型的虚拟变量 ($PIInvestor$), 当债券的合格投资者类型为“公众投资者”时取值为 1, 为“仅限合格投资者”或“仅限合格机构投资者”时取值为 0。(1) 列的结果显示, $PIInvestor \times Post$ 的系数在 1% 的水平上显著为正, 这说明, 破产法庭促进了公众投资者投资较高收益债券的意愿。

破产法庭的设立提升了司法审判的专业性与独立性, 弥补了破产程序中司法执行的不足, 能有效提高投资者对地方司法保护的信心, 从而提高投资意愿。本文采用世

界银行发布的司法信心指数衡量区域司法水平,该指数衡量了调查者面临商业纠纷时,对当地法律体系能够公正解决纠纷的信心有多大。本文根据各省司法信心得分的中位数,设置了地方司法信心高低的虚拟变量 *HJudicial_Confidence*。表 10 列 (2) 的回归结果显示, *HJudicial_Confidence* 与 *Post* 的交互项系数在 5% 的水平上显著为负,表明在司法水平较为滞后的地区,破产法庭的设立有效弥补了司法程序中的薄弱环节,对于提高投资者购买较高收益债券的动力具有更为积极的促进作用。

表 10 投资者保护的进一步分析

	(1)	(2)
	<i>IssueSpread</i>	
<i>Post</i>	-0.033 (-0.629)	0.339** (2.542)
<i>PInvestor</i>	-0.058** (-2.062)	
<i>PInvestor</i> × <i>Post</i>	0.198*** (4.315)	
<i>HJudicial_Confidence</i> × <i>Post</i>		-0.262** (-2.048)
其他控制变量	Yes	Yes
<i>Date</i>	Yes	Yes
<i>City</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
N	5451	5451
<i>r2_a</i>	0.730	0.729

注:表中括号内为系数的稳健 t 值, *、**和***分别表示 10%、5%和 1% 的显著水平。

2. 破产法庭与政府隐性担保

政府隐性担保是扭曲债券定价机制的重要因素。对于国有企业,国有债券发行人即使因经营不善等原因导致债券到期无力偿还,政府也更可能会为其“输血”、“兜底”乃至“埋单”,因而国有企业的债券发行利差更低(方红星等, 2013)。本文预期,破产法庭有助于缓解债券违约的刚性兑付和隐性担保,从而降低因产权性质导致的债券发行利差的差异。表 11 的 (1) 列结果显示,产权性质 (*SOE*) 与 *Post* 的交互项的系数在 1% 的水平显著为正,这说明破产法庭有助于缓解产权性质对债券发行利差的负向作用,缓解产权性质差异,推动债券市场的市场化进程。

本文进一步从政府担保动机和担保能力探讨破产法庭在缓解债券市场政府隐性担保中的作用。政府担保动机方面,地区失业率是各级地方政府可比的政绩诉求目标之一。当面临较高的失业率时,地方政府因就业安置压力可能会强化对地方企业的行政干预(逯东等, 2014)。本文以地区失业率 *Unemployment* 衡量地方政府的隐性担保动机。表 11 的 (2) 列结果显示,地区失业率 *Unemployment* 与 *Post* 的交互项系数在 5% 的水平显著为正,说明破产法庭的设立能够有效缓解政府隐性担保动机对债券发行利差的负向作用。

政府担保能力方面，地方政府的财政状况是衡量地方政府隐性担保能力的重要指标。若地方政府具备强大的财政实力，债券投资者预期，当企业发生债券违约时，地方政府会凭借其财政力量为公司债务兜底，此时投资者预期该公司的债券违约概率较低，企业将获得较低的债券发行利差。本文参考类承曜、陈瀚斌（2021）的方法，以地区人均 *GDP* 衡量地方政府的隐性担保能力。表 11 的（3）列结果显示，地区人均 *GDP* 与 *Post* 的交互项系数在 10% 的水平显著为正，说明破产法庭的设立能够缓解政府隐性担保能力对债券发行利差的负向作用，促进债券定价市场化。

表 11 政府隐性担保的进一步分析

	(1)	(2)	(3)
		<i>IssueSpread</i>	
<i>Post</i>	-0.172 (-1.624)	-0.018 (-0.315)	-0.039 (-0.691)
<i>SOE</i>	-1.495*** (-21.559)		
<i>SOE</i> × <i>Post</i>	0.295*** (2.876)		
<i>Unemployment</i>		9.370 (0.836)	
<i>Unemployment</i> × <i>Post</i>		8.611** (2.524)	
<i>GDP</i>			-0.306 (-1.343)
<i>GDP</i> × <i>Post</i>			0.284* (1.667)
其他控制变量	Yes	Yes	Yes
<i>Date</i>	Yes	Yes	Yes
<i>City</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5451	4925	4976
<i>r2_a</i>	0.730	0.725	0.724

注：表中括号内为系数的稳健 t 值，*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

3. 破产法庭与地区金融发展程度

破产法庭设立对债券市场的作用受当地金融市场化水平的影响，完善的金融基础设施建设、发展的金融市场为破产法庭作用发挥提供了制度保障。因此，本文预期，破产法庭对债券利差的作用在金融发展程度较高的地区更明显。本文采用市场化指数（王小鲁等，2019）中的“要素市场发育得分”子指数衡量各省份的金融市场化水平，并根据各省份的金融市场化程度得分的中位数，设置金融市场化水平高低的虚拟变量，*HFin_Mar_index*。此外，本文也考察了地区信贷资金分配的市场化程度，根据各“信贷资金分配市场化”得分的中位数，设置信贷资金分配市场化高低的虚拟变量，*HFin_Credit_index*。表 12 第（1）和（2）列结果显示，*HFin_Mar_index*×*Post* 和

$HFin_Credit_index \times Post$ 的回归系数均显著为正, 即当地金融市场化水平越高、信贷资金分配市场化程度越高, 则破产法庭设立后债券发行利差的上升幅度越大。该结果表明, 在金融市场化程度较高的地区, 破产法庭设立对于提升投资者购买高风险债券的意愿, 推动高收益债券市场的发展发挥了更显著的作用。

表 12 地区金融发展程度的进一步分析

	(1)	(2)
	<i>IssueSpread</i>	
<i>Post</i>	-0.038 (-0.660)	-0.015 (-0.265)
<i>HFin_Mar_index \times Post</i>	0.162*** (2.704)	
<i>HFin_Credit_index \times Post</i>		0.133** (2.221)
其他控制变量	Yes	Yes
<i>Date</i>	Yes	Yes
<i>City</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
N	5451	5451
<i>r2_a</i>	0.729	0.729

注: 表中括号内为系数的稳健 t 值, *, **和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

(五) 稳健性检验

1. 平行趋势检验

为验证 DID 检验的有效性, 本文检验了处理组与控制组在破产法庭设立前是否具有平行趋势。参考 Beck *et al.* (2010) 的做法, 其在平行趋势检验中对政策冲击当年 (即时间点 0) 予以剔除。本文基于日度数据分析破产法庭设立对债券发行利差的影响。一方面, 与股票市场相较, 债券交易活跃度与债券定价的有效性较弱; 另一方面, 成立破产法庭的相关信息在正式设立前即通过新闻媒体等渠道为社会公众所获知, 并对债券市场产生影响, 此外破产法庭运作所产生的效用也需要一定时间方能充分显现, 债券定价在破产法庭设立前后事件区间的异常波动可能会影响实证结果。综合考虑以上因素, 我们以 30 天为单位划分时间区间, 同时剔除处于事件区间 (-30, 30) 的样本以提升实证检验结果的有效性。模型 (2) 是我们选用的动态 DID 检验模型, 具体的时间区间划分情况参见表 13。 D^t ($t=-2, \dots, 6$) 是破产法庭设立相对时间的虚拟变量。就 D^{-2} 而言, 对于债券发行主体所在城市, 若处于破产法庭设立前 (-90, -60) 时间区间则取值为 1, 否则取值为 0; 若所在城市未设立破产法庭, 则取值为 0。

$$IssueSpread_{i,t} = \alpha + \beta_1 D^{-2} + \beta_2 D^{-1} + \beta_3 D^1 + \dots + \beta_8 D^6 + \delta Controls + Date + City + Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

平行趋势检验的回归结果如表 14 所示。可以看出,在破产法庭设立前,时间虚拟变量 D^{-2} 与 D^{-1} 的系数均不显著。但破产法庭设立后,在加入控制变量的情形下, D^2 与 D^3 的系数分别为 0.193 和 0.194,均在 5%的水平上正向显著,表明破产法庭设立后,设立城市的债券发行利差有所上升。图 3 的平行趋势图显示,在破产法庭设立前的(-90,-30)时间区间,影响效应在 0 附近波动,说明不存在显著影响;自破产法庭设立后的(60,90)时间区间起,时间虚拟变量前的系数与 0 出现明显偏离,影响效应变得显著为正,说明破产法庭设立地区的债券发行利差与设立前相较有显著提升,并且破产法庭设立对债券发行利差的正向作用具有一定持续性。

表 13 平行趋势检验时间区间划分

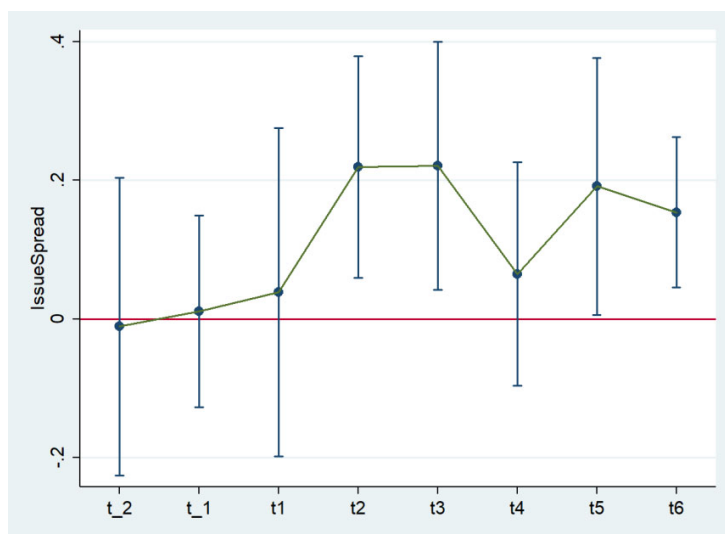
	t_2	t_1	t1	t2	t3	t4	t5	t6
虚拟变量	D^{-2}	D^{-1}	D^1	D^2	D^3	D^4	D^5	D^6
Day	(-90,-60)	(-60,-30)	(30,60)	(60,90)	(90,120)	(120,150)	(150,180)	>180

表 14 平行趋势检验回归结果

	(1)	(2)
	<i>IssueSpread</i>	
D^{-2}	0.179 (1.184)	-0.037 (-0.341)
D^{-1}	0.018 (0.134)	-0.015 (-0.215)
D^1	0.108 (0.652)	0.012 (0.101)
D^2	0.337*** (2.792)	0.193** (2.363)
D^3	0.395*** (2.715)	0.194** (2.129)
D^4	0.283* (1.896)	0.039 (0.469)
D^5	0.163 (1.030)	0.165* (1.746)
D^6	0.487*** (5.447)	0.128** (2.298)
其他控制变量	No	Yes
Date	Yes	Yes
City	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
N	5126	5126
r2_a	0.265	0.729

注:表中括号内为系数的稳健 t 值,*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

图3 平行趋势检验



2. 更换研究样本

本文通过更换样本进行稳健性检验。考虑到直辖市地区没有未设立破产法庭的城市作为对照,本文首先剔除了样本中破产法庭设立省份中的四个直辖市进行回归分析,如表15列(1)所示,回归结果中 *Post* 的系数仍然正向显著。其次,本文将未设立破产法庭的省份一并纳入回归分析,表15列(2)显示此时 *Post* 的系数亦保持正向显著。

表15 更换样本与 PSM 的稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
		<i>IssueSpread</i>	
<i>Post</i>	0.158** (2.553)	0.086** (2.511)	1.059*** (3.144)
其他控制变量	Yes	Yes	Yes
<i>Date</i>	Yes	Yes	Yes
<i>City</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
N	3215	8603	1743
<i>r</i> ₂ _a	0.743	0.736	0.693

注:表中括号内为系数的稳健 t 值, *、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

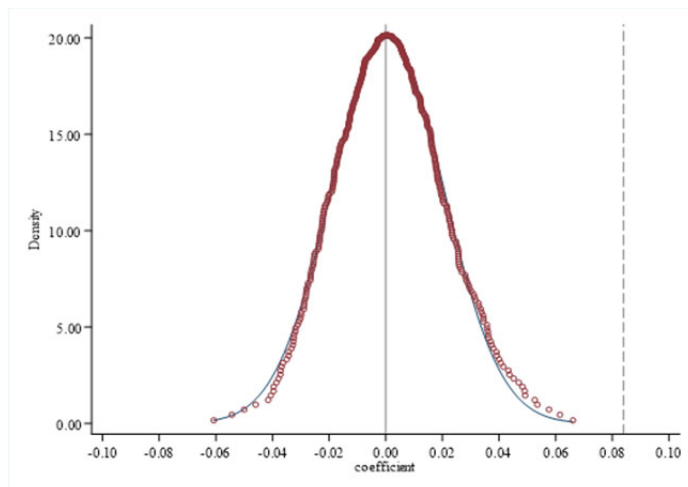
3. PSM 检验

为缓解样本选择偏差的潜在影响,本文进一步进行 PSM 的稳健性检验。具体地,对 *Post*=1 使用 PSM 核匹配的方法,在同行业同年度中匹配 *Post*=0 的观测值,匹配变量为模型 1 中的所有控制变量,基于匹配样本的实证结果如表 15 的列 (3) 所示。结果显示, *Post* 系数在 1%的水平上显著为正,即破产法庭设立后,债券发行利差显著提升,与前文结论一致。

4. 安慰剂检验

为进一步增强本文研究结论稳健性，本文进行了如下的安慰剂测试：在实证样本中，通过随机抽样的方式生成实验组和控制组样本，基于虚拟的实验组和控制组样本重复模型 1 的实证过程。在进行 500 次的随机过程后，本文统计了 *Post* 的系数的分布情况，如图 4 所示。结果显示，*Post* 系数呈现正态分布，且均值与 0 无显著差异。这说明，随机生成实验组后，破产法庭对债券发行利差无显著影响。

图 4 安慰剂检验结果



六、 研究结论

随着我国债券市场规模的发展壮大，债券违约呈现出常态化趋势。违约是债券市场化运作的必然结果，而破产则是债券违约处置的重要路径。然而，我国破产法律制度并不完善，过去长时间的政府刚性兑付和隐性担保使得市场化的破产退出机制难以真正实现，破产执行难问题突出，阻碍了债券市场的发展。“法与金融”的研究表明，法律法规及其实施质量深刻地影响了一国金融市场的深度与广度，促进了股票市场和银行信贷市场的发展，但缺少对债券市场的探讨。本文利用我国破产法庭在各城市的设立试点，探讨破产执法质量的提高对于债券市场发展的影响。

破产法庭的设立有助于缓解破产执法中的过度行政干预，提升了破产执法的司法独立性，同时提高了破产执法的专业化程度、降低了破产办理时间和办理成本，促进了我国债券违约破产退出机制的建立完善，有助于债券发行的市场化。同时，破产法庭提高了债权清偿率，对于债券投资者保护具有积极作用，这有助于增强市场参与者投资于低资质公司的意愿。本文研究发现，破产法庭设立后，破产法庭设立城市的债券发行利差提高，债券发行数量增加，债券发行主体的资质有所下降。这意味着破产法庭的设立降低了债券市场门槛，促使更多的发行主体进入债券发行市场，推动了债券市场的发展。同时，破产法庭促进了市场的价值发现功能，提高了债券发行定价对关键风险因素（如公司规模、盈利能力和下行风险）的敏感性。破产法庭设立后，“公

众投资者认购和交易”类别的债券以及在司法信心水平较低地区的债券的发行利差上升幅度更大，这说明破产法庭提高了投资者对地区司法保护的信心，从而提高公众投资者对较高收益债券的投资意愿。与此同时，破产法庭设立一定程度上缓解了政府隐性担保导致的价格扭曲现象，主要体现为国有企业债券发行利差显著提升，隐性担保动机与能力更强地区的企业债券发行定价更高。

本文研究对于法治中国建设与中国特色社会主义市场经济发展具有积极的政策寓意。“法治”不仅是系统的法律结构，更强调运用法律治理国家的过程。面对快速变迁的社会环境与纷繁复杂的社会矛盾，法律制度本身永远无法穷尽现实社会中的层出不穷的纠纷与问题。只有通过司法实践不断完善法律执行，“纸面法律”才能焕发生机与活力，彰显其指引价值，这也是“法治中国”的应有之义。法治有利于规范和约束政府行为、建立维护自由平等竞争的市场秩序。“社会主义市场经济本质上是法治经济”，这要求我们完善社会主义市场经济法律制度，从而实现“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。¹³ 专业破产法庭的设立是我国建立市场化和法治化退出机制的有益探索，有助于让政府从行政干预中摆脱出来，形成市场各方自主博弈、风险自担的风险分担机制，促进债券定价的价值回归，从而降低债券市场进入门槛，强化债券的市场定价机制，这为通过法治建设推动我国高收益债券市场的建立和多层次资本市场的发展提供了重要的理论证据。以法治建设为市场化改革保驾护航，有助于厘清、理顺市场和政府的关系，对推动债券市场的市场化进程具有一定的政策意义。

“Open Access. This article is distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License which permits any use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original author(s) and the source are credited.”

参考文献

- 蔡万科、唐丁祥，2011，“中小企业债券市场发展：国际经验与创新借鉴”，《证券市场导报》第12期，58-64+73。
- 窦鹏娟，2016，“新常态下我国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑”，《法学评论》第2期，143-153。
- 方红星、施继坤、张广宝，2013，“产权性质、信息质量与公司债定价——来自中国资本市场的经验证据”，《金融研究》第4期，170-182。
- 辜胜阻、庄芹芹、曹誉波，2016，“构建服务实体经济多层次资本市场的路径选择”，《管理世界》第4期，1-9。
- 贺小刚、朱丽娜、杨婵、王博霖，2017，“经营困境下的企业变革：‘穷则思变’假说检验”，《中国工业经济》第1期，135-154。

¹³ 资料来源：“中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定”，2013年11月12日中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议通过。http://www.gov.cn/jrzq/2013-11/15/content_2528179.htm。

- 姜军、申丹琳、江轩宇、伊志宏，2017，“债权人保护与企业创新”，《金融研究》第11期，128-142。
- 类承曜、陈瀚斌，2021，“地方政府隐性担保对城投债发行利差的影响”，《非市场化机制与债券定价》课题研究报告，中国人民大学中债研究所。
- 李曙光、王佐发，2011，“中国《破产法》实施三年的实证分析—立法预期与司法实践的差距及其解决路径”，《中国政法大学学报》第2期，58-79+159。
- 刘伟，2015，“市场经济秩序与法律制度和法治精神”，《经济研究》第1期，14-16。
- 逯东、孙岩、周玮、杨丹，2014，“地方政府政绩诉求、政府控制权与公司价值研究”，《经济研究》第1期，56-69。
- 鲁桐、党印，2015，“投资者保护、行政环境与技术创新：跨国经验证据”，《世界经济》第10期，99-124。
- 陆晓燕，2020，“‘府院联动’的建构与边界—围绕后疫情时代市场化破产中的政府定位展开”，《法律适用》第17期，89-99。
- 罗煜、何青、薛畅，2016，“地区执法水平对中国区域金融发展的影响”，《经济研究》第7期，118-131。
- 彭叠峰、程晓园，2018，“刚性兑付被打破是否影响公司债的发行定价？—基于‘11超日债’违约事件的实证研究”，《管理评论》第12期，3-12。
- 钱雪松、方胜，2017，“担保物权制度改革影响了民营企业负债融资吗？—来自中国《物权法》自然实验的经验证据”，《经济研究》第5期，146-160。
- 钱颖一，2000，“市场与法治”，《经济社会体制比较》第3期，1-11。
- 申广军，2016，“比较优势与僵尸企业：基于新结构经济学视角的研究”，《管理世界》第12期，13-24+187。
- 沈炳熙、曹媛媛，2014，《中国债券市场30年改革与发展》，北京：北京大学出版社。
- 王博森、吕元稹、叶永新，2016，“政府隐性担保风险定价：基于我国债券交易市场的探讨”，《经济研究》第10期，155-167。
- 王万珺、刘小玄，2018，“为什么僵尸企业能够长期生存”，《中国工业经济》第10期，61-79。
- 王小鲁、樊纲、胡李鹏，2019，《中国分省份市场化指数报告（2018）》，北京：中国社会科学文献出版社。
- 王欣新、徐阳光，2014，“中国破产法的困境与出路—破产案件受理数量下降的原因及应对（上）”，《商事审判指导》第1期。
- 王雄元、高开娟，2017，“如虎添翼抑或燕巢危幕：承销商、大客户与公司债发行定价”，《管理世界》第9期，42-59+187-188。
- 王永钦、徐鸿恂，2019，“杠杆率如何影响资产价格？—来自中国债券市场自然实验的证据”，《金融研究》第2期，20-39。
- 汪莉、陈诗一，2015，“政府隐性担保、债务违约与利率决定”，《金融研究》第9期，66-81。
- 王叙果、沈红波、钟霖佳，2019，“政府隐性担保、债券违约与国企信用债利差”，《财

- 贸经济》第12期, 65–78。
- 王占浩、郭菊娥、薛勇、刘子晗, 2015, “‘11超日债’事件对投资者刚性兑付信念的影响—基于事件研究法”, 《证券市场导报》第3期, 45–52。
- 魏锋、薛飞, 2010, “债权人权利保护法律颁布的市场反应—基于法和金融理论的研究”, 《财经研究》第4期, 134–143。
- 魏明海、赖婧、张皓, 2017, “隐性担保、金融中介治理与公司债券市场信息效率”, 《南开管理评论》第1期, 30–42。
- 徐阳光, 2016, “破产案件审判庭设置的正当性证成”, 载《人民法院报》, 2016年5月25日第7版。
- 尹玉芹, 谢庭树, 2021, “破产与债券违约交叉相关问题及处理”, 国浩律师事务所, 2021年3月4日, <https://mp.weixin.qq.com/s/A6DqInJoh2rhJB7rIkRhyA>。
- 袁康、汪舒楠, 2021, “破产重整中的违约债券处置及其利益平衡”, 《中国软科学》第5期, 185–192。
- 张健华、王鹏, 2012, “银行风险、贷款规模与法律保护水平”, 《经济研究》第5期, 18–30+70。
- 张军, 2021, “债券市场改革与投资者风险意识研究—来自公司债券发行定价的证据”, 《证券市场导报》第1期, 56–63。
- 张一林、蒲明, 2018, “债务展期与结构性去杠杆”, 《经济研究》第7期, 32–46。
- 赵保国、龙文征, 2007, “信用评级中的违约率、违约概率研究”, 《中央财经大学学报》第1期, 38–43。
- 郑馨、周先波、陈宏辉、杨甜, 2019, “东山再起: 怎样的国家制度设计能够促进失败再创业? —基于56个国家7年混合数据的证据”, 《管理世界》第7期, 136–151+181。
- 郑志刚、邓贺斐, 2010, “法律环境差异和区域金融发展—金融发展决定因素基于我国省级面板数据的考察”, 《管理世界》第6期, 14–27+187。
- 周恒宇, 2020, “《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》正式发布”, 《人民司法》第22期。
- Allen, F., Qian J., and Qian, M. (2005), ‘Law, Finance and Economic Growth in China’, *Journal of Financial Economics* 77 (1): 57–116.
- Araujo, A. P. D., Ferreira, R., and Funchal, B. (2012), ‘The Brazilian bankruptcy law experience’, *Journal of Corporate Finance* 18 (4): 994–1004.
- Beck, T., Levine, R., and Levkov, A. (2010), ‘Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States’, *The Journal of Finance* 65 (5): 1637–1667.
- Becker, B. and Josephson, J. (2016), ‘Insolvency resolution and the missing high-yield bond markets’, *Review of Financial Studies* 29 (10): 2814–2849.
- Berkowitz, D., Lin, C., and Ma, Y. (2015), ‘Do property rights matter? Evidence from a property law enactment’, *Journal of Financial Economics* 116 (3): 583–593.
- Chemin, M. (2012), ‘Does court speed shape economic activity? Evidence from a court reform in India’, *Journal of Law Economics and Organization* 28 (3): 460–485.

- Coffee, J. C. (2007), 'Law and the Market: The Impact of Enforcement', *University of Pennsylvania Law Review* 156 (2): 229–311.
- Collin-Dufresne, P., Goldstein, R. S., and Martin, J. S. (2001), 'The Determinants of Credit Spread Changes', *The Journal of Finance* 56 (6): 2177–2207.
- Crosbie, P. and Bohn, J. (2003), 'Modeling default risk: A new structural approach', Moody's KMV Technical Report.
- Djankov, S., Hart, O., McLiesh, C., and Shleifer, A. (2008), 'Debt enforcement around the world', *Journal of Political Economy* 116 (6): 1–64.
- Djankov, S., McLiesh, C., and Shleifer, A. (2007), 'Private credit in 129 countries', *Journal of Financial Economics* 84 (2): 299–329.
- Ergungor, O. E. (2004), 'Market- vs. bank-based financial systems: Do rights and regulations really matter?', *Journal of Banking and Finance* 28 (12): 2869–2887.
- Fan, H. and Sundaresan, S. M. (2000), 'Debt valuation, renegotiation, and optimal dividend policy', *Review of Financial Studies* 13 (4): 1057–1099.
- Francois, P. and Morellec, E. (2004), 'Capital structure and asset prices: Some effects of bankruptcy procedures', *Journal of Business* 77 (2): 387–411.
- Gross, T., Kluender, R., Liu, F., Notowidigdo, M. J., and Wang, J. (2021), 'The economic consequences of bankruptcy reform', *American Economic Review* 111 (7): 2309–2341.
- Hackbarth, D., Hennessy, C. A., and Leland, H. E. (2007), 'Can the trade-off theory explain debt structure?', *Review of Financial Studies* 20 (5): 1389–1428.
- Haselmann, R. F.H., Pistor, K., and Vig, V. (2010), 'How law affects lending', *Review of Financial Studies* 23 (2): 549–580.
- Jiang, J. (2008), 'Beating earnings benchmarks and the cost of debt', *The Accounting Review* 83 (2): 377–416.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997), 'Legal determinants of external finance', *The Journal of Finance* 52 (3): 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1998), 'Law and finance', *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (2000), 'Agency problems and dividend policies around the world', *The Journal of Finance* 55 (1): 1–33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Pop-Eleches C., and Shleifer, A. (2004), 'Judicial Checks and Balances', *Journal of Political Economy* 112 (2): 445–470.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (2006), 'What Works in Securities Laws?', *The Journal of Finance* 61 (1): 1–31.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (2008), 'The economic consequences of legal origins', *Journal of Economic Literature* 46 (2): 285–332.
- Layton, M. A. (2008), 'Is Private Securities Litigation Essential for the Development of China's Stock Markets', *New York University Law Review* 83 (6): 1948–1978.

- Leland, H. E. and Toft, K. B. (1996), 'Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads', *The Journal of Finance* 51 (3): 987–1019.
- Lilienfeld-Toal, U., Mookherjee, D., and Visaria, S. (2012), 'The distributive impact of reforms in credit enforcement: Evidence from Indian debt recovery tribunals', *Econometrica* 80 (2): 497–558.
- Livingston, M., Poon, W. P. H., and Zhou, L. (2018), 'Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry', *Journal of Banking and Finance* 87: 216–232.
- Madan, D. and Unal, H. (2000), 'A Two-Factor Hazard Rate Model for Pricing Risky Debt and the Term Structure of Credit Spreads', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (1): 43–65.
- McLean, R. D., Zhang, T. Y., and Zhao, M. (2012), 'Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth', *The Journal of Finance* 67 (1): 313–349.
- Merton, R. C. (1974), 'On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates', *The Journal of Finance* 29 (2): 449–470.
- Miller, K. D. and Reuer, J. J. (1996), 'Measuring Organizational Downside Risk', *Strategic Management Journal* 17 (9): 671–691.
- Ponticelli, J. and Alencar, L. S. (2016), 'Court enforcement, bank loans, and firm investment: Evidence from a bankruptcy reform in Brazil', *Quarterly Journal of Economics* 131 (3): 1365–1413.
- Shleifer, A. and Wolfenzon, D. (2002), 'Investor protection and equity markets', *Journal of Financial Economics* 66 (1): 3–27.
- Vig, V. (2013), 'Access to collateral and corporate debt structure: Evidence from a natural experiment', *The Journal of Finance* 68 (3): 881–928.
- Visaria, S. (2009), 'Legal reform and loan repayment: The microeconomic impact of debt recovery tribunals in India', *American Economic Journal: Applied Economics* 1 (3): 59–81.
- Weber, M., Duffy, J., and Schram, A. (2016), 'An Experimental Study of Bond Market Pricing', *The Journal of Finance* 73 (4): 1857–1892.