

# 企业破产、重整与市场机制的完善

梁鸿飞

**摘要:** 破产制度是一种维护市场信用的履约还债激励机制。无论是破产清算还是重整,都是为了使市场主体行为受到制度上的激励和约束。制定统一、规范的企业破产法,建立企业破产和重整制度,这仅仅是完善市场机制的第一步。问题的关键还在于法律的正确实施上。从完善市场机制的需要出发,新的破产法出台以后,有必要明确法院在解决企业破产问题上的主导性和独立地位,以树立法律的权威。与法院的主导性和独立地位同等重要的是执法的公正性,企业破产、重整制度的激励约束作用的发挥在相当程度上取决于法院对于此类案件的公正判决,取决于法院正确断案的概率。

**关键词:** 破产制度 市场机制 激励和约束 信用

## 一、引言

破产是企业退出市场的一种机制,而重整则是企业再生的途径。在市场经济中,企业的破产、重整和企业的诞生、发展一样重要,都是正常的市场生态现象。从某种意义上说,“物竞天择,适者生存”这个自然法则在市场生态环境中也是适用的;否则,如果企业只许生不能死,只许进不能退,那么市场竞争就将偃旗息鼓,市场机制也将失去用武之地。毫无疑问,这样的结果必将导致市场生态的严重恶化。其实,破产不仅是企业经营陷入困境的一种表现,也是企业寻求自救出路的一种方式。企业的破产在维护债权人的合法权益的同时也在一定程度上保护了作为债务人的企业的利益。从这个意义上说,企业破产制度是否健全和完善,无疑是衡量一个国家市场经济成熟程度的重要标志。从世界范围来看,无论是东方还是西方,无论是经济发达国家还是发展中国家,只要实行市场经济,都会坚定不移地把破产制度作为完善市场经济制度的基石和保护债权人利益的一种有效的制度安排。

企业破产制度的完善与破产法的制定和推行是分不开的。在一些经济转型国家,破产法在经济改革过程中发挥着举足轻重的作用,被奉为经济改革中的“宪法”。我国在改革初期的1986年就制定了针对国有企业的破产法,但是,由于产权改革长期滞后、职工安置困难重重以及政府对国有企业的“父爱主义”情结,国有企业破产步履维艰。而非国有企业

的破产并不适用这部破产法,而是适用民事诉讼法。这种法律上的不统一不可避免地造成了企业破产行为的不规范,甚至影响到市场经济的正常秩序。“该死的”死不了,不该死的却早早死掉,企业破产的正当性和市场竞争的公平性受到质疑。在经济改革不断深化的时代背景下,十届全国人大常委会于2006年8月27日通过了新的《中华人民共和国企业破产法》。新的企业破产法适用于我国境内的所有企业法人,实现了破产法律制度的统一,标志着我国市场经济运行机制的进一步完善。更重要的是,新的企业破产法不仅规范了企业破产程序,而且创造性地构建了企业重整的法律制度。这项法律制度既遵循了现代企业制度和国际惯例,又符合我国的具体国情,有利于实现市场生态的良性循环。

一个健全和完善的机制不仅是一种资源配置手段,更是一种激励和约束手段。企业作为市场经济的主体,它们几乎无一例外地都是市场竞争的参与者和决策者,必须为其市场行为和决策后果负责,这是市场机制使然。市场竞争在力量对抗上虽然也有大小、强弱之分,其竞争的激烈程度也不亚于自然界的生存竞争,然而市场竞争与自然界的生存竞争并不能简单地划等号。这是因为,市场竞争必须遵循公平交易、诚实守信的基本原则。这个基本原则是数千年人类文明智慧的重要成果。破产制度就是建立在公平和诚信基础之上的一个对市场主体行为进行激励和约束的市场机制。

在一般情况下,企业的破产往往是由于对外负

债而引起;若无债务则无所谓破产。债务的发生必然涉及借贷关系,而借贷关系的确立是以双方当事人的约定为条件的。企业作为债务人的诚信履约行为是解除借贷关系和维持市场正常运行的前提。相反,企业的违约行为则很容易成为导致债务纠纷的一个直接诱因。一旦企业违约,债务纠纷就难以避免。破产法律制度正是为了有效解决债务纠纷和制止违约行为而创设的。尽管经济学意义上的企业破产仅仅是指企业不能清偿到期债务因而处于资不抵债时的一种状态,但是从法律实践方面看,破产就是对市场失信行为的一种有效制约。无论是破产清算,还是重整,实际上都是对失信者的惩罚,只不过惩罚的方式和惩罚的力度不同罢了。如果实施破产清算,那么企业的经营活动将被迫中止,债权人将依法占有企业的某些资产,从而使其债务得到清偿。而重整则不同,它是一种企业拯救措施,是为了避免那些具有一定规模的公司企业陷于破产而实施的一种补救办法。其目的是通过对企业实行强制治理,使其恢复生机。如果重整失败,那么破产清算还是不可避免。因此,破产清算和重整都可以对陷入困境的企业形成强大的外部压力,从而对违约失信行为进行有效制约。从辩证的角度看,对失信者的惩罚也就是对守信者的奖赏。这正是企业破产法律制度所要达到的一个重要的政策目标。

统一的破产法律制度是对企业破产、重整现象进行理论分析的前提。这是因为,法律的统一使得市场机制的激励和约束作用得以彰显,也使得衡量市场竞争的公平性有了统一的尺度,从而使得惩治违约、褒奖诚信有了一个可以共同遵循的合理依据。自从信息经济学兴起以来,学术界关于企业破产和重整的研究大多从信息不对称市场的角度来展开。一个普遍接受的观点是,在借贷市场上,只有作为债务人的企业才能真正了解投资项目的产出结果,因此债权人的最优安排就是一份附有破产条款的债务合约。破产条款可以激励企业偿还债务。从已有的文献来看,关于企业破产和重整问题的研究主要有两类:一类假定企业一旦违约就会导致破产清算(Diamond, 1984; Gale and Hellwig, 1985; Stiglitz and Weiss, 1981);另一类假定企业违约并不一定导致破产清算,而是通过债务再谈判或重整使企业恢复活力并偿还债务(Aghion and Bolton, 1989; Bester, 1985, 1994; Rajan, 1992; Scheepens, 1995)。第一类文献的假定条件虽然凸显了破产这一市场机制的约束作用,但与实际情况差距甚大。事实上,企业处于破产状态并不总是带来清算。许多国家的破产法都

规定了处于资不抵债的破产状态的企业的重整条款。在破产法律制度比较健全的美国也是如此。从这个角度来看,第二类文献的假定更加符合企业赖以生存的市场生态条件。在统一的破产法律制度下,这也许就是对企业破产问题进行客观分析的一个理论出发点。

## 二、企业破产与诚信履约激励模型

### (一)基本假定

在信息不对称的借贷市场中,由于债务人的投资回报是债权人不能公开观察到的内部信息,因此道德风险问题将十分严重:成功的企业(债务人)可能是一个守信的人——他自觉地履行合约,还清债务;也可能是一个失信的人——他假称项目失败,拒付债款。如果法院的判决不是维护市场的诚信原则,而是在某些行政力量的干预之下使那些失信企业的资产免遭清算,那么逃债就成为有利可图的事。在这种情况下,成功的企业就得到了额外的利润,而债权人则要背负起本不该由它承担的沉重的债务。显然,这种现象是与破产法的立法宗旨相背离的。因此,从完善市场约束机制的需要出发,本文首先对法院的执法行为作出以下两个基本假定:

第一,假定在破产法施行过程中,法院作为执法机关在案件审理中处于主导地位,并具有完全的独立性,其执法行为不受政府部门的干预;法院对于破产案件的审理主要依据法律规定以及与案情有关的客观证据。

第二,假定法院对于破产案件的裁决将视处于破产状态的债务人的诚信程度而定:如果债务人确实诚实守信,同时没有任何证据表明债务人为了逃避债务而实施了欺诈行为,那么法院将裁定债务人重整;否则,债务人必须进行破产清算。

同时,本文对于借贷关系以及借贷合约的形成也作出以下假定:

第一,假定借贷关系发生在信贷市场中的企业和银行之间,企业是借款人和债务人,银行是贷款人和债权人,借贷双方都是风险中性者。

第二,假定企业正在承担一个投资项目,投资额为 $I$ 。这个投资项目可能成功,也有可能失败。项目成功时得到收益 $R_s$ ,成功的概率为 $p$ ;项目失败时得到收益 $R_f$ ,失败的概率为 $1-p$ 。其中, $R_f < I < R_s$ 。这就意味着,当项目成功时,企业的收益足以抵偿最初的投资;若项目失败,则企业的收益不仅不能抵偿其投资,还会造成亏损。项目的收益不取决于企业的努力程度。企业投资项目的基本情况是公共信

息。企业自有资金不足以完成此项投资,因此必须从银行借入数量为  $I$  的资金;否则,企业就将失去投资机会。由于信息不对称,企业的内部人不花费任何成本就能够观察到项目的实现情况,但银行这个债权人只有在债务人的资产被清算之后才能观察到项目回报情况。

第三,假定企业对项目的管理要好于外部人(包括银行)的管理,因此项目资产的清算需要付出很高代价。银行对项目收益  $R$  的评估值为  $(0 < \alpha < 1)$ ,与实际价值的差额为  $(1 - \alpha)R$ 。在这种情况下,银行一般采取标准的债务合约形式。在外部给定的存款利率水平(为了研究方便,假定利率为  $0$ )下,银行可贷资金的供给是无限的。债务合约用  $T(L, C)$  表示,其中  $L$  表示借款企业应该向银行偿还的贷款本金和利息,  $L > I$ ;  $C$  表示借款企业抵押给银行的资产。

第四,假定债务人拥有一定数量的个人财产  $W$ ,但这些财产不能直接用于项目投资(因为不具备流动性)。企业所有者的个人财产将有一部分设定抵押用以担保银行贷款,所以  $0 < C < W$ 。当企业不能如期偿还贷款时,抵押品将被银行占有。抵押品的转移涉及交易成本  $(1 - \beta)C$ ,其中  $0 < \beta < 1$ ,因此银行评估担保品价值为  $\beta C$ 。合约同时规定,当债务人不支付借款时,银行可以申请债务人破产,以此确保债务如期偿还。当然,如果债务人资不抵债,他也同样可以向法院申请破产。

### (二) 破产诉讼

在上述假定条件下,如果企业投资失败,便立即陷入财务危机,履约还债几不可能,违约则是其面临的选择。在作为债务人的企业违约的情况下,债权人不得不提出破产申请,将债务人诉至法院。然而,法院受理破产申请之后首先必须弄清楚企业破产的真正动机和原因,以便确认企业有没有实施“假破产、真逃债”的欺诈行为。为了弄清真相,受理破产案件的法院将通过如下假设检验方法来作出一个基本判断:

$H_0$ : 被告没有实施“假破产、真逃债”的欺诈行为;

$H_1$ : 被告实施了“假破产、真逃债”的欺诈行为。

检验结果表明,法院对于债务人破产动机的判断与债务人所属类型有关。所有申请破产(可能是被迫申请,也可能是主动申请)的债务人都可以区分为两类:一类债务人投资项目的失败是一种假象,他实际上取得了成功(但他可能表面上装出失败的样子);另一类债务人的投资项目却是真正失败了。如果投资成功的债务人申请破产,这就说明它不是没

有偿债能力,而是不愿意如期履行债务,偿还借款。这就不免有欺诈之虞。

法院的正确判断对于债务人的诚信度将会产生直接影响。假定法院对于债务人的破产动机作出正确判断的概率为  $E$ ,  $\frac{1}{2} < E < 1$ 。这个假定保证了法院正确断案的概率在一般情况下能够达到 50% 以上。根据上述假设检验条件,债务人的诚信度将随着法院正确断案概率的变化而发生相应变化。我们用  $S$  表示投资项目成功的企业,成功概率为  $s$ ,投资项目失败的企业用  $F$  表示,失败的概率为  $f$ 。如果法院对于成功企业的成功概率作出正确判断的概率为  $E$ ,那么它把成功企业判断为失败企业的概率就是  $1 - E$ ;同样,如果法院对于失败企业的失败概率作出正确判断的概率为  $E$ ,那么它把失败企业判断为成功企业的概率就是  $1 - E$ 。如表 1 所示。

表 1 企业类型与法院对于破产企业正确判断的概率

企业类型	正确断案概率	
	(企业成功概率 $s$ )	(企业失败概率 $f$ )
成功企业 $S$	$E$	$1 - E$
失败企业 $F$	$1 - E$	$E$

事实上,无论法院把成功的企业看作失败的企业,还是把失败的企业看作成功的企业,都表明法院对企业真正的破产动机的判断出现了严重偏差。这种偏差很可能被诚信度差的企业所利用,为“假破产、真逃债”提供可乘之机。

### (三) 履约激励与借贷双方的博弈

我们采用如下博弈来分析企业(债务人)和银行(债权人)的履约行为。在博弈的最初阶段,银行为了向企业提供债务合约  $T(L, C)$  而展开竞争。如果企业发现没有一份合约可被接受,在这种情况下,博弈结束,各参与方都得到零收益。另一种选择是,在满足企业的个人理性约束的条件下,企业接受了对它最有利的合约。通过竞争,银行向企业提供合约并得到零期望利润。然后,银行将数额为  $I$  的资金贷放给企业,企业由此可以承担投资规模为  $I$  的项目。那些不能提供合约的银行得到零收益。

我们的分析总是保持以下假定条件:

$$I > R_f + W \quad \dots\dots\dots (1)$$

$$R_s > R_f \quad \dots\dots\dots (2)$$

$$pR_s + (1 - p)R_f > I \quad \dots\dots\dots (3)$$

$$p[E R_s + (1 - E) R_f] + (1 - p)[(1 - E) R_s + E R_f] + W < I \quad \dots\dots\dots (4)$$

假定(1)式排除了 Baro (1976) 和 Benjamin

(1978)关于债务担保的定义,在那里,借款者只有在担保价值超过应付债务时才去履约还债。由于 $L > 1$ ,债务总额大于投资额,这意味着,如果违约不至于带来进一步的后果,那么成功的债务人就会选择违约。因此,为了防范违约,实施破产程序是必要的,这也意味着违约将会给银行带来风险:如果项目失败了,那么银行就不能按贷款额 $L$ 收回全部贷款。

假定(2)说明,债权人从清算一个成功的债务人的资产中获得的期望收益超过从企业重整中获得的收益。如果这个不等式不能成立,那么银行就不会要求任何一个债务人申请破产,因为这样做只会带来损失。

假定(3)意味着企业的经营是有利可图的,投资项目可以带来正的净现值。

假定(4)是指这样一种情形,即成功的企业总是会向债务人假称不能履行债务。银行对此所做的反应是绝不提供债务豁免。在这种情况下,要是不考虑担保额,根据假定(4),银行就会得到负的期望利润。假定(4)的结果是,银行将提供这样一份合约,让说假话的企业不能得到最优选择。

在银行贷出资金之后,围绕企业的履约还债问题,借贷双方进行了如下博弈:

第一,企业投资项目的回报情况只有企业内部人能够观察到,银行不是企业的内部人,不可能了解企业投资回报的真实情况,因此当企业违约时银行一般认为企业以银行贷款进行的投资已经失败。

第二,根据假定,失败的企业没有能力偿还债务 $L$ ,因为 $L > I > R_f$ ,于是它不得不选择违约。成功的企业则有两种选择:或者偿还债务,因为 $L < R_s$ ,企业有能力还债;或者假称不能履约。当然,成功的企业也可能采取混合战略:既可能假称项目失败,不能履约,又可能偿还债务。我们用 $d$ 表示成功企业假称项目失败的概率( $0 \leq d \leq 1$ ),而偿还债务的概率为 $(1 - d)$ 。在成功企业还款的情况下,博弈结束,企业得到的利润为 $R_s - L$ ,银行得到一个正的收益 $L - I$ 。如果银行被告知债务人不能履约(或者由失败的企业告知,或者由采取欺骗战略的成功企业告知),那么银行将占有企业设定抵押的担保资产,博弈进入下一个阶段。

第三,对于违约的企业,银行或者申请其破产,或者提供一份新的合约。如果银行提供新合约,那么在新合约中,企业的债务被削减到投资项目失败的企业所能承担的最大数额。银行也可能会采取混合战略:既可能对违约企业进行部分债务豁免,并向企业提供一份新的合约;也可能强迫违约企业破产。

我们用 $e$ 表示银行提供债务豁免的概率(其中, $0 \leq e \leq 1$ )。在提供债务豁免的情况下,博弈结束,银行得到的收益为 $R_f + C - I$ ,成功的企业得到 $R_s - R_f - C$ ,而失败的企业得到 $-C$ 。

第四,如果银行向法院申请违约的企业破产,法院通过一个简单的检验方法来确定作为债务人的企业是否真的没有能力还债。根据上面的假定,法院作出正确判断的概率为 $E(\frac{1}{2} < E < 1)$ 。如果法院认定企业有欺诈行为,就是说,企业虽然取得了项目的成功并且有能力履行债务但却假称不能履行债务,那么银行就会接管项目,占有违约企业的担保资产并对企业加以清算。而且,实施欺诈行为的违约企业还要受到处罚,处罚数额为 $H > 0$ 。对于法院的判决不存在事后再谈判的空间。如果违约企业没有实施欺诈行为,但它毕竟已经违约并给作为债权人的银行带来了财产损失,那么在这种情况下它就有可能被重整。在企业被破产清算的情况下,银行得到的收益与豁免债务时得到的收益相同,即都是 $R_f + C - I$ 。但在破产情况下,成功企业的期望收益为 $(1 - E)(R_s - R_f) - EH - C$ ,失败的企业收益为 $-(1 - E)H - C$ 。

在借款企业有可能出现违约情形的情况下,借贷双方的收益取决于以下几个方面:债务合约 $T(L, C)$ ,外生的来自法院方面的参数 $E$ 和 $H$ ,以及均衡行为 $(d, e)$ 。我们用 $U(L, C, E, H, d, e)$ 表示企业的期望收益,用 $V(L, C, E, H, d, e)$ 表示银行的期望利润。

在上述博弈的四个阶段中,任何给定的债务合约 $T(L, C)$ 都会导致一个次博弈完美均衡。如果存在一个均衡 $(d, e)$ ,使得 $U(L, C, E, H, d, e) \geq 0$ ,且 $V(L, C, E, H, d, e) \geq 0$ ,那么债务合约 $T(L, C)$ 就是可以被借贷双方接受的可行合约。

### 三、破产与企业还债约束机制

#### (一)企业破产选择

根据上述模型假定条件,当借款企业声称不能履约还债时,银行有两种可能的选择:或者通过债务再谈判免除企业的部分债务,或者向法院申请企业破产。我们假定,在银行声明不会向违约企业提供债务豁免的情况下,这些企业将直接面临破产的可能。因为根据借贷合约,当违约情形发生时,银行作为债权人的权力是由合约明确规定的,因此银行从维护其自身利益的需要出发有权要求企业破产。我国新的破产法也明确规定:债务人不能清偿到期债

务时,债权人可以向人民法院提出对债务人进行破产清算的申请。

在企业破产进入诉讼程序后,信贷市场的不对称信息将会直接或间接地影响到破产案件审理的质量。在本文给出的模型中,我们假定法院对破产案件作出正确判决的概率  $E$  的取值空间为  $(\frac{1}{2}, 1)$ , 即法院最差的判案概率  $E$  超过 50%, 最好的断案概率  $\bar{E}$  不足 100%。实际上,法院断案的正确概率很有可能偏离  $(\frac{1}{2}, 1)$  这个取值空间。这种断案结果将会影响信贷市场的借贷行为以及债权人权益的保障程度。

假定法院断案的正确概率存在最差  $E$  和最好  $\bar{E}$  这两种情形,且最好的情形更多,  $\bar{E} > E$ 。在均衡条件下,如果银行事前声明反对和借款企业进行债务再谈判,不同意对企业进行重整,那么信贷市场将会出现以下几种情况:

第一,如果法院断案的正确概率连最低标准都达不到,即  $E < \underline{E}$ ,那么法院对破产诉讼案件的判决将在很大程度上失去公信力。在这种情况下,信贷市场将会出现欺诈盛行的局面,对借贷双方都有利的可行的信贷合约将不可能在信贷市场出现。

第二,如果法院断案的正确概率超过最低标准,即  $E > \underline{E}$ ,那么法院的判决将会对信贷市场的欺诈行为产生一定的抑制作用,并具有相当的公信力。在这种情况下,信贷市场将会出现对借贷双方都有利的可行的信贷合约。我们把这种可行的信贷合约称为  $T(\underline{L}, \underline{C})$ 。在信贷市场均衡条件下,银行的期望利润为零,即  $V(\underline{L}, \underline{C}, E, H, \underline{d}, e = 0) = 0$ ,企业假称不能履约还债的概率也为零,即  $\underline{d} = 0$ ;同时,在可行的信贷合约中将会有最优担保数额  $\underline{C}$  存在。

第三,如果法院断案的正确概率低于最高标准,即  $E < \bar{E}$ ,那么在可行的信贷合约中,企业的最优担保数额  $\underline{C}$  将会随着断案准确率  $E$  和法院处罚力度  $H$  的上升而严格递减。这是因为,法院断案越准确,对说谎企业的违约行为实施惩罚的力度越大,其公信力越强,对诚实守信的企业履约还债的激励越大。在这种情况下,担保对于确认企业信用能力所发挥的作用就相应下降了。

第四,如果法院断案的正确概率超过最高标准,即  $E > \bar{E}$ ,这就意味着法院断案的正确概率达到了 100%,所有说谎的企业都将受到处罚。在这种情况下,企业的最优担保数额为零,即  $\underline{C} = 0$ 。这就意味着,信贷市场上只剩下诚实的企业,它们的信用能力已经不需要借助于担保这种形式来加以确认了。

## (二) 破产对不同类型企业的约束作用

在银行声明不会免除违约企业的部分债务的情况下,如果法院断案准确率比较高 ( $\underline{E} < E < \bar{E}$ ),那么企业在履约还债方面所受到的约束作用将取决于两大主要因素:投资项目成功的概率  $p$  和贷款担保数额  $C$ 。

当企业投资项目风险较大,取得成功的概率较低时,企业就会认为项目的失败是一种客观的必然,而项目的成功则纯粹是由于其自身的努力。在这种情况下,企业就更加倾向于占有投资项目的全部收益(因为它更加相信这是一种风险回报),而拒绝履约还债,所以投资项目的高风险很可能会增加成功的企业逃债的激励。

在破产法律制度健全的条件下,由于法院的正确断案和对欺诈行为的严厉处罚对逃债企业形成了威慑作用,因此企业从逃债中得到的回报将会由于法院的制裁而丧失。与此同时,企业的逃债激励还有可能由于较高的贷款担保要求而被抵消,因为较高的担保要求可以迫使企业采取诚实的履约行为。所以,较高的担保要求对于高风险企业的履约还债行为可以发挥正面的激励作用和积极的约束作用。

另一方面,对于投资项目风险较小因而成功率比较高的企业来说,它们通常也愿意接受相对高的担保要求,以显示自己的低风险类型,使银行能够确信它有履约还债的诚意。

在高风险企业和低风险企业都愿意提供较高担保数额的情况下,如果信贷市场的竞争导致利率与担保要求呈现此消彼长的负相关关系,那么银行为了扩大收益往往会根据借款企业的风险类型采取不同的授信方式:对那些具有明确可观察到的风险的债务人(即成功率相对较低的企业)要求提供较高数额的担保,同时执行标准的贷款利率;对那些风险较小也比较安全的债务人(即成功率相对较高的企业)则要求提供较小数额的担保,同时贷款利率会有所提高。

可见,在银行声明不免除企业债务的情况下,如果破产法律制度比较健全,那么高风险类型的企业将会由于较高的担保要求而受到严格的约束,低风险类型的企业将会由于较低的担保要求而减少担保方面的费用负担,它们受到了正面的还债激励。所以说,破产对于企业还债具有积极的激励和约束意义。在受到还款激励的情况下,企业的还款行为就可以揭示出关于项目投资成效的私人信息:项目成功的企业都将主动偿还债务;只有项目不成功的企业才会向银行提出不能履行债务的报告。“假破产、

真逃债”的情形将受到最大限度的抑制。这样,市场的诚信度将随之提高。

#### 四、重整与企业还债激励机制

##### (一) 企业重整的条件

一般而言,企业重整是从债务再谈判开始的。而债务再谈判的前提条件是银行并不反对就期初债务合约进行修改。在本文给出的模型中,只有在破产程序没有造成任何债务成本损失的情况下,即在银行对项目收益的评估与项目实际价值的差额为零( $\beta = 1$ )且破产法院断案的准确率达到 100% ( $E = 1$ ) 时,才有可能从根本上杜绝企业假称项目失败而故意违约的情形( $d = 0$ ),也才能完全避免银行向企业提供债务豁免的情形( $e = 0$ )。如果  $\beta < 1$ ,或者  $E < 1$ ,那么信贷市场中借贷双方订立的可行合约就不可能得到完全履行。因此,债务再谈判将不可避免。

如果债务再谈判成为可能,那么成功企业谎称项目失败而故意违约的情形和真正出现项目失败的企业被迫违约的情形将会出现混同。在这种情况下,银行作为债权人将不能从作为债务人的企业的还款行为中推断出其投资项目的真实情况。在观察到违约行为发生之后,银行将会改变它对投资项目的实际成效的看法。根据贝叶斯法则,已经取得成功的企业事后违约的概率为:

$$G(d^*) = \frac{pd}{(pd + 1 - p)}$$

上式中,  $p$  是项目成功的概率,  $d$  是成功的企业谎称项目失败的概率。

当成功的企业向银行拒付债款的概率达到  $d^*$  时,银行将不能严格区分给借款企业提供债务豁免和向法院申请企业(债务人)破产这两种选择之间的差异。这是因为,故意违约的成功企业和被迫违约的失败企业都会向银行报告,声称不能履行债务,而银行由于缺乏内部信息对报告内容的真实性将难以判断,这就容易使银行的决策陷入两难境地。

假定  $d^*$  已经给定,那么在信贷市场均衡条件下,银行将会选择采用  $e^*$  这个概率来提供债务豁免,使得成功的企业看不出履行还款责任和拒付债款之间到底有什么不同。

因此,在银行不反对就初期债务合约进行再谈判的情况下,如果借款双方已经订立可行的债务合约  $T = (L, C)$ ,那么债务再谈判博弈将取决于下列均衡条件:

$$e^* = 1 - \frac{L - R_f - C}{E(R_s - R_f + H)}$$

$$d^* = \frac{(1 - p)(1 - \beta)(1 - E)R_f}{pE(R_s - R_f)}$$

其中,  $0 < d^* < 1, e^* < 1$ 。而且,当且仅当企业提供的担保  $C$  超过某个临界担保值  $C^*$  时,才有  $e^* = 0$ 。所以,企业向贷款银行提供足额担保( $C \geq \max[0, C^*]$ )是银行同意向企业提供债务豁免并同意对企业进行重整的充分必要条件。

从企业角度看,超过临界担保值  $C^*$  以上的足额担保提高了企业的信用水平,也提高了银行对企业信用品质的评价,这就减少了借贷双方通过法院来了结债务的可能性,从而减少了由于破产清算而导致的债务成本。如果通过足额担保而获得的较高的债务豁免概率  $e^*$  给企业挽回的债务损失超过了与担保有关的直接费用,那么较多的担保就会有助于提高企业的收益,并增加企业的价值。

##### (二) 重整对企业还债的激励

在企业与银行之间的债务再谈判博弈中,要想撇开法院来解决债务纠纷几乎是不可能的。对于给定的债务合约  $T = (L, C)$ ,法院对于债务纠纷案件作出正确判决的概率  $E$  将会影响到再谈判博弈的均衡,也会影响到企业的诚信程度。在再谈判博弈均衡条件中,成功企业说谎的概率  $d^*$  将随着法院断案水平  $E$  的上升而递减。这是因为,那些“假破产、真逃债”的企业的欺诈伎俩被识破的概率越高,那么它们就项目结果说假话的激励就越低,相应的,它们履约还债的激励就越大。在这种情况下,银行将会以相对较高的概率向诚实的债务人提供债务豁免,因此在均衡条件下,银行债务豁免的概率  $e^*$  是法院正确的断案  $E$  的增函数。

另一方面,担保对借款企业收益的影响也取决于法院的断案水平。如果法院的断案水平比较低,那么担保对于均衡条件下的债务豁免概率  $e^*$  的影响就比较大。这是因为,  $E$  的值越低,则借款企业说假话的均衡概率  $d^*$  就越高,而企业担保价值  $C$  被转移的概率  $(pd^* + 1 - p)$  也就越高。因此,对于一个较低的  $E$  值而言,一定数量的担保额对借款企业还债激励的影响就比较大。当然,在任何一份既定的债务合约中,担保数额的多少都将由债务人所能提供的财产来决定,因此企业的担保水平存在着财产约束(约束条件为  $C \leq W$ )。

在企业面临重整的情况下,假定法院对于债务纠纷案件作出正确判决的概率有以下几种:断案水平最差的概率为  $E$ ,断案水平最好的概率为  $\bar{E}$ ,断案水平一般的概率为  $E^0$ 。其中  $E < \bar{E}$ ,且  $E^0 < 1$ ,那么法院的断案水平对市场均衡和企业还债激励的影

响将表现为以下几个方面：

第一,如果法院断案水平在最低标准以上,即  $E \geq \max[E^-, E^0]$ ,同时,债务人的财产价值  $W$  又足够大,那么银行对企业的信用能力就可以从债务人的财产价值方面加以确认,对于债务人可能出现的欺诈行为也能够通过最起码的法律诉讼加以防范。因此,银行会相信债务人能够受到履约还债的激励。在这种情况下,即使法院的断案水平差强人意,信贷市场中的借贷双方还是可以达成一份互利双赢的可行合约。

第二,在市场均衡条件下,要形成一份能够让银行接受的可行的合约,就必须满足银行对均衡期望收益的要求,即满足  $V(L^*, C^*, E, H, d^*, e^*) = 0$ 。如果能让银行同意对初期债务合约进行再谈判,豁免企业的部分债务并同意对企业进行重整,就必须满足借贷双方所形成的次博弈均衡条件,即满足  $0 < e^* < 1$ ,且  $0 < d^* < 1$ 。

第三,在均衡条件下的债务合约  $T^* = (L^*, C^*)$  订立过程中,银行对债务人的担保要求取决于法院对债务纠纷案件的断案水平:(1)当法院作出正确判决的概率低于市场均衡条件下的概率( $E < E^*$ )时,银行将要求债务人以其全部资产进行担保,即  $C^* = W$ ;(2)当法院作出正确判决的概率高于市场均衡条件下的概率而低于最高断案标准的概率( $E^* < E < \bar{E}$ )时,银行要求债务人提供的担保必须达到临界担保值水平,即  $C^* = C$ ,其中  $C > 0$ ,并且  $C$  随着法院断案水平  $E$  的提高而递减。但是银行向债务人提出的担保要求  $C$  与法院对那些具有欺诈行为的债务人的处罚  $H$  无关,就是说,在债务人提供足额担保的条件下,如果债务人仍然实施欺诈行为,那么法院照样可以对债务人进行处罚;(3)当法院作出正确判决的概率达到最高标准以上,即  $E \geq \max[E^*, \bar{E}]$  时,信贷市场上的欺诈行为将会销声匿迹,借贷双方之间的信任度将达到最高水平,因此,在市场均衡条件下,银行将不会要求债务人提供担保,即  $C^* = 0$ 。

总的来看,在银行同意修改合约并同意对企业进行重整的情况下,借款企业要比银行不同意修改合约时提供更多担保。尽管如此,这样做对企业也是有利的,因为企业在修改合约的情况下获得的收益要高于不能修改合约时的收益。原因很简单,合约的修改是借贷双方互相妥协的结果,同时合约的修改也是化解债务纠纷的一种手段。不然的话,如果债务纠纷发生时,借贷双方互不相让,那么债务纠纷就必须拿到法院去解决。借款企业的违约通常是产生债务纠纷的前提。于是,企业的资产就有可能

面临清算,同时企业作为债务人还必须承担资不抵债时的损失以及法院的处罚。如果银行同意对合约进行修改,就可以降低借款企业被迫申请破产和遭受处罚的可能性,从而免遭破产清算。在这种情况下,借款企业的困难处境将会由于银行的“善举”而得到改善。不过,银行的这种“善举”是以债务人具备起码的信用能力为前提的,这就是为什么在银行同意修改合约的情况下债务人必须提供更多担保的一个主要原因。

## 五、结语

众所周知,市场经济是信用经济和契约经济。信用的树立和契约的履行是市场的约束和激励机制发挥作用的结果,也是维持市场生态良性循环的基本保证。无论在任何时候、任何地方,信用维护总是要比信用的产生更加重要。在信用领域内,尽管债权人和债务人都同样承担着维护市场信用的责任,但是,相对而言,债务人的自觉履约对于市场信用的维护所发挥的作用更大。在债务人不能自觉履约的情况下,破产法律制度的建立就在制度上对信用的维护和契约的履行提供了保证。本文围绕企业破产、重整制度作为维护市场信用的一种激励和约束机制所进行的探讨正是为了证明这一点。

根据世界各国的经验,制定统一、规范的企业破产法,建立企业破产和重整制度,这仅仅是完善市场机制的第一步(当然,这也是至关重要的一步)。问题的关键还在于法律的正确实施上。本文出于研究上的需要首先对于执法机关(法院)在审理破产案件中的独立性做了假定,这是符合市场机制的内在逻辑的。同时,这也是市场机制进一步完善过程中不可避免的一个体制问题。但是,在转型经济条件下,企业破产往往容易受到来自政府部门的不正当的行政干预,法院在行政力量的排挤下很可能丧失其应有的独立性,甚至于沦为政府的附庸。这一现象值得特别关注。法院作为专门审理企业破产案件的司法机关,如果不能享有独立的、超越于行政利益之上的法律权威,那么法院判决的准确性和法律的公正性就将大打折扣。实际上,这种由于行政干预所导致的执法不公也是导致转型经济条件下市场机制发生扭曲的一个原因。从理论上说,政府作为公共服务机关,其所作所为应该尽可能限定于公共经济领域,而不应该过多涉足独立企业法人的微观经济领域,这是完善市场机制的客观要求。因此,本文认为在新的破产法出台以后,有必要明确法院在解决企业破产问题上的主导地位,以树立法律的权威。在

许多国家,破产法律制度不仅包括制定完备的法律,而且还包括建立专门审理破产诉讼案件的司法机构——破产法院。这种制度安排的目的是为了使得破产法律制度的实施更加具有强制性和约束力。一方面,法律的颁行使得对失信者的惩罚有法可依,也使得市场约束机制的作用有章可循;另一方面,法院独立地位的确立使得破产法律制度有了名副其实、分工明确的执行者,就不会成为一纸空文。

从完善市场机制的角度来看,与法院的独立地位同等重要的是执法的公正性。法院作为审理破产案件的司法机关,只有公正执法,才能发挥法律的惩恶扬善功能,抑制市场经济中的伪善和欺诈行为,使诚实守信者能够从中获得最大收益。本文认为,企业破产、重整制度的激励约束作用的发挥在相当程度上取决于法院对于此类案件的公正判决,取决于法院正确断案的概率。法院正确断案的概率越高,“假破产、真逃债”的欺诈者就越无处遁形,而诚信履约者则能够从中受益。另外,法院断案水平的提高,在彰显社会公正的同时,也能够一定程度上降低社会交易成本。所有这些方面都是一个完善、健全的市场机制不可或缺的。

#### 注释:

Gale 和 Hellwig(1985)指出:“破产是一件要付出很高代价的事情。但是,如果没有破产,那么合约的履行将受到更大限制,而且社会福利水平将会更低。”

新的破产法于 2007 年 6 月 1 日起施行。

新的破产法第 2 条规定:“企业法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,依照本法规定清理债务。企业法人有前款规定情形,或者有明显丧失清偿能力可能的,可以依照本法规定进行重整。”

Aghion 和 Bolton(1989)认为,破产的重要特征是,它构成了企业控制权的转移,但不一定导致清算。事实上,许多国家的破产法都具体规定了处于财务困境企业的重整条款。比如,在美国,其破产法第 7 章规定申请破产的企业必须清算,而第 11 章则规定企业必须重整。在破产清算的情况下,清算额等于企业的资产,其中,直接清算成本(管理成本)和间接清算成本(企业的销售额、人力资本、商誉、时间以及投资机会等)占了企业资产残值相当大的比重。作为破产清算的一种替代办法,企业重整则不会有那么大的损失。在企业重整过程中,企业的债权人(包括股东)仍然留在企业,并且将其对企业债权置换为重整后的企业的新债权。因此,从经济合理的原则出发,重整制度的建立有助于企业破产制度的完善。

破产法律制度可以为不同的政策目标服务。一般而言,破产制度最直接、最基本的政策目标应该包括以下三个方面:第一,调节债权人之间的利益冲突,防止各个债权人为了得到企业债务的优先受偿权而展开竞争;第二,作为一种市场生态调节工具,把那些经济上无效率的企业淘汰出市场;第三,作为一种促进市场信誉的还债激励机制,使那些负

债累累又经营不善的企业能够切实地感受到破产的威胁。总的来看,这三个政策目标都与市场机制的完善密切相关。

破产法规定,破产申请可以由债务人提出,或者由债权人以及“依法负有清算责任的人”提出。

破产法第 127 条规定:“债务人违反本法规定,拒不向人民法院提交或者提交不真实的财产状况说明、债务清册、债权清册、有关财务会计报告以及职工工资的支付情况和社会保险费用的缴纳情况的,人民法院可以对直接责任人员依法处以罚款。”

根据本文的假定,在债务再谈判博弈中,银行的决策变量是  $e$ ,这是银行提供债务豁免的概率;成功的企业决策变量是  $d$ ,这是投资项目取得最佳收益之后企业谎称不能履行债务的概率。

#### 参考文献:

1. Aghion, Ph. and Bolton, P., 1989. "The Financial Structure of the Firm and the Problem of Control." *European Economic Review*, 33, pp. 286 - 293.
2. Aghion, Ph.; Hart, O. and Moore, J., 1992. "The Economics of Bankruptcy Reform." *Journal of Law, Economics and Organization*, 8, pp. 523 - 546.
3. Barro, R. J., 1976. "The Loan Market, Collateral and Rates of Interest." *Journal of Money, Credit and Banking*, 8, pp. 439 - 456.
4. Benjamin, D., 1978. "The Use of Collateral to Enforce Debt Contracts." *Economic Inquiry*, 16, pp. 333 - 359.
5. Bester, H., 1985. "Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information." *American Economic Review*, 75, pp. 850 - 855.
6. Bester, H., 1994. "The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation." *Journal of Money, Credit and Banking*, 26, pp. 72 - 86.
7. Diamond, D. W., 1984. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring." *The Review of Economic Studies*, 51, pp. 393 - 414.
8. Gale, D. and Hellwig, M., 1985. "Incentive - compatible Debt Contracts: The One - period Problem." *Review of Economic Studies*, 52, pp. 647 - 663.
9. Gertner, R. and Schaffstein, D., 1991. "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law." *Journal of Finance*, 46, pp. 1 189 - 1 222.
10. Rajan, R. G., 1992. "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's - length Debt." *Journal of Finance*, 47, pp. 1 367 - 1 400.
11. Scheepens, J. P. J. E., 1995. "Bankruptcy Litigation and Optimal Debt Contracts." *European Journal of Political Economy*, 11, pp. 535 - 556.
12. Stiglitz J. E., 1972. "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Takeovers." *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 3, pp. 458 - 482.
13. Stiglitz, J. E. and Weiss, A., 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *American Economic Review*, 71, pp. 393 - 410.

(作者单位:北京大学政府管理学院 北京 100871)  
(责任编辑:K)