·经济学研究·
DOI:10.20004/j.cnki.ujn.2025.05.012

中小债权人、投资者保护与代理成本

方　政,张晓峰

(山东大学 管理学院,山东 济南 250100)

[摘　要]"加快多层次债券市场发展,提高直接融资比重"是深化金融体制改革的关键环节,鼓励中小投资者参与直接债券融资不仅有助于多层次债券市场发展,也能够对公司治理产生深刻影响。以2006至2019年沪深A股上市公司为样本实证检验了中小债权人数量与代理成本的关系,研究发现:中小债权人数量增加会显著提高代理成本,而投资者保护水平负向调节中小债权人数量与代理成本的关系。作用路径检验发现,债权清算成本预期和重组成本预期是投资者保护水平保障中小债权人利益的关键路径。资本市场监管部门应着力强化和健全投资者保护机制,鼓励中小投资者积极参与直接融资、提高直接融资比重,发挥中小债权人的治理作用。

[关键词]债权人治理;中小债权人;委托代理理论;投资者保护

[中图分类号]F832.5　　[文献标识码]A　　[文章编号]1671-3842(2025)05-0111-13

一、引言

2024年7月18日,中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革,推进中国式现代化的决定》,指出深化金融体制改革的任务之一是发展多元股权融资,加快多层次债券市场发展,提高直接融资比重。债券融资是企业直接融资的重要方式,相比股权融资和银行贷款更具成本和风险优势,但在直接融资中的比重依然较低。相比于股权投资,债券投资因无法干预上市公司治理结构而面临较高的风险,即上市公司内部人可能滥用债券融资谋取私利并损害债权人、尤其是中小债权人的利益①。因此,在金融体制改革日益深化的背景下,中小债权人与代理成本的关系将直接影响广大中小投资者的债券投资意愿,进而影响多层次债券市场发展,使得探究中小债权人与代理成本的关系并揭示其影响路径尤为必要。

围绕代理成本的具体表现形式,现有研究对债权人治理效应进行了深入探讨。相关文献可归纳为持积极观点的"债权治理假说"和持质疑态度的"债权俘获假说"两类。"债权治理假说"认为债权的固定契约可以促使管理者遵守承诺,减少管理者对现金的自由裁量权,能够有效缓解代理问

[基金项目]国家社会科学基金一般项目"集团公司差异化管控的实现路径与治理优化研究"(项目编号:23BGL129)。

[作者简介]方政,山东大学管理学院副教授、硕士生导师;张晓峰(通讯作者),山东大学管理学院教授、硕士生导师,邮箱:sduzxf@163.com。

①注:本文中小债权人指上市公司债券市场中向社会公开发行的债权所有者。

题[①]、弱化风险倾向[②]、优化公司治理机制[③]。在中国情境下,债权关系契约对于代理成本的积极治理效应也得到了部分研究证实[④]。另外,“债权优化假说”还认为上市公司内部治理机制受到外部治理机制的显著影响,呈现一定的嵌入性特征[⑤]。在关注债权契约固定条款的约束作用基础上,将债权契约与其他治理机制进行整合协同[⑥]将有利于约束内部人机会主义动机,保障债权契约有效性,进而降低代理成本以及经营风险。相对地,“债权俘获假说”则认为债权安排内生于公司内部治理机制,容易受到管理层权力和CEO过度自信的俘获[⑦],这不仅制约了治理有效性的发挥,甚至还可能为内部人提供更多冗余财务资源,进而激化潜在代理问题。特别的是,在中国情境下的债权人治理研究则更多支持了“债权俘获假说”[⑧],指出债权契约的“软约束”内生于债权人的借款对象选择[⑨],尤其对于大型企业和国有企业,这导致债权契约难以起到监督作用[⑩],甚至成为内部人侵占的对象。虽然上述研究关注到了债权人获取信息能力存在差异,并导致了差异化的治理效应[⑪],但具体到中小债权人主体,其治理效应却未得到充分关注,导致后续如何优化中小债权人治理无从谈起。那么中国情境下中小债权人参与治理将如何影响代理成本?若中小债权人参与治理无法约束代理成本,即“债权俘获假说”证实,又能否参照“债权治理假说”采用外部治理机制缓解中小债权人治理困境呢?

为探究中小债权人治理与代理成本的关系,并进一步寻求中小债权人治理的优化路径,本文以2006—2019年沪深两市A股上市公司为样本,检验了中小债权人数量、投资者保护水平和代理成本之间的关系。主要结论体现在三个方面:第一,中小债权人数量增加可能导致更高的代理成本,支持了“俘获假说”,也体现了强化中小债权人保护的必要性。原因在于一方面债权人数量增加容易导致“搭便车”倾向、弱化监督效率,另一方面内部人获得了更多缺乏必要监督的冗余财务资源,助长其侵占债权人利益的机会主义动机。第二,投资者保护水平在中小债权人数量与代理成本关系中发挥负向调节作用,即投资者保护水平促使上市公司主动兼顾中小债权人利益,弱化中小

---

①CUTILLAS G.,SANCHEZ B.,Financial Reporting Quality,Debt Maturity and Investment Efficiency,*Journal of Banking & Finance*,Vol. 40,2014,pp. 494-506.

②FRANCIS B.,HASAN I.,LIU L.,et al.,Senior Debt and Market Discipline: Evidence from Bank-to-Bank Loans,*Journal of Banking & Finance*,Vol. 98,2019,pp. 170-182.

③FERREIRA D.,FERREIRA M.,MARIANO B.,Creditor Control Rights and Board Independence,*Journal of Finance*,Vol. 73,No. 5,2018,pp. 2385-2423.

④林晚发,程梦冰:《低债券票面利率会降低企业贷款成本吗——基于替代性融资视角的分析》,《珞珈管理评论》,2023年第5期;王满四,徐朝辉,吴冰蓝:《银行债权二维治理及其公司治理效应研究》,《会计研究》,2019年第2期。

⑤YIU D.,WAN W.,XU Y.,Alternative Governance and Corporate Financial Fraud in Transition Economies: Evidence from China, *Journal of Management*,Vol. 45,No. 7,2019,pp. 2685-2720.

⑥BHARATH S.,HERTZEL M.,External Governance and Debt Structure,*Review of Financial Studies*,Vol. 32,No. 9,2019,pp. 3335-3365.

⑦HO P.,HUANG C.,LIN C.,et al.,CEO Overconfidence and Financial Crisis: Evidence from Bank Lending and Leverage,*Journal of Financial Economics*,Vol. 120, No. 1,2016,p. 194209.

⑧JIANG F.,KIM K.,Corporate Governance in China: A Modern Perspective,*Journal of Corporate Finance*, Vol. 32,2015,pp. 190-216.

⑨JIANG F.,JIANG Z.,HUANG J.,et al.,Bank Competition and Leverage Adjustments,*Financial Management*, Vol. 46, No. 4,2017,pp. 995-1022.

⑩CULL R.,LI W.,SUN B.,et al.,Government Connections and Financial Constraints: Evidence from a Large Representative Sample of Chinese Firms, *Journal of Corporate Finance*,Vol. 32,2015,pp. 271-294.

⑪田高良,薛宇婷,李星:《前瞻性信息披露与债务契约——基于年报文本分析的经验证据》,《商业经济与管理》,2023年第4期;许浩然,张敏,林逸子:《多个“大债权人”与会计稳健性》,《会计研究》,2021年第1期。

债权人数量与代理成本的正向关系，支持了“优化假说”，证实了投资者保护水平在维护中小债权人利益方面的积极治理效应。第三，清算和重组成本的预期是投资者保护水平保障中小债权人利益的关键作用机制。在投资者保护水平持续提升的背景下，拥有较多中小债权人的上市公司为了尽力避免清算或重组成本对公司运营造成的风险，倾向于自发约束机会主义动机，进而降低代理成本。这也为进一步提升中小债权人保护水平提供了具体路径，即持续优化清算与重组的法规体系。

本文理论贡献主要体现在三个方面：第一，拓展了债权人治理的研究视阈，指出了中小债权人保护问题的必要性。本文指出上市公司直接债券融资涉及更多的中小债权人，这可能产生中小债权人的“搭便车”倾向，降低债权人对上市公司内部人的监督效率，进而导致更高的代理成本、弱化公司治理效率。为了弥补中小债权人监督效率不足的问题，投资者保护可能作为中小债权人监督的外部替代机制，优化中小债权人保护的同时，提升上市公司治理水平。第二，探析了中小债权人保护的可行路径，证实了投资者保护水平可以作为中小债权人保护的外部治理机制。本文研究发现高水平的投资者保护制度可以显著缓解中小债权人比重过高导致的代理问题，这是因为中小债权人并不能直接参与公司治理，甚至可能遭到内部人“俘获”进而导致更高代理成本，而投资者保护水平作为外部治理机制，可以有效约束上市公司内部人的机会主义动机。第三，验证了上市公司内部人对债权清算和重组成本的预期是投资者保护发挥作用的关键机制，明确了完善清算和重组法规体系是强化中小债权人保护、提升直接融资比重的可行路径。通过验证两类成本预期对上市公司内部人机会主义行为的影响，证实了投资者保护作为外部治理机制是有效保障中小债权人利益的重要机制。

二、理论分析与假说

债权契约“硬约束”被认为是约束代理行为的保障，然而债权人可能无法直接干预公司治理，这是因为债权契约固定条款的完备性与股权契约非固定条款的不完备性差异导致二者剩余权力配置的不同，即债权人的剩余权力顺位从属于股东，导致债权人无法直接参与公司内部治理机制的构建。因此，中小债权人在上市公司内部治理中可能无法直接发挥作用，甚至可能被上市公司内部人“俘获”，这就需要外部治理机制予以保障，避免中小债权人利益被上市公司内部人侵占。

（一）“俘获假说”：中小债权人数量与代理成本

债权人可能被内部治理机制“俘获”，从而导致更高的代理成本。具体原因体现在两个方面：首先，债权人信息搜寻成本较高，全面了解借款对象治理和财务状况的动机不足。中国公司债权融资的主要路径为公开市场发债的直接融资方式和银行等金融机构借贷的间接融资方式。银行贷款作为主要债权融资渠道，在中国公司治理中发挥着必要的监督作用，但是因为银行本身的“代理人”属性——国有银行承担着经济效益外的社会效益任务，而非国有银行则出于拓展业务的需要——容易导致债权契约“软约束”，无法有效约束内部人机会主义行为。而公开市场发债的投资者中，机构投资者虽然具有较强的信息收集和分析能力，但是由于债权人受制于内部人构建的“信息壁垒”，难以有效缓解代理问题。

其次，债权契约治理还可能受到债权关系治理的影响，会进一步弱化债权人的信息搜寻动机。部分学者证实了关系治理的积极作用[①]，寄望于关系契约对正式契约的替代。然而在中国治理情境下，债权人如果单纯依靠关系契约的约束力、预期代理人自觉遵守关系契约，则可能缺乏信息搜寻的动机，将自己置于委托代理关系中的被动地位。因为关系契约的稳定离不开正式契约的约束，并

①李维安，郝臣，崔光耀等：《公司治理研究40年：脉络与展望》，《外国经济与管理》，2019年第12期。

且作为关系契约基础的信任并不是双向的——关系只能导致“值得信任”(Trustworthiness),而无法保证双向的信任[①],这说明对称、透明的信息对关系契约治理也很重要,即单纯依靠关系契约并不足以保证债权契约的有效性。

进一步分析,中小债权人可能加剧债权人治理的困境。虽然债权人的集体力量可能强化其获取信息的能力,更有利于优化债权人的治理,但是随着中小债权人数量增多,债权人治理的困境可能被放大,导致更高的代理成本。主要原因包括三个方面:第一,由于信息不对称导致的信息壁垒以及投资者的有限理性,中小债权人不具备充分的信息收集和处理能力[②],导致其决策能力无法与公司内部人相提并论,也为实际控制人掌握剩余控制权提供了合理的解释。第二,个人诉讼成本高于预期回报,导致个人维权动机不强。即使部分国家或地区实行了必要的法律法规,但是由于诉讼周期长、预期回报低等因素,个体债权人维权参与度依旧偏低。第三,中小债权人容易导致更加严重的信息不对称问题,并衍生“搭便车”倾向,弱化了债权人整体的监督效率。随着中小债权人的增加,公司虽然获得更多财务资源,但也带来了更多的缺乏必要监督的冗余财务资源,为内部人机会主义行为提供了机会和便利。因此,本文认为中小债权人数量可能成为实际控制人或者内部人侵占债权人利益的工具(更多的中小债权人可能导致更高的代理成本),即支持“俘获假说”,并提出:

H1(俘获假说):中小债权人数量可能显著强化公司内部人机会主义动机,即中小债权人数量与代理成本显著正相关。

(二)“优化假说”:中小债权人数量、投资者保护与代理成本

委托代理理论认为,外部治理机制的优化,尤其是中小投资者保护力度的增强,能够激励上市公司优化公司治理机制[③],这是因为外部治理机制可能承担保护投资者利益的责任[④],实现对内部治理机制的优化。由于外部治理机制的作用[⑤],债权契约治理可以籍此影响公司内部人行为,尤其是机会主义行为。如果产权理论的剩余权力能够解释为什么债权人不能直接干预公司治理[⑥],那么委托代理理论外部治理的合法性约束则为中小债权人借助外部治理机制影响公司内部人行为提供了理论依据,即外部治理机制可能促进公司治理机制的优化,为“优化假说”提供了理论基础。因此,本文认为投资者保护水平的提升可能引致债权违约成本的变化,迫使内部人重新权衡违约成本,并自发约束其机会主义行为,这就使得上市公司恪守债权契约、强化公司治理安排,旨在避免产生高昂的违规成本。

区别于西方资本市场监管中强调个人利益最大化的自由主义和市场化理念,我国资本市场监管更加关注底线思维、强调整体利益最大化和中小投资者利益保护。我国资本市场监管不仅需要保证整体资本市场稳定发展,还强调针对中小投资者利益和财产安全的保护[⑦]。本文认为我国资本

---

①GLAESER E., LAIBSON D., SCHEINKMAN J., et al, Measuring Trust, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No. 3, 2000, pp. 811-846.

②HARBAUGH R., TO T., Opportunistic Discrimination, *European Economic Review*, Vol. 66, 2014, pp. 192-204.

③GUILERA R., JUDGE W., TERJESEN S., Corporate Governance Deviance, *Academy of Management Review*, Vol. 43, No. 1, 2018, pp. 87-109.

④褚剑,方军雄:《政府审计能够抑制国有企业高管超额在职消费吗?》,《会计研究》,2016年第9期。

⑤HANOUSEK J., SHAMSHUR A., TRESL J., Firm Efficiency, Foreign Ownership and CEO Gender in Corrupt Environments, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 59, 2019, pp. 344-360.

⑥RAJAN R., ZINGALES L., The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origins and Growth of Firms, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 3, 2001, pp. 805-851; WHINSTON M., Assessing the Property Rights and Transaction-Cost Theories of Firm Scope, *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, 2001, pp. 184-188.

⑦阳东辉:《上市公司特别表决制度的负效应及其防治路径优化》,《广西大学学报》(哲学社会科学版),2023年第2期。

市场的监管理念强化了对中小投资者的保护，使得中小投资者能够借助资本市场监管措施显著影响公司内部人行为，弱化其机会主义动机，即投资者保护是强化中小投资者参与治理的关键因素。因此，我国上市公司需要充分考虑中小债权人利益，以避免由此导致的高昂违约成本，这就可能促使上市公司内部人自发主动兼顾中小债权人利益、自觉约束机会主义动机。基于债权人权利保护的现有研究，上市公司主动兼顾中小债权人利益、自觉约束机会主义动机可能通过清算的成本预期和重组的成本预期两个机制发挥作用：

首先，投资者保护可能通过清算的成本预期，强化中小债权人利益保护水平。上市公司内部人需要充分考虑优先清偿中小债权人的法律规定和治理实践，由此导致的违约成本可能降低其机会主义动机。《中华人民共和国企业破产法》第八十二条规定“人民法院在必要时可以决定在普通债权组中设小额债权组对重整计划草案进行表决”，而在企业债权违约清算实践中，一般会设立小额债权组，并对小额债权人进行优先清偿，而不是按比例随机清偿，都充分体现了资本市场监管对中小债权人利益的保护。因此，当上市公司的中小债权人数量较多的时候，上市公司内部人需要考虑我国债权清算的法规和实践惯例，通过机会主义行为获取的超额私利甚至可能无法抵销债务的后续清算成本，进而导致较高的清算成本预期，这在一定程度上可以弱化其侵占动机，促使其主动兼顾中小债权人的利益。

其次，投资者保护可能通过重组的成本预期，强化中小债权人利益保护水平。在外部监管的约束下，上市公司负面信息不仅可能导致高昂的重新缔约谈判成本，还会引起监管部门和资本市场的关注，弱化其融资能力。由于资本市场监管部门秉持保障中小投资者利益的理念，涉及中小债权人数量较大的上市公司的违法违规等负面信息不仅可能造成中小投资者的利益损失，而且可能导致更为严格的监管和更广泛的关注。当上市公司的负面信息引起监管部门关注时，资本市场也会迅速做出反应，在引起上市公司市值波动的同时，还会提高上市公司面临的融资约束难度。因此，当上市公司的中小债权人数量较多时，内部人需要进行超额私利与重组成本的权衡。高企的重组成本预期可以有效约束内部人的机会主义动机，有利于提高中小债权人利益的保护效率。因此，本文认为外部投资者保护水平能够缓解公司内部人对中小债权人的“俘获”、提升中小债权人保护效率，并提出：

H2（优化假说）：投资者保护水平的提高能够显著优化中小债权人数量对代理成本的治理作用，即投资者保护水平负向调节中小债权人数量与代理成本的关系。

三、研究设计

（一）变量定义

1. 被解释变量（代理成本）

代理成本采用现有研究中常用的替代变量进行度量①。其中，采用管理费用率（*AC1*）度量第一类代理成本，而采用其他应收款在总资产中占比（*AC2*）度量第二类代理成本。管理费用率能够体现管理层在日常经营中的消费，被视为侵占股东利益的程度，而其他应收款占比则主要体现了账面中难以明确进行归类的应收账款，被认为是实际控制人侵占行为的程度[21]。另外，在稳健性检验中，还采用了替代变量进行补充检验，选择总资产周转率（*AC3*）作为代理成本的替代度量方式进行验证。

①JIANG G.，LEE C.，YUE H.，Tunneling through Intercorporate Loans：The China Experience，*Journal of Financial Economics*，Vol. 98，No. 1，2010，pp. 1-20.

2. 解释变量(中小债权人数量)

由于债权人数量并不是上市公司年报强制性披露的内容,所以本文通过下载和整理上市公司年报中应付债券的情况,以应付债券数量作为债权人数量的计量基础,其中包括了银行间债券、可转换债券、向机构投资者发行债券(包括私募债券)和向社会公开发行债券等不同债券形式。为了避免公司债权数量离散程度造成的潜在影响,本文中小债权人数量采用两种虚拟变量赋值的方法进行变量构建:中小债权人数量(*Debtor*)。如果应付债券数量为0,则赋值为0;如果不为0且小于样本中位数,则赋值为1;如果高于样本中位数,则赋值为2。同理,公开发行的中小债权人数量(*Minor*)。如果向社会公开发行债券数量为0,则赋值0;如果不为0且小于样本中位数,则赋值1;如果高于样本中位数,则赋值2。

3. 调节变量(投资者保护水平)

近年来,中国资本市场法制水平等外部制度因素主要采用王小鲁等编制的《中国分省企业经营环境指数》[①]进行度量。本文采用《中国分省企业经营环境指数2017年报告》[②]中企业经营的法治环境指标下司法公正和效率(*Ext*)以及经营者财产和人身安全(*Ext2*)作为上市公司所在地投资者保护水平的替代变量,其中后者应用于稳健性检验。由于该指数的数据涉及2006年、2008年、2010年、2012年和2016年,本文对其他年份的处理方式为采用前三年数据的均值,而2007年则采用2006年数据做近似替代。

4. 控制变量

公司内部治理机制显著影响代理成本,可能对债权人数量与代理成本关系产生扰动,所以本文选取多个治理变量作为控制变量:独立董事比例(*B-Ind*)、委员会数量(*Committee*)、管理层持股比例(*M-Share*)、股东大会出席比例(*Sh-Activism*)、两权分离度(*Deviation*)等。同时,为了避免公司特征产生的潜在影响,本文还将公司规模(*Size*)、杠杆水平(*Lev*)、主营业务增长率(*Growth*)等作为控制变量加入模型。

(二)模型构建

为了验证前文假说,本文构建模型如下:

模型(1):$AC = \alpha_0 + \alpha_1 Debtor/Minor + \alpha_2 \sum Controls + \varepsilon$

模型(2):$AC = \alpha_0 + \alpha_1 Debtor/Minor + \alpha_2 Ext + \alpha_3 Debtor/Minor \times Ext + \alpha_4 \sum Controls + \varepsilon$

其中,被解释变量为两类代理成本,而解释变量是中小债权人数量。模型(2)中的调节变量则是投资者保护水平。控制变量不仅包括前文所述的相关变量,还包括了行业和年份哑变量。

(三)样本选择

本文选取上海、深圳证券交易所2006—2019年度A股上市公司为研究对象。样本起始年份选择2006年的原因在于2005年中国开启了股权分置改革,大量非流通股转化为流通股,这不仅有利于激发资本市场活力,还可以有效发挥产权激励的作用;而样本年份止于2019年的原因是新冠疫情对资本市场的冲击可能影响本文研究结论的稳健性。研究数据全部取自CSMAR数据库,其中中小债权人数量采用手工整理上市公司披露的向社会公开发行债券的数量。另外,本文对数据进行了必要预处理,不仅剔除金融类公司,还对变量进行了1%缩尾处理。按照以上标准,最终获取3491

①JIA N., HUANG K., MAN Z., Public Governance, Corporate Governance, and Firm Innovation: An Examination of State-Owned Enterprises, *Academy of Management Journal*, Vol. 62, No. 1, 2019, pp. 220-247.

②王小鲁,马光荣,樊纲:《中国分省企业经营环境指数2017年报告》,北京:社会科学文献出版社,2017年版,第108-229页。

家上市公司的22602组数据作为研究样本。

四、中小债权人数量治理效应检验

（一）描述性统计

表1汇总了主要变量的描述性统计结果。通过比较中小债权人数量（*Debtor*）和公开发行的中小债权人数量（*Minor*），公开发行的中小债权人数量均值接近中小债权人数量均值，且离散程度近似，说明中国上市公司发债是除了银行贷款以外最重要的债权融资渠道，显示了中小债权人治理及其利益保护是值得关注的问题，体现了本文研究的必要性。

另外，独立董事比例（*B-Ind*）和股东大会出席比例（*Sh-Activism*）的均值分别是0.37和0.507。独立董事比例虽然满足了上市公司治理准则中关于独董比例的最低要求，但是仅仅略高于最低要求体现了独立董事作用存疑导致上市公司聘用独立董事的动机不足。股东大会出席比例则显示股东大会股份出席比例刚好过半数，体现了股东参与公司治理的积极性不高、股东大会决议无法体现中小股东意志的现状，也对中小投资者利益保护提出了更高的要求。

表1　主要变量描述性统计

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
AC1	22602	0.110	0.127	0.000	0.981
AC2	22602	0.020	0.035	0.000	0.231
Debtor	22602	0.211	0.504	0.000	2.000
Minor	22602	0.150	0.445	0.000	2.000
B-Ind	22602	0.370	0.054	0.091	0.800
Committee	22602	3.890	0.657	0.000	8.000
M-Share	22602	0.116	0.198	0.000	0.994
Sh-Activism	22602	0.507	0.190	0.000	1.000
Deviation	22602	5.110	7.639	0.000	28.292
Lev	22602	0.457	0.231	0.048	1.163
Growth	22602	0.500	1.595	-0.786	12.260
Size	22602	21.912	1.423	19.000	26.900

（二）中小债权人数量与代理成本关系验证：“俘获假说”

中小债权人数量增加不仅导致严重的“搭便车”倾向、弱化监督效率，而且还为公司内部人提供更为冗余的财务资源、增加了侵占行为的可能性，即H1的“俘获假说”。

表2中（1）至（4）汇报了检验结果，显示无论是中小债权人数量（*Debtor*）还是公开发行的中小债权人数量（*Minor*），都与代理成本呈现显著正相关关系，即随着中小债权人数量增加，代理问题会更加严重，证实了H1。这说明确实存在上市公司对于中小债权人的俘获问题。模型中其他变量结果显示内部治理机制对于代理问题的约束可以寄望于股东积极参与治理，因为股东大会出席比例（*Sh-Activism*）与代理成本呈现显著负相关关系，说明更多股东参与股东大会有利于约束内部人机会主义行为、提高治理有效性。

（三）投资者保护水平的调节作用检验：“优化假说”

随着投资者保护水平的提升，上市公司需要权衡我国资本市场监管理念中对中小投资者的保护，即更多中小债权人意味着更高的重新缔约谈判成本。此时，外部的投资者保护水平能够优化内部人的治理行为，推动公司内部人自觉约束机会主义动机，进而提高中小债权人利益保护水平，实

表2　中小债权人数量、投资者保护水平与代理成本关系

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	AC1	*AC2*	*AC1*	*AC2*	*AC1*	*AC2*	*AC1*	*AC2*
Debtor	0.0152***	0.0020***			0.0248***	0.0089***		
	(8.69)	(4.06)			(10.96)	(13.89)		
Minor			0.0088***	0.0010**			0.0177***	0.0076***
			(4.97)	(2.07)			(7.27)	(11.02)
Debtor ×Ext					−0.0179***	−0.0128***		
					(−6.68)	(−16.91)		
Minor ×Ext							−0.0160***	−0.0117***
							(−5.32)	(−13.75)
Ind−D	0.0678***	0.0118***	0.0692***	0.0120***	0.0663***	0.0107***	0.0685***	0.0115***
	(5.20)	(3.19)	(5.31)	(3.24)	(5.09)	(2.92)	(5.26)	(3.13)
Committee	−0.0033***	−0.0001	−0.0032***	−0.0001	−0.0034***	−0.0002	−0.0033***	−0.0002
	(−2.75)	(−0.41)	(−2.69)	(−0.38)	(−2.86)	(−0.69)	(−2.74)	(−0.52)
M−Share	−0.0232***	−0.0004	−0.0225***	−0.0003	−0.0236***	−0.0006	−0.0229***	−0.0006
	(−5.30)	(−0.30)	(−5.12)	(−0.22)	(−5.38)	(−0.51)	(−5.22)	(−0.47)
Sh−Activism	−0.0526***	−0.0178***	−0.0538***	−0.0179***	−0.0512***	−0.0168***	−0.0529***	−0.0172***
	(−11.36)	(−13.51)	(−11.61)	(−13.63)	(−11.06)	(−12.82)	(−11.41)	(−13.16)
Deviation	−0.0002	0.0001	−0.0002	0.0001	−0.0001	0.0001	−0.0002	0.0001
	(−1.55)	(1.17)	(−1.57)	(1.16)	(−1.54)	(1.23)	(−1.64)	(0.99)
Lev	0.0172***	0.0348***	0.0190***	0.0351***	0.0167***	0.0344***	0.0185***	0.0347***
	(4.58)	(32.65)	(5.07)	(32.96)	(4.44)	(32.47)	(4.94)	(32.73)
Growth	0.0040***	0.0004***	0.0039***	0.0004***	0.00398***	0.0004***	0.0039***	0.0004***
	(8.53)	(3.12)	(8.36)	(3.04)	(8.51)	(3.07)	(8.35)	(3.00)
Size	−0.0351***	−0.0047***	−0.0335***	−0.0045***	−0.0350***	−0.0047***	−0.0334***	−0.0044***
	(−48.12)	(−22.71)	(−48.06)	(−22.63)	(−48.06)	(−22.60)	(−48.02)	(−22.57)
Firm	控制							
Year	控制							
Cons	0.931***	0.139***	0.896***	0.134***	0.929***	0.137***	0.896***	0.133***
	(38.28)	(20.13)	(37.51)	(19.78)	(38.23)	(20.03)	(37.50)	(19.78)
F	139.72***	113.97***	138.07***	113.59***	136.13***	137.54***	119.78***	135.42***
Adj R^2	0.1891	0.1596	0.1873	0.1592	0.1891	0.1907	0.1701	0.1883
N	22602	22602	22602	22602	22602	22602	22602	22602

注:*、**、***分别表示在10%、5%和1%水平上显著;括号内为t值;下同。

现对于债权直接治理的替代，缓解源自中小债权人数量较多而导致的监督效率损失问题，即H2的“优化假说”。表2中(5)至(8)汇总了检验结果，投资者保护水平(*Ext*)显著负向调节中小债权人数量与代理成本的关系，能够有效提升债权人数量对代理成本的治理效率，证实了H2的“优化假说”，即投资者保护水平的提升可以约束上市公司内部人机会主义动机、减少对中小债权人利益的侵占。

(四)稳健性检验

1. 固定效应

由于公司上市年份存在差异，上市较早的样本公司可能拥有更多面向社会公众发行债券的机会，所以本文首先采用固定效应模型进行稳健性检验。表3汇报了固定效应的检验结果，与前文检验结果一致，证实了H1和H2。

表3　债权人数量、投资者保护水平与代理成本关系：固定效应

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	AC1	*AC2*	*AC1*	*AC2*	*AC1*	*AC2*	*AC1*	*AC2*
Debtor	0.0044***	0.0024***			0.0089***	0.0069***		
	(2.59)	(4.40)			(4.22)	(10.22)		
Minor			0.0049***	0.0018***			0.0101***	0.0060***
			(2.59)	(3.13)			(4.42)	(8.05)
Debtor ×Ext					−0.0085***	−0.0085***		
					(−3.59)	(−11.16)		
Minor ×Ext							−0.0101***	−0.0076***
							(−3.81)	(−8.85)
Controls					控制			
Firm					控制			
Industry					控制			
Year					控制			
Cons	1.225***	0.141***	1.224***	0.138***	1.225***	0.141***	1.227***	0.141***
	(28.15)	(10.00)	(28.16)	(9.83)	(28.18)	(10.09)	(28.25)	(10.03)
Group	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250
F	65.73***	51.28***	65.73***	51.00***	64.42***	53.48***	64.47***	51.90***
Adj R^2	0.1222	0.1081	0.1217	0.1076	0.1236	0.1179	0.1230	0.1142
N	22602	22602	22602	22602	22602	22602	22602	22602

2. 内生性处理

第一，潜在的逆向因果关系。债权契约可能内生于公司治理结构，即良好公司治理的企业更容易得到债权人的青睐、债权融资成本更低。针对这一问题，本文选取工具变量进行2SLS检验。本文参照已有研究[①]的思路，选择上市公司所在省份从第一次鸦片战争到新中国成立期间被迫开放的商埠数量(*IV*)作为工具变量，因为这一变量不仅能够影响上市公司所在地区的市场化水平，而且不

①马新啸，汤泰劼，郑国坚：《非国有股东治理与国有企业的税收规避和纳税贡献——基于混合所有制改革的视角》，《管理世界》，2021年第6期。

会受到现阶段公司治理水平的影响。表4汇总了2SLS的检验结果,主要结果与前文分析基本一致,可以排除潜在逆向相关关系对结论稳健性的影响。

表4　中小债权人数量与代理成本关系:2SLS

	(1)	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Debtor	*Minor*	*AC1*	*AC1*	*AC2*	*AC2*	*AC1*	*AC1*	*AC2*	*AC2*
	First Stage		Second Stage							
IV	−0.0022***	−0.0009**								
	(−2.91)	(−2.26)								
Debtor			0.528***	1.453**	0.0793**	0.232**				
			(2.71)	(2.37)	(2.20)	(2.32)				
Minor							1.220*	1.340	0.183**	0.832**
							(1.85)	(1.42)	(2.18)	(2.40)
Debtor×Ext				−1.086*		−0.180*				
				(−1.77)		(−1.69)				
Minor×Ext								−0.566**		−0.706**
								(2.40)		(2.39)
Controls					控制					
Firm					控制					
Year					控制					
Cons	−4.331***	−3.108***	2.851***	4.166*	0.419***	0.636*	4.187*	4.844*	0.620*	1.087
	(−23.08)	(−16.58)	(3.71)	(1.67)	(2.94)	(1.65)	(1.72)	(1.76)	(1.83)	(1.36)
N	21096	21096	21096	21096	21096	21096	21096	21096	21096	21096

第二,样本选择偏差问题。由于投资者保护水平较高、规模较大、主营业务增速较快、资产负债率水平较低的上市公司可能更容易获取债权融资,因此本文还需要解决由此可能导致的样本选择偏差问题。因此,本文选择外部投资者保护水平、资产负债率、主营业务增长率和企业规模作为分组变量,进行倾向匹配得分分析,以应对潜在的样本选择偏差问题。表5汇总了倾向匹配得分分析的结果,主要结果与前文分析基本一致。

五、投资者保护的作用路径检验

前文已述,投资者保护水平作为外部治理机制,能够有效约束上市公司内部人侵占中小债权人利益的机会主义动机,其主要作用路径是提高了清算和重组的成本预期,从而降低了代理成本。本文尚需继续验证清算和重组的成本预期作为作用路径的合理性:

(一)作用路径Ⅰ:清算的成本预期

随着中小投资者保护水平的提升,上市公司需要权衡清算的成本预期,即通过保持合规性,以避免违规导致清算的发生,最大限度地降低成本预期。此时,投资者保护水平对中小债权人利益的保障作用应当主要体现在合规性程度较低的上市公司,这是因为这类上市公司由于存在众多中小债权人,其违规导致的清算成本预期会更高。因此,本文从合规性的角度选取清算成本预期的替代变量,验证投资者保护水平对中小债权人的调节作用:

上市公司的违规处罚意味着向资本市场传递了合规性程度较低的信号,容易导致资本市场的负面反应,严重打击投资者的信心,这无疑会极大地增加上市公司的经营风险,进而形成较高的违约清算成本预期。基于前文分析,本文预期投资者保护水平对中小债权人数量参与治理的积极治理效应在合规性程度较低或受到违规处罚较多的上市公司样本组更为显著。按照前一年受到违规处罚的均值,样本企业被分为两组:当前一年受到违规处罚达到两次或以上的样本企业,归入合规

表5　中小债权人数量与代理成本关系：PSM分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	AC1	*AC1*	*AC2*	*AC2*	*AC1*	*AC1*	*AC2*	*AC2*
Debtor	0.0123***	0.0231***	0.0018***	0.0083***				
	(5.26)	(8.11)	(2.82)	(10.58)				
Minor					0.0059**	0.0144***	0.0018**	0.0069***
					(2.48)	(4.77)	(1.97)	(8.30)
Debtor ×Ext2		−0.0234***		−0.0140***				
		(−6.62)		(−14.41)				
Minor ×Ext2						−0.0180***		−0.0129***
						(−4.53)		(−11.83)
Controls	控制							
Firm	控制							
Year	控制							
Cons	0.822***	0.827***	0.0607***	0.0639***	0.787***	0.789***	0.0551***	0.0567***
	(13.19)	(13.30)	(3.52)	(3.74)	(12.69)	(12.74)	(3.22)	(3.33)
F	72.38***	71.91***	34.13***	39.17***	71.68***	70.49***	33.93***	37.05***
Adj R^2	0.1892	0.1921	0.0977	0.1135	0.1877	0.1890	0.0972	0.1079
N	11628	11628	11628	11628	11628	11628	11628	11628

性较低样本组；若前一年未受到违规处罚，或只受到一次违规处罚，这类企业归入合规性较高样本组。分组检验结果（表6）与上述分析一致，即受到违规处罚的上市公司样本组中，在投资者保护水平提升的情况下，中小债权人数量对代理成本的抑制作用更为明显，继续支持了清算成本预期是上述关系作用路径之一的假设。

表6　中小债权人数量、投资者保护水平与代理成本关系的作用路径：清算成本预期（合规性程度）

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	合规性高	合规性低	合规性高	合规性低	合规性高	合规性低	合规性高	合规性低
	AC1	*AC1*	*AC2*	*AC2*	*AC1*	*AC1*	*AC2*	*AC2*
Debtor	0.0170***	0.0285***	0.0093***	0.0087***				
	(3.99)	(10.71)	(7.04)	(12.25)				
Minor					0.0115**	0.0203***	0.0073***	0.0078***
					(2.46)	(7.14)	(5.07)	(10.21)
Debtor ×Ext	−0.0137**	−0.0212***	−0.0134***	−0.0228***				
	(−2.53)	(−6.91)	(−8.03)	(−15.69)				
Minor ×Ext					−0.0091	−0.0196***	−0.0113***	−0.0221***
					(−1.48)	(−5.69)	(−5.97)	(−13.14)
Controls	控制							
Firm	控制							
Year	控制							
Cons	1.060***	0.884***	0.114***	0.0930***	1.038***	0.841***	0.106***	0.0895***
	(12.58)	(14.34)	(4.36)	(5.66)	(12.37)	(13.68)	(4.10)	(5.45)
F	44.93	99.15***	43.56***	74.18***	44.61***	97.15***	42.49***	71.80***
Adj R^2	0.2011	0.1951	0.1961	0.1530	0.1999	0.1919	0.1921	0.1488
Suest Chi^2	13.25***		13.67***		13.69***		13.48***	
N	15794	6808	15794	6808	15794	6808	15794	6808

(二)作用路径II:重组的成本预期

前文已述,基于保障中小投资者利益的监管理念,涉及中小债权人数量较多的上市公司进行债权重组容易引起监管部门更多关注,进而提高债权重组的难度、导致更高的债权重组成本。为了避免这种高昂的债权重组成本,上市公司倾向于自发约束机会主义行为,以获取友好的外部融资环境。此时,投资者保护水平对中小债权人参与治理的优化作用应当在债权融资约束较强的上市公司中更为显著。因此,本文从债权融资约束强度的角度选取重组成本预期的替代变量,验证投资者保护水平对中小债权人参与治理的调节作用:

如果上市公司的应付利益规模较大,这些存量债务意味着上市公司在债务重组谈判过程中的议价能力较弱,可能面临较强的融资约束,形成了较高的债权重组成本预期。同时,如果上市公司的中小债权人数量也较多,上市公司债权重组成本预期会更高。因此,本文预期投资者保护水平对中小债权人数量参与治理的积极治理效应在应付利息规模较大的上市公司样本组更为显著。由于很多样本企业并没有应付利息的数据,导致样本企业应付利息的均值和中位数都趋近于0,所以本文根据上市公司是否存在应付利息进行分组。当上市公司存在应付利息时,归入高存量样本组;而当上市公司不存在应付利息时,归入低存量样本组。分组检验结果(表7)支持了前述分析,即在应付利息规模较大的上市公司样本组中,在投资者保护水平提升的情况下,中小债权人数量对代理成本的抑制作用更为明显,验证了重组成本预期是上述关系作用路径之一。

表7　中小债权人数量、投资者保护水平与代理成本关系的作用路径:重组成本预期(应付利息规模)

	(1) 低存量 *AC1*	(2) 高存量 *AC1*	(3) 低存量 *AC2*	(4) 高存量 *AC2*	(5) 低存量 *AC1*	(6) 高存量 *AC1*	(7) 低存量 *AC2*	(8) 高存量 *AC2*
Debtor	0.0208***	0.0466***	0.0076***	0.0166***				
	(9.29)	(5.05)	(11.39)	(6.67)				
Minor					0.0147***	0.0297**	0.0062***	0.0186***
					(6.26)	(2.92)	(8.88)	(6.77)
Debtor ×Ext	−0.0187***	−0.0341***	−0.0126***	−0.0183***				
	(−7.34)	(−5.80)	(−16.75)	(−5.54)				
Minor ×Ext					−0.0180***	−0.0482***	−0.0113***	−0.0207***
					(−6.30)	(−7.60)	(−13.25)	(−5.57)
Controls	控制							
Firm	控制							
Year	控制							
Cons	0.798***	1.134***	0.0983***	0.150***	0.762***	1.125***	0.0953***	0.1490***
	(28.46)	(15.50)	(11.84)	(7.58)	(27.89)	(15.39)	(11.76)	(7.55)
F	67.96***	66.10***	58.40***	61.46***	66.61***	65.64***	55.22***	61.49***
Adj R^2	0.1696	0.2109	0.1490	0.1988	0.1667	0.2097	0.1419	0.1989
Suest Chi^2	3.25*		11.58***		4.05*		12.26***	
N	12787	9502	12787	9502	12787	9502	12787	9502

六、研究结论与政策建议

本文主要结论体现在三个方面:第一,中小债权人数量与代理成本呈现显著正相关关系,说明中小债权人数量的增加不仅难以发挥有效治理作用,还可能导致上市公司内部人对债券财务资源

的滥用、提高代理成本。第二，投资者保护水平作为中小债权人利益的良性保障机制，能够有效降低代理成本，即投资者保护水平负向调节中小债权人数量与代理成本的关系，证实了“优化假说”。第三，债权清算成本预期和重组成本预期是投资者保护水平保障中小债权人利益的关键作用机制，明晰了中小债权人借助外部治理机制参与治理的可能路径，这也为进一步提升中小债权人保护水平提供了具体方法，即优化清算与重组的法规体系。

根据中小债权人数量的“俘获假说”和投资者保护水平的“优化假说”，本文提出如下政策建议：首先，资本市场监督部门应以“有棱有角”的穿透式监管提高全过程监管效能，充分保障中小投资者利益。随着市场化水平的不断提升，资本市场监管已经不能盲目照搬西方发达国家的既有经验，而需要充分考虑中国的道路和制度的特殊性，即在保证资本市场健康发展速度的同时，充分兼顾中小投资者利益，以确保发展底线的不断提升，这有利于鼓励中小投资者积极参与直接融资、进一步激活微观主体的经济活力。

其次，上市公司应增强制度环境适应性，尤其是投资者保护水平持续提升的外部治理环境，重新审视中小投资者的治理作用。由于投资者保护水平的提升，中小投资者参与治理的路径发生了两方面的变化，一方面越来越多的投资者代理机构涌现，推动中小投资者从直接治理转向代理治理，赋予了投资者代理机构更多的话语权，一定程度上解决了中小投资者“搭便车”倾向导致的监督效率问题；另一方面投资者保护水平提升了上市公司的违约治理成本，实现了中小投资者从独立的主动治理转向协同治理，即上市公司会主动进行违约治理成本和重新缔约成本的权衡，这是源于外部投资者保护水平提升，而不是中小投资者独立的参与。因此，上市公司需要重新考量中小投资者的地位，主动进行交易成本，尤其是违约治理成本的权衡，避免既有路径依赖导致的效率损失。

最后，债权人，尤其是中小债权人可以借助投资者保护等外部治理机制的完善，树立正确的投资和治理理念。由于决策权配置的需要，债权人的清偿顺位排在股东之前的代价是将决策权让渡给股东。虽然债权人不能掌握决策权，但是投资者保护水平的提升可以为债权人利益提供保障，这是因为投资者保护可以激励上市公司进行债权违约成本的重新权衡，约束自身的机会主义动机、弱化对债权人利益的侵占。因此，债权人、尤其是中小债权人要积极借助外部治理机制，例如借助第三方机构进行违约公司的诉讼和惩戒等。

[责任编辑：袁朋伟]