

法治建设与债券市场高质量发展：基于破产法庭成立的准自然实验

— 李松楠 李劭 李波 刘晓蕾

评论人：苏丹 (长江商学院)

2022年11月13日 光华国际金融研讨会

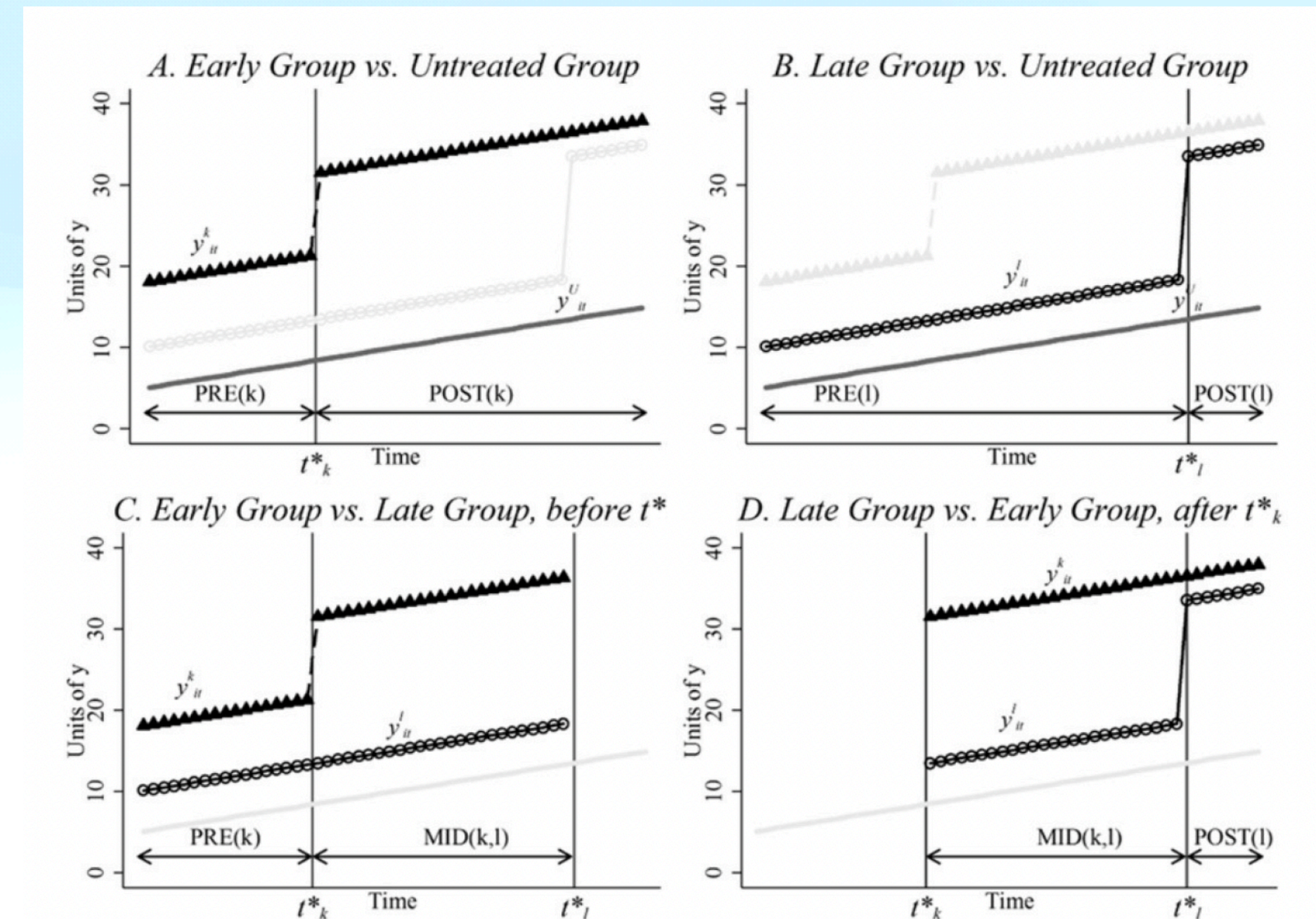
文章总结

- **研究问题：** 法治建设如何促进债券市场发展？
- **难点：** 内生性
- **本文：** 城市破产法庭的设立导致企业债券融资成本的下降
 - 法庭的设立可能内生： 债券发行人固定效应
 - 债券发行行为可能内生： 已发行债券二级市场
- **主要结论**
 1. 破产法庭的成立显著降低企业债券的发行利差（20 bps； 10%比例）
 2. 该效应在违约风险高的情况下更显著
 3. 主要渠道： 提升债券违约处置效率

1. (交错)双重差分模型

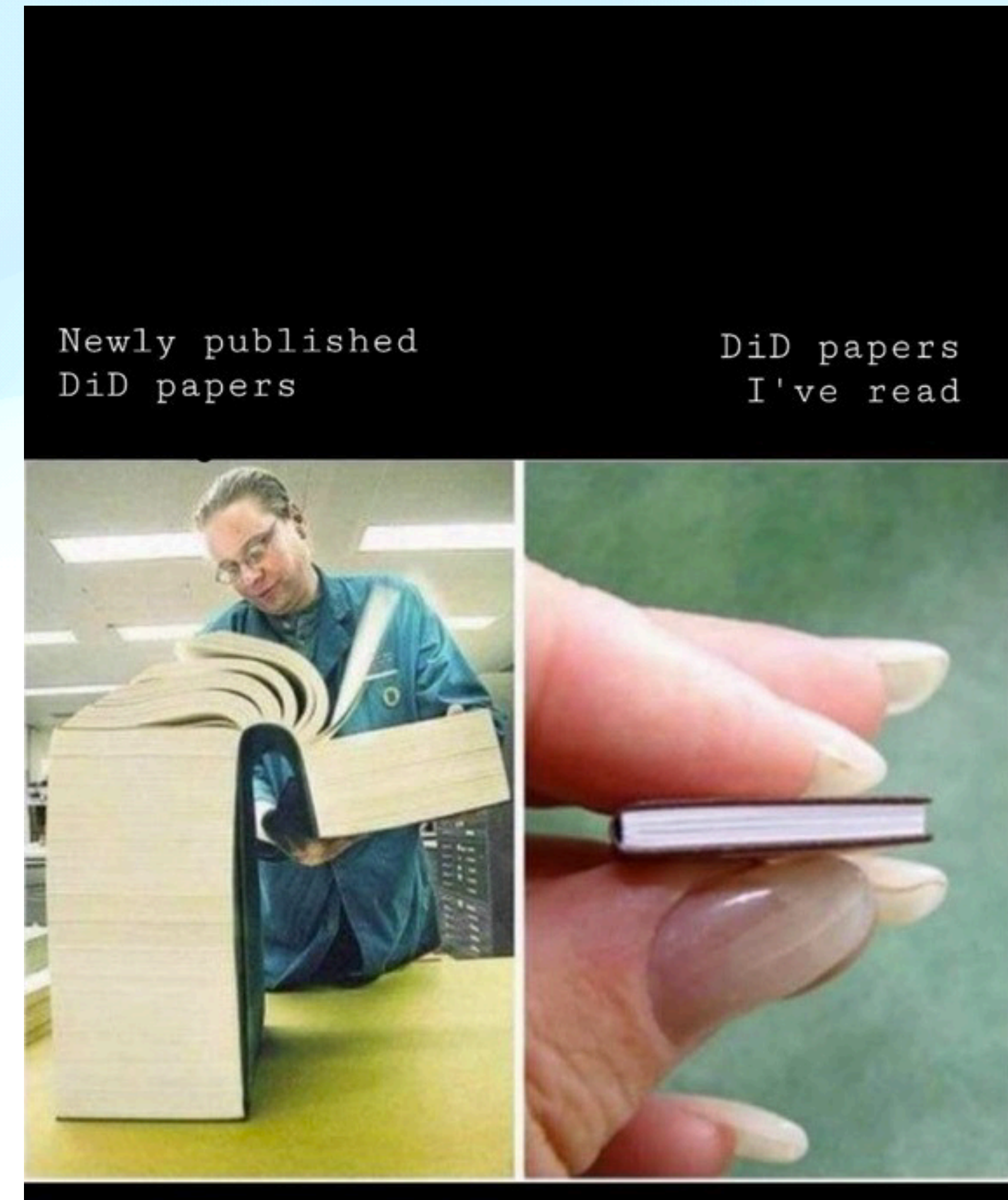
I. 不同城市破产法庭的建立是在不同时间发生

- 早期干预组和后期干预组
- Goodman-Bacon (2021, 2019): 如果政策效应存在时变性, 传统的估计方法TWFE可能有偏
- Bacon Decomposition
- Callaway and Sant'Anna (2021); Cengiz et al. (2019); Athey et al. (2021); Arkhangelsky et al. (2021); Wooldridge (2021)

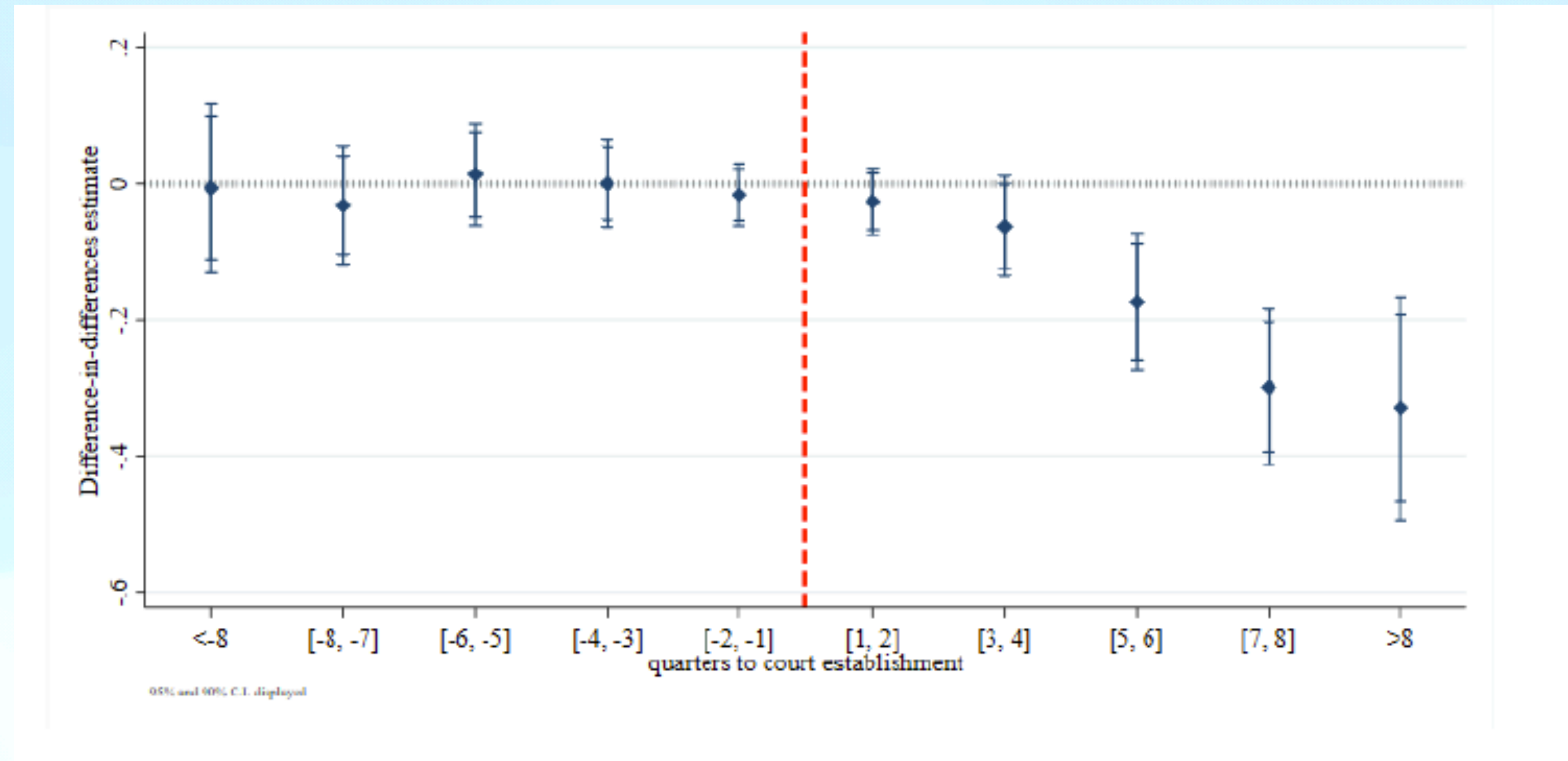


1. (交错)双重差分模型

- I. 不同城市破产法庭的建立是在不同时间发生
- II. 引入发行人固定效应是否可以完全解决法庭设立的内生性问题?
 - 自选择问题
- III. 其他可能解释因素（例如GDP、商业信用环境指数）
 - propensity score matching
 - synthetic control



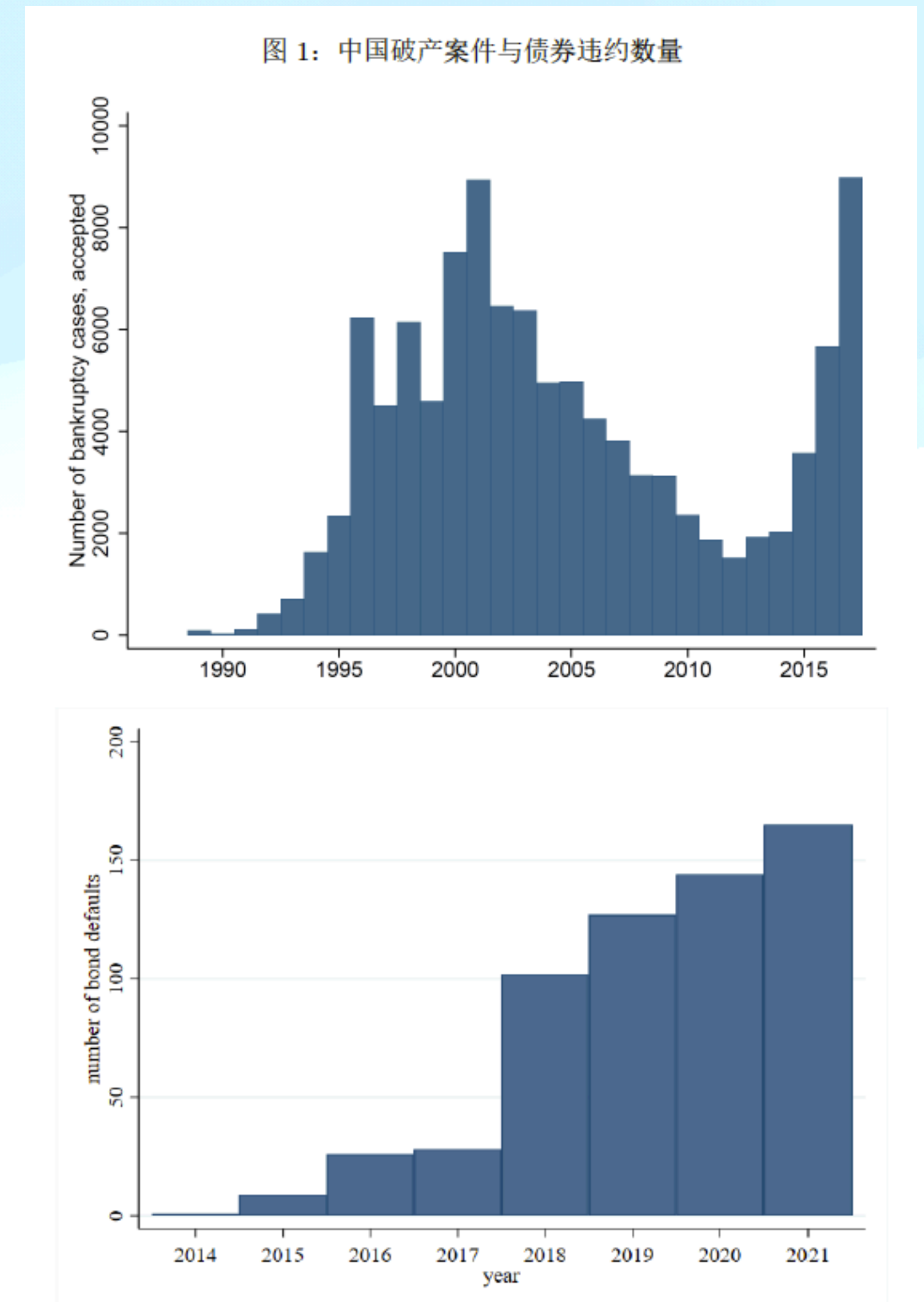
2. 金融市场的滞后反应？



- 已发行债券的二级市场反应
- 法庭已经建立，而非通告
- 金融市场变量，而非经济基本面（如投资、TFP）
- “在法庭成立后3至4个季度内，破产法庭降低企业债券利差的效应开始在10%统计水平上边际显著”
- 一种可能的解释：政策的消化需要时间；进一步说明了₅政策效应存在时变性

3. 政策的非预期结果 (unintended consequence)

- 实证结果：违约风险高的企业融资成本下降更多
- “私营企业、国有企业以及地方政府融资平台的各项债务违约事件层出不穷”
- 可能的进入效应 (Entry effect)
 - 一级市场：高风险企业的比例
 - 一级市场：重无形资产企业的比例
- 更加全面的政策评估



4. 债权融资 v.s. 银行贷款

- 政策的广度边际 (extensive margin) 和强度边际 (intensive margin) 效应
 - 只考虑强度边际效应可能会低估政策的效果
- 适当增加对广度边际效应的讨论
 - 债权市场的高质量发展包括“要提高直接融资的比重”
 - 中国的直接融资比例(~13%)远低于美国(~80%)和日本(~40%)

5. (更多的)稳定性检验

A. 当期变量的缺失

- 控制变量 X_{bfct} ：除了债券到期期限外，其余均为 X_{bfct-1}
- 某些重要当期变量的缺失可能高估政策效果

B. 时间的证伪检验：t 改为t-n

C. 影响渠道：异质性

- 受抵押债券、受担保债券、无增信债券

总结

- **核心结论：**城市破产法庭的设立可以显著降低企业债券融资成本
- 文章选题、实证方法的选择、稳定性检验、政策意义...：**a great paper!**
- Good luck with the publication!