第35卷 第6期 财经研究 Vol.35 No.6
2009年6月 Journal of Finance and Economics Jun. 2009

管制合同的法经济学研究与搁置成本处置

——以电力行业为例

齐新宇[1],李杰群[2]

(1. 上海财经大学 经济学院,上海 200433

2. 上海财经大学 国际工商管理学院,上海 200433)

摘　要:公共事业市场化改革从法经济学的视角是公共事业管制者对原有管制合同的违约,其违约行为对在位公共事业企业造成的违约损害即搁置成本,而建立在效率基础上的搁置成本的补偿则是管制合同违约的损害救济,这一逻辑是搁置成本所引发的全部法经济学问题的核心。文章对中国电力市场改革中管制者与公共事业企业的关系进行法经济学的分析,并指出对于长期缺乏法律约束的中国公共事业管制者而言,合理的搁置成本处置将会约束管制者本身,并避免无约束的管制乱用。

关键词:管制合同;搁置成本;法经济学;公共事业市场化

中图分类号:F062.9;F062.6　**文献标识码**:A　**文章编号**:1001-1952(2009)06-0087-10

一、引　言

搁置成本是很多国家在电力市场化改革中遇到的问题,并是导致一些国家电力市场化改革失败的原因之一(如美国加州、日本)。在美国,由于电力市场化的推行,一些公共事业企业因管制者在没有对搁置成本进行任何赔偿的情况下废除原有的管制制度而提起诉讼。公共事业企业及其代理人声称:美国宪法中的征用条款(Taking Clause)要求政府在征用私人财产的时候应该支付相应的补偿,以防止政府行为给私人投资者带来的风险。但是,电力产业放松管制、引入竞争侵蚀了在位厂商的资产,是一种没有补偿的征用行为,对电力公共事业的投资者是不公平的,公共事业企业的搁置成本应该得到补偿。这些法庭诉讼不仅影响管制者的权威,更引发了公共事业市场化进程中法律公正与市场效率是否能够兼容的广泛讨论。综合现有的文献可以发现,对搁置成本问题的法经济学研究主要集中在两个方面:一是用管制合同来描述公

收稿日期:2009-03-05

作者简介:齐新宇(1974—),女,黑龙江哈尔滨人,上海财经大学经济学院讲师,博士;

李杰群(1971—),男,黑龙江青岗人,上海财经大学国际工商管理学院博士研究生。

共事业企业与管制者之间的关系,从而定义搁置成本的性质以及搁置成本补偿的法律依据,其目的是提供成本补偿的公正基础;二是对管制合同进行经济学分析,用以探讨搁置成本补偿的必要性、最优补偿方式及补偿比例,其目的是为补偿提供效率基础。二者的内在联系在于,搁置成本赔偿从法律上说是对在位公共事业企业即违约受害者的救济,而违约救济的准则又是福利的最大化,这一逻辑是搁置成本所引发的全部法经济学问题的核心,也是对管制合同进行法经济学分析的意义所在。

早在1996年,Joskow就用管制合同来描述公共事业企业与管制者之间的关系,并指出管制合同与私人合同具有类似的经济特征和法律效力。在具有里程碑性质的文章《Deregulatory Takings and Breach of the Regulatory Contract》中,Sidak和Spulber(1997)第一次详尽分析了美国征用法案、放松管制与合同法之间的关联。他们指出,在位电力公共事业企业同意承担在位者负担是为了换取能够收回成本、具有稳定收益的管制回报率。公共事业企业与管制者之间存在着一种合同关系,而放松管制是合同的违约行为,是一种没有赔偿的征用。在这个基础上,Brennan和Boyd(1998)进一步指出,管制合同中存在着隐含条款,即当管制者提前终结管制合同时,应对公共事业企业提供相应的补偿。他们从合同双方的适应性、机会主义行为、道德风险等角度分析,搁置成本补偿是有效率的。Rossi(2000)则用不完全合同理论得出相反的结论,由于包含所有风险的合同事前确定的成本是非常高的,所以根据过去的经验来确定风险是合同双方所必需的行为,公共事业企业在接受特许经营时应预见到政策改变的可能性。因此搁置成本的补偿可能导致对政府规制的额外偏好。Lyon和Huang(2002)指出,管制合同与标准的普通法合同有着重要的区别:在一般性的私人买卖合同中,买卖双方在自愿的前提下自己或通过代理人签订合同;而在管制合同中,管制者的身份是特殊的,一般的理论倾向于将管制者看作是消费者的代理人,但管制者的代理人身份事实上并不是消费者赋予的,而是管制当局凭借管制权威得到的。这一特征将对搁置成本补偿的形式及效果产生影响。

尽管管制合同相对于私人合同来说存在着诸多特性,但以分析私人合同的方法来分析中国电力管制合同还是有益的。原因之一在于,用管制合同来概括公共事业企业与管制者之间的关系是将管制双方置于同等的法律地位上,而不是基于传统计划经济体制下的行政领导与被领导关系。管制者有权制定相应的管制制度,但一旦制度确立,管制者与公共事业企业之间就确立了相应的合同关系,要分别承担各自的权利和义务,从而在法律层面上避免管制权利的乱用。而更深远的意义在于,用经济学分析法律能够使公共政策的制定者更清晰地预期或观察到政策本身的经济后果,即政策的效率,并据此制定有效率的公共政策。原因之二在于,管制合同分析有利于处理由于管制制度

变化所导致的利益重新分配问题。任何一个管制制度的改变都可以看作是管制合同的违约,合同本身就界定了合同违约后的损害救济,这为管制制度变革所导致的搁置成本或搁置收益的计算提供了依据。本文正是基于上述两个目的,针对中国电力市场改革的特点,尝试运用管制合同理论对管制者与公共事业企业之间的关系进行法经济学的分析。

需要指出的是,尽管主流法经济学的基本分析方法,即效率分析法广受诟病,但批评者却很难找到更理想的替代工具将法学与经济学结合在一起。主流法经济学对法律问题进行分析、评价和预测,其基本内容是以经济合理性或理性选择的方法来评价法律权利的不同分配所带来的一致性和效率,其所涉及的经济学理论基础主要是新古典主义微观经济学的基本范畴和有关原理。与法学不同,法经济学并不先验地将法律看成"正义"、"公平"的化身,而是试图为法律找到一个客观的评价标准——效率,即社会经济福利(well-being)的最大化。本文的研究也是建立在这个基础之上。本文其他部分的安排是:第二部分梳理了中国电力改革中管制者与电力公共事业企业之间关系的变化,并理清可能产生的搁置成本;第三部分用经济学工具来分析搁置成本补偿,即管制合同违约救济是否符合经济学的效率标准——社会福利最大化;第四部分是本文的政策建议。

二、中国电力管制体制变迁中的管制合同与搁置成本

在中国,沿袭计划经济体制的管理惯性,公共事业管制者只强调管制的行政性,或只是强调管制者和被管制者之间的服从与被服从关系,这一传统在"摸着石头过河"的改革思路下常常导致管制者忽略制度变革中公共事业企业本身受到的利益损害,很少对因管制政策改变给公共事业企业带来的损失进行合理赔偿。若想让搁置成本的补偿在法律上得到支持,就必须将管制关系看作合同关系。与一般性合同不同的是,电力管制者与公共事业企业并不存在一份标准的合同。他们之间的合同关系是由一系列的行政规定、立法、改革听证、政府文件和相关司法解释构成的。这种合同被称为关系型合同。在此我们将分析中国电力管制变迁中管制关系的变化与搁置成本的形成。

自1978年以来,中国的电力工业体制进入了改革探索期,综观30年的改革历程,中国电力行业正由一个静态的、中央集权的、由政府管理的、不能对电力需求作出有效回应的政府附属组织向高度动态的、多样化的、并且能够对电力需求变化作出及时反应的复杂系统过渡。在这个漫长的变革中,管制者与被管制企业之间的关系也不断变化,从政企合一到政企分离:被管制者从附属的职能部门到独立经营的利益个体;管制者的职能从计划管制到规范市场。与此同时,管制合同的内容也随之调整:鉴于早期缺电的局面,中国电力管理部门的目标是扩大电力生产能力、电力普及以及动员各方力量办电。随着缺电局面的缓解,管制者

则开始着眼于提高电力公共事业的效率，推动电力市场的形成，从行政监管向市场监管转变。1995 年，《电力法》的颁布使电力管制正式进入法制化管理时代。表 1反映了不同时期电力行业管制合同的演变及搁置成本的形成。

表 1　中国电力管制演变中的管制合同与搁置

时期	电力供需特征	管制内容			成本搁置情况	搁置企业类型
		进入	回报率	公共事业义务		
1978—1985 年	缺电	限制进入，在位国有电企直接获得拨款投资	电价由政府制定，无成本或回报率约束	普遍服务、解决就业、企业办社会	政企合一，无搁置	无
1986—1996 年	缺电	发电侧放松，集资办电，出现不同性质的独立电厂	电价＝成本＋利润，电网向电厂购电的价格为“一厂一价”	原有在位电企仍然承担普遍服务、就业、企业办社会的义务	在“一厂一价”基础上，电网与发电企业签订长期购电合同，搁置资产形成	新进入发电企业、在位国有电企
1996—2002 年	缓解	放松，推动厂网分离以及市场化改革及建立规范的市场和管制体系	发电侧一厂一价，零售电价＝批发价＋费用(其中费用项包括配电成本，税收和利润)	部分企业承担	国有发电企业因承担公共事业义务而产生的成本形成搁置	国有电企
2003—2007 年	局部、峰时缺电	发电侧形成竞争，电网垄断性经营	发电侧竞价上网，零售电价听证，电网企业回报率管制	部分企业承担	上网竞价，小部分搁置成本允许回收，但管制制度变化，依然可能造成新的搁置	新进入电企、在位国有电企

注：本表根据 2005 年上海财经大学齐新宇博士的博士学位毕业论文《公共事业改革中的搁置成本问题研究》和国家电力监管委员会网站(www.serc.gov.cn)的相关内容整理制作。

三、电力管制合同的法经济学分析与搁置成本的补偿

我们通过对 30 年来中国电力管制者与电力公共事业企业之间关系的梳理可以发现，如果将二者之间的关系视为一份管制合同，那么这个合同应该是一个不完全的长期合同。作为一个长期合同，交易成本的存在使得管制合同不可能包含所有的细节。相应地，作为中国电力行业市场化改革的一个结果，搁置成本的出现以及对其的处置并没有反映在管制合同中。按照以往的惯例，不完全合同中的一些内容由于在合同不能履行时可以依靠相关的法律判决而解决，所以可以省略掉，这些根据以往的司法判例能够得到处理的细节可以被视作合同的隐含条款。没有对搁置成本问题进行明确说明的另一个原因可能是没有必要，因为市场化改革是一个完全无法预料到的合同意外。根据中国电力行业管制的具体情况我们分别讨论以下两个问题。

1. 搁置成本补偿能否是一个隐含条款

中国长期以来的管制制度特性决定，有关搁置成本处置的内容是不可能出现在管制合同中的。因此，在缺少明确的合同语言的情况下，将搁置成本补偿视为是一种合理的预期成为解决搁置成本问题的核心。与其他国家相类似，中国电力产业的搁置成本也根源于电力市场上出现了竞争，而区别在于中国电力市场上的独立发电商(集资办电制度下进入市场的、不同投资主体的电厂)早在进

行电力市场化之前就与原有垂直一体化的在位公共事业企业同时存在了。但是在原有缺电的背景下,一厂一价的电价体系使企业能够在收回成本的基础上获得稳定的利润,这一因素是诱发投资者投资发电厂的根本原因。因此,对于这些独立发电企业而言,它们是在回报有保证的情况下进入的,即对管制者改变管制制度所造成的损害存在合理的补偿预期。特别是竞争引入已经成为一个非常显著的风险以后,如果公共事业企业还愿意进行投资,那么这反映了公共事业企业的一种信心,即回报率将对竞争风险予以补偿。对于垂直一体化的电力在位厂商而言,长期的政企合一使企业在承担普遍服务和其他一些社会责任时对成本的回收有充分的信心,因为即使不能收回成本,管制者也必然会通过其他方式的补偿来维持其正常的运营。将搁置成本补偿视为管制合同的隐含条款,至少在以下两个方面对管制合同产生影响。

(1)防止管制者的机会主义行为

能够作为对搁置成本进行补偿的一个理论依据是,搁置成本的补偿有利于避免管制者的机会主义行为。电力公共事业企业为向特定区域提供电力服务而建造的设备大多是专用性的资产投资。就中国电力产业而言,这些成本包括"一厂一价"体系下的发电资产、为承担普遍服务而进行的专用性投资、国有电力企业所承担的诸如"厂办社会"等非生产经营性服务而产生的成本等。威廉姆森认为,尽管管制合同的双方都有可能产生机会主义行为和拒绝履行合同承诺,但经验证据表明,管制者可能会因为公共事业企业投资了一些不可撤销的专用性资产而获得优势。为了履行自己的服务义务,公共事业企业进行了真实的投资,从而使自己容易受到资产征用的冲击。如果不存在合同的强制性履约,公共事业企业就只能指望管制权威的仁慈才能收回其全部投资。这意味着,搁置成本补偿成为保护公共事业免受管制机会主义"掠夺"的一个必要手段。

(2)可信的承诺有利于市场的效率

在法经济学的理论框架下,合同法致力于通过履行契约促使人们能够做出相互合作的可信承诺。如果当立约人——电力管制者在有效水平上投资于履约(包括搁置成本补偿等能够提高履约可能性的各种投资),而受约人——电力公共事业企业在有效水平上予以信任,那么合作就是有效的。一个得到广泛共识的理论是,在讨价还价中所做出的承诺只有在承诺是可靠的、并能够得以兑现时才会影响其他参与者的行为。1994 年 Levy 和 Spiller 的实证性研究显示,长期投资水平依赖于管制者愿意保证其承诺的可靠性,即除非管制者提供一个收回成本并获得合理回报的承诺,否则投资者不愿意为履行其服务义务而进行数量巨大的长期投资。搁置成本的补偿体现了管制合同中的相关内容成为一个可信的承诺。但在中国,长期以来管制者与被管制者是单纯的上下级关系,管制者不受任何形式的约束,管制承诺的履行得不到任何明确

的保证。以电力行业为例,电力企业的很多投资行为都是在管制者的承诺下进行的:如农村电网建设、选择技术类型、购买燃料的种类和价格、电厂选择的地点、电价设定等等,而一旦管制当局改变原有的要求,企业的损失只能由企业投资人来承担。另外,我国1985年“集资办电”和还本付息电价政策推行以来,不同电厂按相差很多的上网电价与电网公司签订了长期的上网电量和电价协议。如果不对由于推行上网竞价所造成的各类搁置成本进行适度赔偿,将可能降低电力投资者的投资积极性,并从而影响电力市场的长期效率。

图示和公式可以使上述的结论更形象地得到表述。如果用合同法的语言描述管制者与公共事业企业之间的关系,即作为立约人的管制者承诺如果电力企业提供普遍服务的话,那么管制者保证其能够在管制价格上收回全部的投资;作为管制合同的受约人电力企业因此进行了包括为提供普遍服务等其他在正常市场竞争环境下不会产生的大量的信任投资。与此同时,为了使承诺更加可信,立约人管制者必须投入一定成本以使管制承诺是可信的。在图1中,横坐标 x 代表管制者为了使承诺更可信而产生的成本,纵坐标 p 代表管制者履约的可能性,随着管制者提供的投资越多,其履约的可能性就越大。x 还可以理解为管制者产生机会主义行为的成本,x 越大,发生机会主义行为的激励就越小。图2中 y 是基于信任的投资(并且假设除了 y 以外公共事业企业没有其他的变动成本)。$R_p(y)$是管制者不改变管制政策,即履行合同时公共事业企业的收益;$R_{np}(y)$是放松管制,即不履行合同之后的收益。图2反映的是公共事业企业对管制者承诺的信任越大,在管制者履约情况下公共事业企业获得的利润就越大,而在公共事业企业违约的情况下其损失也就越大。

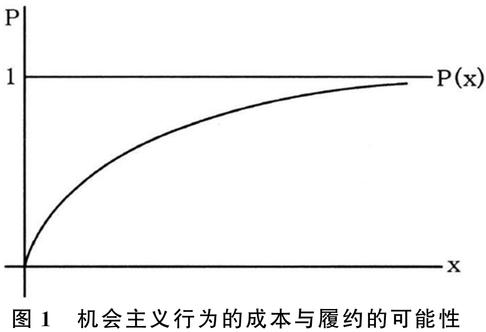

图1　机会主义行为的成本与履约的可能性

$$\max_{x,y}\{p(x)R_p(y)+[1-p(x)]R_{np}(y)-y-x\} \tag{1}$$

公式(1)是基于效率的要求,即根据合同双方的总福利最大的原则建立的。它的第一项和第二项表明公共事业企业的预期收益,第三项是公共事业企业的成本,第四项是管制者的成本。

$$1=p'(x)[R_p(y)-R_{np}(y)] \tag{2}$$

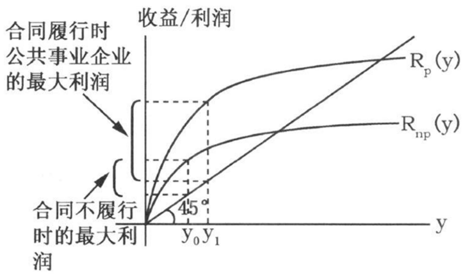

图 2 信任投资与履约的可能性

$$1=pR'_P(y)+(1-p)R'_{np}(y) \tag{3}$$

公式(2)、公式(3)是公式(1)求偏导的变化结果，决定了最大化公式(1)x 和 y 的值，分别用 x^* 和 y^* 表示。根据公式(2)、公式(3)至少可以得到以下两个结论：

结论 1：y^* 的大小取决于管制者的履约概率，但在概率非常低的时候，较低的信任投资才是有效的，即 y^* 接近于 y_0。如果履约是可能的，则很高的信任投资是有效的，即 y^* 接近于 y_1。

结论 2：当履约概率在(0,1)之间的时候，y^* 的值在 y_0 和 y_1 之间。

在上述结论的基础上可以进一步用公式说明搁置成本的赔偿如何能够避免管制者的机会主义行为和对公共事业企业进行长期有效投资产生的激励。如果管制者在改变管制政策之后需要对由此而产生的搁置成本进行赔偿，管制者的目标方程为：

$$\min_x\{x+[1-p(x)]D\} \tag{4}$$

对公式(4)x 求导经整理后得到：

$$1=p'(x)D \tag{5}$$

如果管制者按照完全预期损失赔偿搁置成本，公式(5)则表示为：

$1=p'(x)[R_p(y)-R_{np}(y)]$和效率最优条件之一的公式(3)相同，据此可以得到本部分的第三个结论。

结论 3：完全预期损失赔偿可以使 x 达到最优的 x^*，即搁置成本的补偿能够避免管制者的机会主义行为。

再来看搁置成本补偿对公共事业企业产生的激励。如果管制者能够补偿搁置成本，公共事业企业的目标方程为：

$$\max_y\{pR_p(y)+(1-p)[R_{np}(y)+D]-y\} \tag{6}$$

$$1=pR'_p(y^*)+(1-p)R'_{np}(y)+(1-p)D' \tag{7}$$

若按完全预期赔偿的原则，即 $D=R_p(y^*)-R_{np}(y^*)$，则公式(7)改写为：

$1=pR'_P(y)+(1-p)R'_{np}(y)$，这个公式与公式 3 完全相同，据此得到第四个结论。

结论 4：按照完全预期损失赔偿搁置成本可以得到效率最大化时的最优

投资,即搁置成本补偿能够激励公共事业企业进行长期最优投资。

2.竞争引入是否是不可预知的合同意外

回答这个问题要以中国的经济体制改革为背景。中国改革的进程是无经验的和缓慢的,被称为“摸着石头过河”的实验性改革,但改革的总体趋势是从计划经济向市场经济逐渐过渡。从其他国家电力产业改革的经验来看,打破垄断,引进竞争是席卷全球的趋势,技术的变革和可竞争市场理论也为电力产业引入竞争提供了理论和技术基础。因此,从历史发展趋势的角度,中国电力行业的市场化并不是一个完全不可预知的合同意外。但是,在长期受到计划经济影响的情况下,原有电力管制体制下的电力企业难以根据管制者引入竞争机制时产生的风险对生产函数进行调整,所以接下来的政策问题是,竞争出现的可能性为外生因素时合同双方对风险的适应性。在这种情况下,一个有效的合同应该将风险分配给能够以最小成本适应或承担风险的一方,即合同的哪一方能够更好地适应意外发生所带来的风险。

显然,在合同制订方面中国的电力管制者比电力公共事业企业处于更能防范风险的位置。原因之一,电力管制者在合同制订时更能预见到国家竞争政策的出台。作为一个长期受到严格管制的行业,管制者在预见政策变化方面显然比电力企业拥有更多的信息,因此也就能够有更多的时间进行调整,从而以相对较小的成本适应合同变化可能造成的后果。原因之二,管制者作为一个管制制度的制定者比管制制度的接受者——公共事业企业具有更强的政策适应能力。因此,如果管制制度阻碍了公共事业企业对竞争的适应,如由于管制者的要求电力企业可能没有办法采取成本更低的技术以适应竞争所带来的冲击;普遍服务和一些社会性负担导致企业无法降低成本等,那么管制者就有义务提供搁置成本的补偿。

四、结　语

长期以来中国的管制者基本上只强调管制的行政性作用,或强调管制者与被管制者之间的服从与被服从关系,这实质上强调了传统行政程序的随意性,忽略了管制的合约性质。本文则是在法经济学的体系下,用经济学的分析手段来分析管制者与被管制者之间的合同关系、用管制合同理论探讨搁置成本补偿的合理性。本文得到的初步结论是:

其一,加快形成管制制衡机制,防止无约束的低效率管制滥用。作为政府的“第四部门”,电监会实际上成为集行政执法、准立法权、准司法权力于一身的独特机构,在履行管制契约时,极易制定不公平的契约条款,滥用其特有的自由裁量权。在管制契约的框架下,无论是管制者或被管制者的权利、责任、义务都是有边界的。管制者不能拥有随意的、无程序规则约束的自由裁量权。

其二,导致管制合同无法履行的管制机构应该对公共事业企业应获得的合

理回报进行适当的补偿，使产品或服务的提供者能够弥补其搁置成本，保持财务状况在时间序列上的健康状态。搁置成本补偿具有降低管制者机会主义行为的激励，并有可能在提高效率的要求下，促进被管制电力企业实施最优投资。

参考文献

[1]罗伯特·D. 考特，托马斯·S. 犹伦．法和经济学[M]. 上海：上海财经大学出版社，2001.

[2]齐新宇．搁置成本补偿、竞争效率与中国公共事业改革[A]. 干春晖．中国产业经济评论(第三辑)[C]. 上海：上海人民出版社，2006：2-22.

[3]张建伟．主流范式的危机：法律经济学理论的反思与重整[J]. 法制与社会发展，2005，(5)：57-68.

[4]Baumol W J，J G Sidak. Stranded costs [J]. Journal of Law and Public Policy，1995，18：835-849.

[5]Joskow P L. Does stranded cost recovery distort competition? [J]. The Electricity Journal，1996，(4)：31-35.

[6]Sidak J G，D F Spulber. Deregulatory takings and the regulatory contract [M]. Cambridge UK：Cambridge University Press，1997.

[7]Brennan T J，J Boyd. Political economy and the efficiency of compensation for takings [J]. Contemporary Economic Policy，2005，24：1-23.

[8]Rose-Ackerman S，J Rossi. Disentangling deregulatory takings [R]. Working Paper，No. 7. FSU College of Law and Public Law，2000.

[9]Tomas P Lyon，H Z Huang. Legal remedies for breach of the regulatory contract [J]. Journal of Regulatory Economics，2002，22(2)：107-132.

[10]Kahn E. Can regulation and competition coexist? Solutions to the stranded cost problem and other conundra[J]. The Electricity Journal，1994，(10)：23-35.

[11]Brian Levy，Pablo T Spiller. The institutional foundations of regulatory commitment：A comparative analysis of telecommunications regulation [J]. Journal of Law，Economics，and Organization，1994，10(2)：281-304.

Legal-economic Research of Regulatory Contract and Disposal of Stranded Cost：An Example of Power Industry

QI Xin-yu[1]，LI Jie-qun[2]

(1. *School of Economics*，*Shanghai University of Finance and Economics*，*Shanghai* 200433，*China*；2. *School of International Business Administration*，*Shanghai University of Finance and Economics*，*Shanghai* 200433，*China*)

Abstract：From the legal-economic angle，the marketization reform of public utility means the breach of the initial regulatory contracts by public-utility controllers, leading to damages to public utility enterprises which are known as stranded costs. And the compensation of stranded costs based on the efficiency principle is the remedy of the breach of regulatory contracts. The above logic is the core of the legal-economic issue caused by stranded costs. The paper makes a legal-economic analysis on the relationship between related controllers and public utility enterprises in the reform of China's power market. For public utility controllers in China in the absence of legal constraints for a long time, reasonable disposal of stranded costs will restrict controllers and avoid the abuse of regulations without constraint.

Key words: regulatory contract; stranded cost; legal economics; marketization of public utility

（责任编辑　金　澜）

（上接第16页）

the data of A-share listed companies on both Shanghai and Shenzhen stock markets from 2000 to 2006, this paper makes an empirical study on the micro mechanism of financial development for promoting economic growth. The result finds that if the debt ratio increases by 1%, the increasing percentages of corporate values in areas with higher degree of financial development will be on average 0.54 higher than the ones in areas with lower degree of financial development. And the positive relation between the debt ratio and corporate value only holds in areas with higher degree of financial development. It means that financial development plays an important role in the performance of debt governance. If the companies are located in areas with higher degree of financial development, their debt governance will have a better performance and their corporate values will be more apt to rise. This paper provides a helpful perspective for us to understand the micro mechanism of financial development for promoting economic growth.

Key words: financial development; debt governance; corporate value

（责任编辑　金　澜）