

# 引入责任追偿制度降低了企业过度负债倾向

——来自 2006 年《公司法》修订的证据

封起扬帆 魏浩\*

**摘要:** 本文以 2006 年《公司法》引入责任追偿制度为例,研究了责任追偿制度对企业过度负债的影响。研究发现,引入责任追偿制度显著降低了企业过度负债倾向,作用机制主要在于抑制实际控制人“掏空”企业的动机和降低企业业务多元化发展倾向。本文揭示了有限责任制度缺位与企业过度负债的内在关系,为我国进行相关法律制度改革和防范金融风险等问题提供了新的政策参考。

**关键词:** 有限责任制;法律制度改革;过度负债

**DOI:** 10.13821/j.cnki.ceq.2025.02.12

## 一、引言

近年来,高杠杆率成为我国面临的主要金融风险,非金融部门高杠杆问题尤为严重(周茜等,2020;许晓芳等,2020;刘海明和步晓宁,2022)。去杠杆的实质性工作之一是减少企业负债,因此如何充分客观认识并减少企业过度负债倾向就成为防控金融风险的核心问题(王国刚,2017)。虽然已有文献从多个方面解释了企业过度负债的成因,但是,尚未基于法律制度缺位视角进行研究。作为《公司法》的重要条款,有限责任制将股东损失的上限锁定在投资额以内,极大地激发了企业投资创业的积极性,使分散的资本走向集中。但是,由于企业实际控制人不承担超过其投资额的公司债务责任,有限责任制引致的风险外部化也加剧了企业过度负债等冒险行为(Shavell, 1986)。可见,在严格的有限责任制情景下,企业实际控制人具有“权责不等”的法律特征,探索有限责任制度改革能否以及如何缓解企业过度负债倾向,对于降低金融风险和维持金融安全具有重要的现实意义。有鉴于此,本文就此问题开展研究。

20 世纪以来,随着市场经济在全球范围内的发展,有限责任制的“双刃剑”效应日益凸显。在激励企业投资的同时,为了加强对债权人的保护,西方国家率先提出并实施了“公司法人格否认”制度<sup>①</sup>。该制度的具体含义是,在某些情况下,法院可以无视企业的独立法人资格,将企业的债务强加给企业背后的所有者,即实际控制人。对于企业集团

\* 封起扬帆、魏浩,北京师范大学经济与工商管理学院。通信作者及地址:魏浩,北京市海淀区新街口外大街 19 号,100875;电话:010-58802462;E-mail:weihao9989@163.com。作者感谢本刊匿名审稿专家的建设性意见,以及国家社科基金重大项目(23ZDA050)的资助,文责自负。

<sup>①</sup> 国外法律条款中也称作“揭开公司的面纱”制度。

来说,附属企业(往往是母公司)对其他附属企业进行投资,投资企业将承担超过其投资额的债务连带清偿责任。<sup>①</sup> 由于我国法律制度体系发展较晚,到21世纪初期,我国对债权人利益的保护手段依旧十分有限。2006年,我国《公司法》修订首次引入了“法人人格否认”制度(下文简称“责任追偿制度”),该制度在一定条件下打破了企业实际控制人“权责不等”的法律特征,进一步补充了有限责任制度的缺位。这为本文研究有限责任制度缺位与企业过度冒险问题提供了机会。

本文以2006年我国《公司法》修订引入责任追偿制度作为准自然实验,使用中国工业企业数据库与“企查查”数据平台手工构建的企业集团关系网络数据,利用双重差分法研究了引入责任追偿制度对企业过度负债的影响。在识别策略方面,本文依据法律改革效应在企业层面的差异,分别将集团附属企业与非集团附属的单一企业(下文简称“单一企业”)设定为实验组和控制组。原因在于,虽然单一企业与集团控股企业均会受到责任追偿制度的影响,但是,由于集团内部存在资金归集导致附属企业之间财务混同,并且,母公司往往过度控制子公司资产及业务,因此,在法律实践中,集团附属企业往往面临来自责任追偿制度的更大压力,即受到责任追偿制度的影响更大。本文研究发现,引入责任追偿制度通过抑制实际控制人“掏空”企业的动机和降低企业业务多元化发展倾向两条路径,显著降低了企业的过度负债倾向;作为企业过度冒险的另一个重要表现,企业过度投资倾向也因责任追偿制度的引入而有所减少;为了规避因附属企业过度负债而被追责,企业集团会策略性地将债务向低负债水平的附属企业转移。

本文从两个方面丰富了已有文献。首先,本文补充了探讨企业过度冒险影响因素的相关文献。国内部分文献研究了企业过度负债和过度投资等过度冒险行为的原因,并将其归结于管理者特征(姜付秀等,2009)、股权集中度(俞红海等,2010)、企业所有制(陆正飞等,2015)、利率市场化(郑曼妮等,2018)、现金流分布(彭章等,2021)、特定的金融结构(杨大宇等,2023)等因素。汪玉兰等(2020)的研究发现,与不具备集团属性的单一企业相比,集团附属企业过度负债风险的传染性更广、危害性更大,并将这类特征归因于大股东对子公司“掏空”(Liu and Tian, 2012)。区别于上述研究,本文将法律制度缺位和企业过度冒险行为相联系,以2006年《公司法》修订引入责任追偿制度作为事件冲击,利用细致的企业级数据与手工构建的企业集团关系网络数据,研究了有限责任制度改革与企业过度负债之间的因果关系,这对已有研究是一个重要补充。

其次,本文丰富了法律制度改革与企业行为的相关研究。随着我国市场化发展的逐步推进,越来越多的研究开始关注法律制度改革对企业行为的影响。其中,较为典型和常见的是研究劳动保护如何影响企业绩效的相关文献(刘媛媛和刘斌,2014;钱雪松和石鑫,2024)。另有部分文献关注了知识产权保护加强的一系列经济效益(魏浩和巫俊,2018;甄红线等,2023)。考虑法律制度的影响往往因企业特征而异,最近的研究开始利用双重差分策略,试图探索法律制度改革对企业负债融资的影响(钱雪松和方胜,2017)。但是,针对《公司法》改革经济效应的研究仍然比较缺乏。因此,本文不仅分析了引入责

<sup>①</sup> 企业集团整体不具有企业法人资格,因此不适用于有限责任制。

任追偿制度对企业过度负债的影响,而且分析了责任追偿制度引入对企业过度投资的影响,以及政策冲击下企业集团的策略性调整路径,拓展了法律制度改革的相关研究。

## 二、制度背景与研究假说

### (一) 有限责任制与“法人人格否认”

有限责任制是《公司法》的基石,我国《公司法》规定企业股东具有有限责任,即当企业对外发生债权债务等关系或纠纷时,企业仅以其自有财产对外承担责任,而不会涉及超出股东投资额以外的个人财产。有限责任制度虽然促进了社会投资,但也一定程度上鼓励了企业的过度冒险行为。究其原因,企业破产的部分成本被外部化给了除股东外的其他利益攸关方,即债权人(Easterbrook and Fischel, 1985)。在现实中,部分股东滥用权利转移财产,将公司财产与本人财产混同,导致可以用于履行债务的企业财产大量减少,严重损害债权人的利益。当企业无力偿还债务时,可以通过破产清算的方式注销企业法人资格,以规避实际控制人承担额外的企业债务清偿责任(高旭军,2012;Boomhower, 2019),这很大程度上鼓励了企业过度负债等冒险行为。<sup>①</sup>

在2005年之前,为了限制有限责任制的负面影响,我国最高法院出台了几条补充条款,但是,由于适用范围有限,难以实现对企业实际控制人的责任追偿。2005年10月27日,第十届全国人大常委会第十八次会议高票表决通过了《公司法》修订版本,引入了“法人人格否认”制度,对有限责任制度的缺位形成了重要补充。这个制度的核心内容是,“公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任,逃避债务,严重损害公司债权人利益的,应当对公司债务承担连带责任”。自2006年1月1日《公司法》正式引入“法人人格否认”制度之后,在司法实践层面,法院采用“法人人格否认”条款的案件数量显著增长。根据中国裁判文书网提供的数据,适用该条款的案件数量从2006年的1件迅速增长至2020年的2577件,累计适用案件数超过一万件。

值得注意的是,在我国的司法实践中,法人人格否认的案件大多集中于公司与企业股东人格混同的情形,即在集团母子公司的场合中最为明显(王新新,2009)。一方面,母公司往往构成对子公司的过度控制(韩鹏飞等,2018;黄辉,2020)。另一方面,大型集团常常会对集团内部资金进行归集,设立专款账户甚至设立专门的财务公司对资金进行统一管理,常常导致集团附属企业之间的财务混同(韩艳锦等,2024)。上述现实情况使集团附属企业面临更大被“否认人格”的压力。

### (二) 相关案例

为明晰“法人人格否认”条款在现实中的法律适用情况,本文提供了两个案例。

**案例1** 山西华美奥能源集团有限公司、山西朔州平鲁区华美奥冯西煤业有限公司(简称“冯西煤业”)买卖合同纠纷案。2019年1月,高强煤机制造有限公司(简称“高强煤

<sup>①</sup> 当企业无产可破时,破产程序仅是单纯的程序空转,债权人无法获得任何实质的清偿收益。

机”)对冯西煤业及其实际控制人华美奥能源集团公司提起诉讼,要求冯西煤业偿还欠款,并要求其独资出资人华美奥能源集团公司承担债务连带清偿责任。证据显示,虽然两个公司具有独立的账目,但由于存在多种业务往来,无法有效证明母子公司之间的财务独立情况。最终法院判定,华美奥能源集团公司应当对冯西煤业债务承担连带责任。

**案例 2** 中国农业生产资料集团公司(简称“中农集团公司”)、中国农业生产资料沈阳公司(简称“中农沈阳公司”)借款合同纠纷案。2019年,嘉丰农资有限公司(简称“嘉丰农资”)对中国农业生产资料沈阳公司提起诉讼,要求偿还借款本金。中农集团公司系中农沈阳公司的出资人和实际控制人。中农沈阳公司不享有资产处置权,财务来源于中农集团公司拨款,中农沈阳公司事实上已不具备自主经营、自负盈亏的条件。因此,法院最终判决认定中农集团公司的行为构成滥用法人独立地位和出资人有限责任,应当对中农沈阳公司对嘉丰农资公司的债务承担连带责任。

上述两个司法判例说明,在关联公司中,若存在母公司对子公司的过度控制、无法有力证明母子公司之间的独立性等情况,法院一般倾向于否认子公司的独立人格,使子公司背后的实际控制者(即母公司)承担偿还债权人债务的连带责任。相比于自然人股东,企业法人股东更难以证明自身资产与子公司资产的独立性,子公司因而在司法层面面临更大的被“否认人格”的风险。

### (三) 理论分析与研究假说

基于成本收益分析视角,过度负债企业的实际控制人主要权衡企业破产成本和个人收益,并以此决定是偿还债务还是申请企业破产。当企业处于过度负债状态时,企业是否以及在多大程度上减少债务水平,往往更多地取决于企业所面临的破产成本(许晓芳等,2020)。在严格的有限责任制情景下,企业实际控制人一般不承担超过其投资额的企业债务偿还责任,债务风险被外部化给了债权人,因此,企业有激励从事过度负债等冒险行为。此时,企业的破产成本小于实际控制人所获的利益,实际控制人更倾向于不减少债务水平,而是选择申请企业破产。责任追偿制度的引入改变了实际控制人的成本与收益。当存在债务人刻意利用有限责任权力过度负债或逃避债务等客观现象时,责任追偿制度将对其施加债务追偿压力,否认企业法人的独立人格及股东的有限责任,责令企业的股东(包括自然人股东和企业法人股东)对公司的全部债务负责。在此情景下,企业面临的破产成本将进一步扩展并涵盖至大股东的私有资产,致使实际控制人承担包括全部债务在内的企业破产成本,推动债务人“权责相等”规则的形成,进而减少企业过度负债现象。基于上述分析,本文提出如下理论假设。

**假设 1** 责任追偿制度的引入有利于降低企业过度负债倾向。

接下来,本文分析责任追偿制度引入影响企业过度负债的可能渠道。首先,在有限责任制情景下,实际控制人有激励操纵企业以高负债模式生产经营,通过资金转移、资金占用或者企业间的关联交易等手段,进行自利性利益侵占(李百兴等,2023),即有限责任制可能会激励实际控制人“掏空”企业,从而加剧企业过度负债问题。原因在于,在企业负债尚未触发金融风险时,企业背后的实际控制人能够利用企业的高杠杆获取高额的私

有利益,逐步“掏空”企业,而在企业因过度举债而面临破产时,由于缺乏外部监督,实际控制人能够以有限责任身份规避额外损失,仅以出资额作为沉没成本。但是,随着责任追偿制度的引入,实际控制人对企业的“掏空”将被有效遏制。当企业实际控制人存在滥用权力转移企业财产,或将企业财产与本人财产混同等“掏空”企业的行为时,责任追偿制度将打破法律对实际控制人的有限责任保护,降低实际控制人“掏空”企业的激励,因此,企业过度负债的倾向或有所下降。基于上述分析,本文提出如下理论假设。

**假设2** 责任追偿制度的引入将抑制实际控制人对企业的“掏空”动机,进而降低企业过度负债倾向。

其次,从目标期望来看,企业家通常希望在较短的时间内实现企业规模扩张和影响力扩大。当资金有限时,为了达到这种目的,企业会加大借贷规模,从而进行业务多元化投资(Bester, 1985)。在有限责任情景下,由于实际控制人的企业破产成本被限制在自身投资额之内,企业家盲目做大的冒险心理被进一步放大(Belenzon et al., 2022),从而会导致企业扩大借贷规模甚至是盲目借贷,最终企业过度负债倾向增加。在引入责任追偿制度之后,企业实际控制人“权责不等”的法律特征被打破,企业破产的成本上升,在这样的情况下,为了避免承担企业破产的全部债务,企业实际控制人将会减少借贷,特别是减少盲目借贷,从而导致企业的业务多元化投资减少,进而企业过度负债倾向有所下降。

区别于单一企业,企业集团的业务多元化行为还包括成立新的附属企业。究其原因,在有限责任制情景下,通过将业务拆分至具有独立法人资格的附属企业中,企业集团可以在附属企业之间划分责任,以避免责任风险在集团内部扩散。也就是说,通过将业务拆分至新的附属企业之中,集团实际控制人可以降低因特定产品或业务失败而承担全部债务责任的风险。但是,这一现实情况又容易催生集团附属企业的过度负债问题(Belenzon et al., 2022)。例如,强生集团和3M公司都曾成立子公司来降低其责任风险,世界第一大烟草公司菲利普·莫里斯(Philip Morris)的CEO也承认集团曾通过成立控股公司的方式,将每项业务相隔离。在责任追偿制度引入之后,当某个附属企业从事过度冒险行为时,该附属企业的债务风险可能在集团内部扩散,集团中的投资企业(主要是母公司)将面临承担连带偿债责任的可能。为了避免上述情况发生,企业集团成立新附属企业以规避债务风险的动机可能因此减少。基于上述分析,本文提出如下研究假设。

**假设3** 引入责任追偿制度将通过降低企业业务多元化倾向,减少企业过度负债现象。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文所用数据主要来源于中国工业企业数据库和“企查查”数据查询平台。其中,企业层面的主要经济指标来自中国工业企业数据库,企业的第一大股东持股比例、集团属性、所属集团名称、成员企业数量以及实际控制人等信息来源于“企查查”平台。本文采

取手工获取的方式,在“企查查”平台中搜集相关信息,依据企业名称将企业财务信息和集团控股信息相匹配。对于没有匹配成功的样本,本文依据曾用名再次匹配以补充数据。为了捕捉企业的产品信息,本文从《产品产量数据库》中获取企业产品层面的相关数据,以补充上述主要数据集。本文研究窗口期为2002—2008年。<sup>①</sup>经过数据匹配后,本文最终得到了2002—2008年的独特非平衡面板数据集,涵盖观测样本135万余个。

为了保障数据质量和样本的代表性,在进行实证研究之前,本文对所用数据作如下处理:(1)依据组织机构代码、企业名称、企业地址以及电话号码等信息序贯识别企业;(2)将不同年份的4位国民行业代码统一匹配至2002年的国民行业分类标准;(3)剔除关键变量缺失、职工人数小于8人、不符合基本会计等式的样本;(4)为克服极端值的影响,对研究所用的连续型变量做前后0.5%的缩尾处理;(5)仅保留制造业企业样本。

## (二) 指标构建

### 1. 过度负债

本文的研究目的是考察责任追偿制度引入对存在金融风险企业的过度负债的影响。在法律实践中,只有当企业资不抵债时才可能会被“否认法人人格”,使其实际控制人承担连带偿债责任(高旭军,2012),这就要求在构建过度负债指标时,既要考虑企业所处行业的异质性,也要考虑企业过度负债程度的严峻性。有鉴于此,在已有研究的基础上,本文进一步定义企业的过度负债行为。具体而言,我们参考陆正飞等(2015)和许晓芳等(2020)的研究,构建Tobit模型,分时间和行业对样本进行回归,以预测企业的目标负债率。模型构建如下:

$$TADEBT_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{ij,t-1} + \alpha_2 Mid\_IndB_{j,t-1} + \alpha_3 Growth_{ij,t-1} + \alpha_4 Fata_{ij,t-1} + \alpha_5 Scale_{ij,t-1} + \alpha_6 State_{ij,t-1} +$$

其中, $TADEBT_{ijt}$ 表示第 $t$ 年 $j$ 行业 $i$ 企业的目标负债率,本文以企业实际负债率与目标负债率的差值衡量企业的过度负债程度,并进一步选取行业内过度负债程度位于前10%和5%的企业作为过度负债企业,构建虚拟变量 $Overindebt$ ,若企业被识别为过度负债企业则令其得1,否则得0。这一选取标准使我们能够锚定具有高负债和破产风险的企业。参考Chang et al.(2014)的研究思路,本文依据贝叶斯信息准则(BIC)在模型中加入如下指标作为控制变量:资产收益率( $ROA$ )、行业资产负债率的中位数( $Mid\_IndB$ )、总资产增长率( $Growth$ )、固定资产占总资产的比重( $Fata$ )、企业规模( $Scale$ )、国有属性( $State$ )以及第一大股东持股比例( $Share$ )。

### 2. “法人人格否认”制度

“法人人格否认”是一项在全国范围内同步实施的法律制度,不受企业主观的影响,因此满足准自然实验条件。考虑到中国法律体系主要继承了大陆法系传统,属于成文法国家,并且,在《公司法》修订版正式施行后该制度就已经正式生效,截至目前,该条款适

<sup>①</sup> 篇幅所限,研究窗口期设定的详细依据见附录I。限于篇幅,附录未在正文列示,感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网(<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>)下载。

用案件累计达到 1.2 万余件,形成了广泛的社会影响力,因此,本文以“法人人格否认”制度被明文规定的时间作为事件冲击年限。法律颁布的影响往往会因为企业特征差异而不同,本文结合理论与我国的司法判例,并借鉴钱雪松和方胜(2017)以及钱雪松和石鑫(2024)的研究,从法律改革效应在企业层面的差异出发构造处理组和对照组。具体而言,本文参考 Akey and Appel(2021)的研究思路,依据企业的集团属性判断其所受责任追偿制度实施的差异性影响。选择这一标准主要基于以下考量:

第一,“法人人格否认”制度事实上是对公司已经丧失独立人格的确认和揭示。企业集团是一组处于共同控制下法律上相互独立的企业的集合,是全球主要的企业组织形式(Manikandan and Ramachandran, 2015)。区别于自然人股东控制下的单一企业,集团母子公司之间存在关联交易,更容易出现财产和业务混同,而在我国司法实践中,业务混同又是“法人人格否认”条款适用的重要依据(黄辉,2020)。此外,由于集团内金字塔式的股权结构,母公司往往会操控子公司的财务行为以“掏空”企业,使其丧失独立性。因此,在法律实践中,集团附属企业更容易被“否认法人人格”(Belenzon et al., 2022; 石一峰,2022)。从中国裁判文书网提供的数据看,约有 90%的“法人人格否认”案件判决书以“人格混同”为主裁判理由(李建伟,2021),而“人格混同”的两项具体表征,“人员混同”和“业务混同”主要出现于集团关联公司之中。从判例中被“否认人格”的概率看,单一企业被“否认人格”的概率大约为 64.2%,而对于母子公司而言,这一概率则达到了 87.5%(黄辉,2012)。这表明与单一企业相比,集团附属企业面临更高的被“否认人格”的风险。

第二,企业集团这一独特的企业组织形式,在一定程度上被集团母公司用于隔离子公司的风险活动。具体而言,有限责任制赋予了企业独立人格,将企业的经济责任限制在股东出资额范围内,从而使得母公司不受超过其投资额的子公司债务责任的影响。组织结构的权变理论认为,企业组织形式的最佳方案取决于外部制度因素,而有限责任制是企业集团在世界范围内蓬勃发展的重要制度原因(Manikandan and Ramachandran, 2015)。因此,在责任追偿制度尚未实施之前,即在较为严格地执行有限责任制的情景下,企业集团更多地受益于有限责任制,而在责任追偿制度实施之后,集团附属企业将承担更多的债务责任压力(金剑锋,2005)。

### (三) 识别策略

本文设定如下基准模型:

$$Overindebt_{igt} = \beta_0 + \beta_1 Law_{gt} + \mathbf{Controls}_{it} \cdot \boldsymbol{\pi} + \gamma_t + \theta_i + \epsilon_{it},$$

其中,下标  $i, g, t$  分别表示企业个体、集团属性以及年份。 $Overindebt_{igt}$  是一个二值变量,标记样本是否为过度负债企业。 $Law_{gt}$  表示责任追偿制度引入,由时期虚拟变量  $Dummy\_year$  和集团属性虚拟变量  $Group$  相乘得到,若样本所处时期在 2006 年之前,则令  $Dummy\_year$  得 0,否则得 1,类似的,若观测样本是集团附属企业,则令  $Group$  得 1,否则为 0。 $\mathbf{Controls}_{it} \cdot \boldsymbol{\pi}$  表示一系列企业层面的控制变量及其系数矩阵。本文参考已有研究的做法,选取如下控制变量:企业年龄(Age)、国有属性(State)、外资属性(For-

eign)、融资约束(*Finance*)、资产收益率(*ROA*)、企业规模(*Scale*)以及全要素生产率(*TFP*)。 $\gamma_i$ 、 $\theta_i$ 分别表示时间和企业个体的固定效应。 $\epsilon_{it}$ 表示误差项,本文将标准误差聚类至企业层面。<sup>①</sup>为了缓解样本可比性较低的担忧,本文参考蔡卫星等(2019)的做法,以国有属性、外资属性、融资约束、资产收益率、企业规模以及全要素生产率等指标作为协变量,应用倾向得分匹配(PSM)法进行4阶近邻匹配,减少集团附属企业和单一企业样本之间的差异。<sup>②</sup>

#### 四、责任追偿制度引入与企业过度负债

##### (一) 基准估计结果

本文首先检验了责任追偿制度引入对企业过度负债的影响,结果如表1所示。在第(1)、(2)列中,本文分别检验了责任追偿制度引入对前10%和5%过度负债企业的影响。结果显示,在两列中,双重差分项 *Law* 的系数估计值显著为负,说明责任追偿制度的引入显著减少了集团附属企业过度负债现象。在第(3)、(4)列中,本文进行PSM-DID检验,结果仍保持一致。在表1第(5)列和第(6)列中,本文将集团附属企业划分为母公司和子公司两类,以单一企业作为对照组,检验责任追偿制度引入对两类样本的异质性影响。结果显示,责任追偿制度实施主要降低了集团子公司的过度负债倾向,但对母公司的过度负债概率没有显著影响。这一结果符合经济学逻辑,由于母公司是企业集团的根基,不太可能以高杠杆模式承担风险,企业集团因此更倾向于让处于非核心地位的子公司承担高风险。

表1 责任追偿制度引入对企业过度负债的影响的检验结果

	DID		PSM-DID			
	Overindebt_10%	Overindebt_5%	Overindebt_10%	Overindebt_5%	Overindebt_5%	Overindebt_5%
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Law</i>	-0.0053*** (0.0011)	-0.0021*** (0.0007)	-0.0050*** (0.0012)	-0.0030*** (0.0008)	-0.0022 (0.0013)	-0.0052*** (0.0014)
<i>Age</i>	-0.0000 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	0.0000 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0000 (0.0001)
<i>State</i>	-0.0016 (0.0026)	0.0006 (0.0017)	-0.0051** (0.0026)	-0.0010 (0.0017)	-0.0032 (0.0038)	-0.0025 (0.0027)
<i>Foreign</i>	-0.0092*** (0.0012)	-0.0057*** (0.0008)	-0.0120*** (0.0013)	-0.0069*** (0.0008)	-0.0075*** (0.0017)	-0.0131*** (0.0014)

① 篇幅所限,模型中各变量具体定义与描述性统计结果详见附录II。

② 篇幅所限,PSM的平衡性检验结果及匹配前后的核密度详见附录III。



(续表)

	DID		PSM-DID			
	Overindebt_10%	Overindebt_5%	Overindebt_10%	Overindebt_5%	Overindebt_5%	Overindebt_5%
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Finance</i>	0.1635*** (0.0190)	0.1175*** (0.0124)	0.1780*** (0.0258)	0.1496*** (0.0171)	0.0280 (0.0300)	0.2358*** (0.0301)
<i>ROA</i>	-0.0621*** (0.0022)	-0.0190*** (0.0015)	-0.0868*** (0.0033)	-0.0302*** (0.0022)	-0.0302*** (0.0040)	-0.0809*** (0.0037)
<i>Scale</i>	-0.0078*** (0.0007)	-0.0068*** (0.0004)	-0.0095*** (0.0009)	-0.0078*** (0.0006)	-0.0065*** (0.0010)	-0.0091*** (0.0010)
<i>TFP</i>	-0.0053*** (0.0013)	-0.0059*** (0.0008)	0.0012 (0.0017)	-0.0026** (0.0011)	-0.0024 (0.0020)	0.0017 (0.0020)
Firm FE	是	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是	是
Observations	840 484	840 484	564 074	564 074	177 912	434 138
R-squared	0.5797	0.5383	0.6327	0.6056	0.5846	0.6417

注：由于实际观测样本不同，本文在第(3)–(6)列中均应用了相应的 PSM 权重。\*\*\*、\*\*和\*分别代表系数估计值通过 1%、5%和 10%的显著性测试，下表同。

## (二) 有效性检验

DID 估计结果的可靠性依赖于样本组间的平行趋势假设。由于本文基准估计共涉及了三类样本，分别是集团附属企业(实验组)与单一企业(控制组)、母公司(实验组)与单一企业(控制组)、子公司(实验组)与单一企业(控制组)，我们依次对应用 PSM 策略后上述样本组间的平行趋势进行检验。本文参考已有研究的普遍做法，以事件研究法检验样本组间的平行趋势，并采用如下模型进行估计：

$$Overindebt_{igt} = \sum_{t=2002}^{2008} \beta_t \cdot Pre_{gt} + Controls_{it} \cdot \beta + \gamma_t + \theta_i + \varepsilon_{it},$$

其中， $Pre_{gt}$  表示集团附属企业虚拟变量与不同时期虚拟变量的交互项  $Treat \times Year$ ， $Year$  是时期二值变量，若样本期处于 2006–2008 年的任意一年，则令其为 1，否则为 0。其他项均与基准估计模型保持一致。为了保证模型不存在共线性问题，本文以政策冲击期(2005 年)作为基期估计上式。检验结果如图 1 所示，可以发现责任追偿制度实施(2006 年)之前，三类样本过度负债趋势均不存在显著差异。这一结果不仅验证了本文控制组选取的有效性，也证实不同样本组间的平行趋势得到了满足。

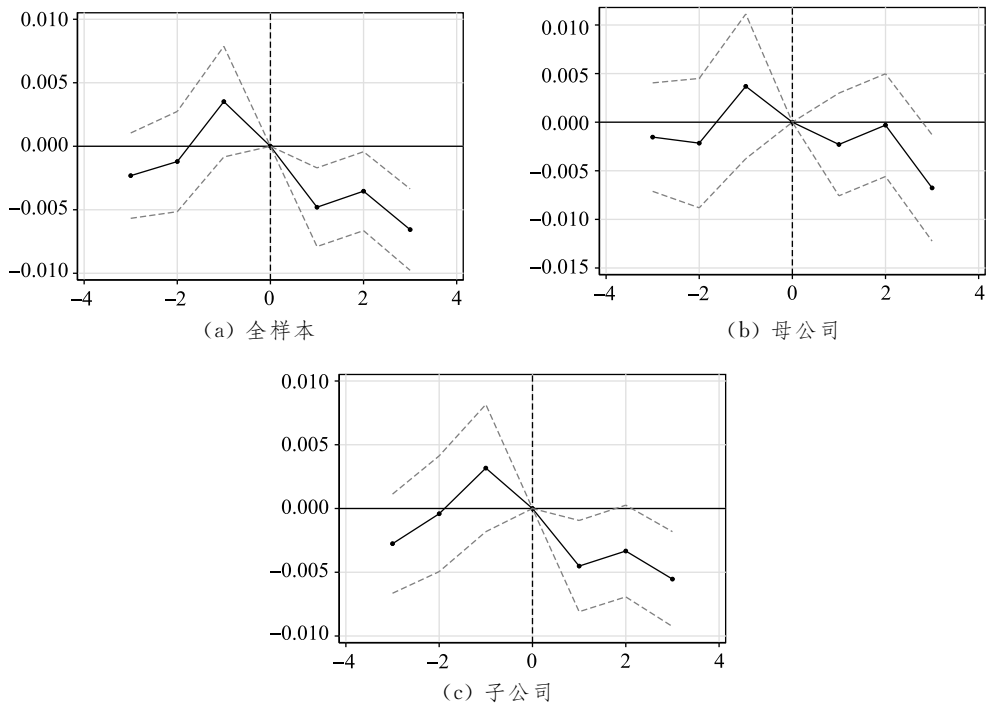


图1 过度负债趋势检验

### (三) 稳健性检验

为了验证本文主要结论的可靠性,我们进行了多类稳健性检验。具体包括:(1)安慰剂检验;(2)替换过度负债的衡量标准;(3)替换PSM的匹配方法;(4)剔除市场选择效应;(5)重设研究窗口期;(6)替换模型的估计方法;(7)更改模型设定;(8)更换标准误的聚类方式。其中,第(1)类稳健性检验结果详见附录IV图IV1,第(2)至(5)类稳健性检验结果详见附录IV表IV1,第(6)至(8)类稳健性检验结果详见附录IV表IV2。上述结果均支持了本文主要结论的稳健性。

## 五、机制检验

### (一) 实际控制人“掏空”企业的动机

本文提出,抑制实际控制人“掏空”企业的动机,可能是责任追偿制度缓解企业过度负债的主要渠道之一。限于数据可得性,我们以企业“高存高贷”和大量分红等指标捕捉“掏空”行为。首先,“高存高贷”是指企业内大量的有息负债和货币资金同时存在,意味着企业资金很可能被大股东通过各种手段占用。其次,大量分红是子公司资金流入大股东手里的途径之一,通过分红的方式,将资金从金字塔股权结构的底端流向金字塔股权结构的顶端,最终全部转化为最终控制人的私人利益。在指标选取上,我们以流动资产占比与负债率均处于当年行业前10%作为“高存高贷”(higher cash and higher loans)企业的表征,以所有者权益与总利润的比值是否位于行业前10%作为企业大量分红(large

*dividend*)的衡量指标。将上述两类指标作为因变量纳入模型,检验机制假设正确与否。

表2展示了相应的估计结果。第(1)列和第(3)列以全部企业为样本,检验了责任追偿制度对企业“高存高贷”和大量分红现象的影响,结果表明,制度引入显著减少了上述两类现象,证实了责任追偿制度引入有效降低了实际控制人“掏空”企业的动机。在企业集团情景下,母公司往往会“掏空”子公司,而子公司“掏空”母公司的现象较为罕见。因此,不难推测,责任追偿制度引入的影响应当在子公司样本中显著。为了证实上述推断,在表2第(2)列和第(4)列中,我们仅保留了集团子公司样本和非集团附属的单一企业样本,以集团子公司作为实验组重新进行了估计。结果显示,对于子公司样本,责任追偿制度的引入依然能够显著抑制“高存高贷”和大量分红现象。

表2 实际控制人“掏空”企业机制检验结果

	<i>higher cash and higher loans</i>	<i>higher cash and higher loans_Sub subsidiary</i>	<i>large dividend</i>	<i>large dividend_Sub subsidiary</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Law</i>	-0.0013** (0.0005)	-0.0011* (0.0006)	-0.0101*** (0.0017)	-0.0117*** (0.0019)
Controls	是	是	是	是
Firm FE	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是
Observations	840 484	776 887	840 484	776 887
R-squared	0.5451	0.5479	0.4872	0.4876

## (二) 企业业务多元化发展倾向

本文提出,责任追偿制度引入可能会通过减少企业业务多元化的途径降低过度负债倾向,我们在此对这一假设进行检验。参考已有研究的普遍做法,我们将企业生产的产品种类数量和单个集团内的附属企业数量定义为业务多元化程度。在指标构造方面,由于中国工业企业数据库并未提供企业生产的产品种类数量的详细信息,本文参考吕越和邓利静(2020)的研究,从《产品产量数据库》中获取企业生产产品的种类数量数据,企业产品数量(*Product\_Category*)以企业产品种类数的对数值作为指标。对于集团附属企业数量(*Firm\_Number*)的测算,本文以集团附属企业数量的对数值作为指标。

表3展示了相应的实证检验结果。第(1)列估计结果显示,责任追偿制度引入显著抑制了企业生产产品的种类数量。本文在表3第(3)列中进一步检验了责任追偿制度引入对集团附属企业数量的影响。结果表明,责任追偿制度引入显著减少了集团附属企业数量。在第(5)列中,我们以集团内是否存在过度负债企业为因变量(*Dummy\_Overdebt*),以附属企业数量的对数值作为自变量,检验发现,集团附属企业数量越多,集团内部存在过度负债企业的概率越大。最近的研究表明,将对存有0值的被解释变量做对数化处理,所得的处理效应不能解释为百分比,并且,平均处理效应也可能受到测度单位的干扰

而产生估计偏差(Chen and Roth, 2024),因此,我们参考这个做法,在第(2)列和第(4)列中利用泊松回归模型重新进行估计,所得结果仍与上述结论一致。

表3 企业多元化经营机制检验结果

	<i>Product_Category</i>	<i>Product_Category</i>	<i>Firm_Number</i>	<i>Firm_Number</i>	<i>Dummy_Overdebt</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Law</i>	-0.0553*** (0.0041)	-0.0372*** (0.0110)	-0.6006*** (0.0081)	-9.7358*** (0.0141)	0.0001*** (0.0000)
Controls	是	是	是	是	否
Firm FE	是	否	是	否	否
Year FE	是	否	是	否	是
Observations	29 093	70 599	564 074	657 052	186 925
R-squared	0.9496	0.0052	0.9922	0.4800	0.0140

## 六、进一步研究

### (一) 引入责任追偿制度与企业过度投资倾向

作为企业过度冒险行为的另一代表性指标,过度投资也值得关注。基于本文的逻辑,如果引入责任追偿制度能缓解企业集团“权责不等”现象,那么,企业的过度投资行为也会因此而减少。有鉴于此,本文进一步对责任追偿制与企业过度投资行为进行了分析。参考杨大字等(2023)的研究,本文以如下模型估计企业的过度投资程度:

$$INVEST_{ijt} = \mu_0 + \mu_1 GROWTH_{ij,t-1} + \tau_{ijt},$$

其中, $INVEST_{ijt}$ 表示企业当期新增投资, $INVEST_{ijt} = (\text{长期投资} + \text{短期投资} - \text{本年折旧}) / \text{资产总额}$ 。 $GROWTH_{ij,t-1}$ 表示企业的投资机会,以企业上一年的营业收入增长率衡量。首先通过对上述模型进行分行业分年度的回归,得到每一样本的估计残差。之后,将估计残差数值位于前5%的样本定义为过度投资企业,设置虚拟变量 *Overinvest*。作为比较,本文依据过度投资程度是否位于该年度行业的后50%,设置虚拟变量 *Non\_Overinvest* 以表示样本是否是非过度投资企业。

表4显示了相应的实证研究结果。第(1)列结果显示,责任追偿制度引入显著降低了集团附属企业过度投资的可能性。第(2)列结果表明,责任追偿制度显著提高了集团附属企业成为非过度投资企业的可能性。在第(3)列中,我们将企业当年的新增投资规模作为被解释变量进行检验,结果发现,责任追偿制度的实施提高了集团附属企业的新增投资规模。可能的原因是,企业集团会在附属企业之间策略性地分配投资,以保障投资利润。为了检验这一猜测,本文进一步构造了三重交互项 *Law\_Non\_Overinvest* 并将其纳入估计模型。表4第(4)列的结果显示,与其他企业相比,责任追偿制度的引入促使集团内部非过度投资企业承担更多新增投资,这证实了企业集团策略性配置投资现象的存在。

表 4 责任追偿制度引入对企业过度投资影响的检验结果

	<i>Overinvest</i>	<i>Non_Overinvest</i>	<i>Investment</i>	<i>Investment</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Law</i>	-0.0095***	0.0245***	0.0027***	-0.0062***
	(0.0009)	(0.0015)	(0.0004)	(0.0003)
<i>Law_Non_Overinvest</i>				0.0324***
				(0.0009)
Controls	是	是	是	是
Firm FE	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是
Observations	564 074	564 074	310 095	310 095
R-squared	0.4761	0.9256	0.7281	0.7329

## (二) 集团内部的债务配置行为

考虑企业集团这一独特的企业组织形式, 以及其过度负债风险传染性更广、危害性更大的较高金融风险特征, 本文进一步分析了企业集团在法律制度改革下的应对策略。在有限责任制情景下, 企业集团能够凭借整体背书将债务集中于少数子公司之中, 在规避连带责任的同时, 实现企业集团预期的负债目标, 缩小集团实际负债水平与预期负债目标的距离(汪玉兰等, 2020)。而责任追偿制度的引入提高了实际控制人面临的子公司破产成本, 企业集团为了规避因附属企业过度负债而被追责, 可能会利用内部资本市场, 在各附属企业之间重新配置债务。“共同保险”理论指出, 为了帮助部分劣势附属企业脱离困境, 企业集团会在各附属企业之间差异化地分配资源, 将风险向其他企业转移(Fisman and Wang, 2010)。因此, 从债务配置方向看, 在责任追偿制度引入之后, 低负债水平的集团附属企业或将承担更多的集团债务(吴秋生和黄贤环, 2017)。

表 5 第(1)列结果显示, 责任追偿制的引入提高了集团附属企业的资产负债率(*Debt*)。之后, 本文分别依据企业过度负债水平是否位于行业后 25% 和 10%, 设置虚拟变量 *Lower-indebte\_25%* 和 *Lower-indebte\_10%*, 构建三重交互项 *Law\_Lower-indebte\_25%* 和 *Law\_Lower-indebte\_10%*, 检验责任追偿制度引入是否提高了负债水平较低的集团附属企业的债务。表 5 第(2)至(3)列的结果显示, 三重交互项系数显著为正, 这说明相较于拥有较高负债率的附属企业而言, 责任追偿制度实施会显著提高较低负债率附属企业的负债水平。为了进一步确认债务在集团内部低负债企业中的再分配机制存在, 我们依据负债率的大小识别附属企业在集团内的排序(*Order*), 负债水平越高排序越靠后, 通过构建三重交互项 *Law\_Order* 的方式进行实证检验。第(4)列结果表明, 三重交互项系数估计值显著为负, 这说明责任追偿制度显著提高了负债水平较低附属企业的负债水平, 即证实了上述推论。

表5 企业集团债务再分配的检验结果

	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Law</i>	0.0037*** (0.0014)	-0.1469*** (0.0019)	-0.1943*** (0.0028)	0.1267*** (0.0012)
<i>Law_Lower-indebte_25%</i>		0.1987*** (0.0016)		
<i>Law_Lower-indebte_10%</i>			0.2154*** (0.0026)	
<i>Law_Order</i>				-0.0006*** (0.0001)
Controls	是	是	是	是
Firm FE	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是
Observations	564 074	564 074	564 074	564 074
R-squared	0.7833	0.7930	0.7883	0.8660

## 七、政策含义

当前,企业过度负债问题依旧严峻,是威胁我国金融安全的重要因素。本文的研究具有重要的政策启示意义:第一,有限责任制度的缺位是企业过度负债的重要制度性原因,因此,应当继续健全、完善和推进“法人人格否认”相关法律条款,对该法律条款既要做到审慎适用,又要做到当用则用,以法律制度的改革和执行降低企业过度负债的倾向,保障金融安全。第二,重点关注“高存高贷”企业和业务多元化程度较高企业的债务风险问题,制定动态监测预警机制和风险企业清单,通过发送问询函等方式,加大对这两类企业资金真实性以及业务财务异常变动的核查,避免这两类企业暴雷对市场秩序造成严重干扰。第三,与单一企业相比,企业集团的债务风险更大,并且,集团附属企业往往利用内部交易隐匿资产和逃避债务,因此,应当加强对企业集团的监管。企业集团涉及多行业多地区经营,内部交易呈现网络化和复杂化,各地的监管部门可以依靠数字化技术建立“互联互通”的一体化办公体系,打破跨行业和跨地区的信息沟通壁垒,对企业集团财务状况实施有效管控。

## 参考文献

- [1] Akey, P., and I. Appel, “The Limits of Limited Liability: Evidence from Industrial Pollution”, *The Journal of Finance*, 2021, 76(1), 5-55.

- [2] Belenzon, S., H. Lee, and A. Pataconi, "Managing Risk in Corporate Groups: Limited Liability, Asset Partitioning, and Risk Compartmentalization", *Strategic Management Journal*, 2022, 44(12), 2888-2921.
- [3] Bester, H., "Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 1985, 75(4), 850-855.
- [4] Boomhower, J., "Drilling Like There's No Tomorrow: Bankruptcy, Insurance, and Environmental Risk", *American Economic Review*, 2019, 109(2), 391-426.
- [5] 蔡卫星、倪晓然、赵盼, "企业集团对创新产出的影响:来自制造业上市公司的经验证据",《中国工业经济》,2019年第1期,第137—155页。
- [6] Chang, C., X. Chen, and G. Liao, "What Are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China?", *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, 30, 87-113.
- [7] Chen, J., and J. Roth, "Logs with Zeros? Some Problems and Solutions", *The Quarterly Journal of Economics*, 2024, 139(2), 891-936.
- [8] Easterbrook, F. H., and D. R. Fischel, "Limited Liability and the Corporation", *The University of Chicago Law Review*, 1985, 52, 89.
- [9] Fisman, R., and Y. Wang, "Trading Favors within Chinese Business Groups", *American Economic Review*, 2010, 100(2), 429-433.
- [10] 高旭军, "论'公司人格否认制度'中之'法人人格否认'",《比较法研究》,2012年第6期,第34—42页。
- [11] 韩鹏飞、胡奕明、何玉, "企业集团运行机制研究:掏空、救助还是风险共担?",《管理世界》,2018年第5期,第120—136页。
- [12] 韩艳锦、李安琪、张雯, "内部资本市场效率与成本粘性——来自民营企业集团的证据",《会计研究》,2024年第2期,第113—124页。
- [13] 黄辉, "公司集团背景下的法人格否认:一个实证研究",《中外法学》,2020年第2期,第494—513页。
- [14] 黄辉, "中国公司法人格否认制度实证研究",《法学研究》,2012年第1期,第3—16页。
- [15] 姜付秀、伊志宏、苏飞, "管理者背景特征与企业过度投资行为",《管理世界》,2009年第1期,第130—139页。
- [16] 金剑锋, "公司人格否认理论及其在我国的实践",《中国法学》,2005年第2期,第117—125页。
- [17] 李百兴、高蕴哲、王鹏宇, "连锁非控股股东的内部治理效应研究——基于控股股东掏空视角",《会计研究》,2023年第3期,第61—82页。
- [18] 李建伟, "关联公司法人人格否认的实证研究",《法商研究》,2021年第6期,第103—115页。
- [19] 刘海明、步晓宁, "民营企业债务违约是内因驱动吗?——基于短贷长投和多元化经营视角的分析",《金融研究》,2022年第3期,第79—95页。
- [20] Liu, Q., and G. Tian, "Controlling Shareholder, Expropriations and Firm's Leverage Decision: Evidence from Chinese Non-tradable Share Reform", *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(4), 782-803.
- [21] 刘媛媛、刘斌, "劳动保护、成本粘性与企业应对",《经济研究》,2014年第5期,第63—76页。
- [22] 陆正飞、何捷、窦欢, "谁更过度负债:国有还是非国有企业?",《经济研究》,2015年第12期,第54—67页。
- [23] 吕越、邓利静, "全球价值链下的中国企业'产品锁定'破局——基于产品多样性视角的经验证据",《管理世界》,2020年第8期,第83—98页。
- [24] Manikandan, K. S., and J. Ramachandran, "Beyond Institutional Voids: Business Groups, Incomplete Markets, and Organizational Form", *Strategic Management Journal*, 2015, 36(4), 598-617.
- [25] 彭章、施新政、陆瑶, "失业保险与公司财务杠杆",《金融研究》,2021年第8期,第152—171页。
- [26] 钱雪松、方胜, "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》,2017年第5期,第146—160页。
- [27] 钱雪松、石鑫, "加强劳动保护提高了劳动收入份额吗?——基于《劳动合同法》实施的经验研究",《经济学》(季刊),2024年第1期,第286—302页。
- [28] Shavell, S., "The Judgment Proof Problem", *International Review of Law and Economics*, 1986, 6(1), 45-58.

- [29] 石一峰,“关联公司人格否认动态判断体系的构建”,《环球法律评论》,2022年第3期,第147—162页。
- [30] 王国刚,“‘去杠杆’:范畴界定、操作重心和可选之策”,《经济学动态》,2017年第7期,第16—25页。
- [31] 王新新,“论我国公司法人人格否认制度”,《东南学术》,2009年第3期,第99—106页。
- [32] 汪玉兰、窦笑晨、李井林,“集团控制会导致企业过度负债吗”,《会计研究》,2020年第4期,第76—87页。
- [33] 魏浩、巫俊,“知识产权保护、进口贸易与创新型领军企业创新”,《金融研究》,2018年第9期,第91—106页。
- [34] 吴秋生、黄贤环,“财务公司的职能配置与集团成员上市公司融资约束缓解”,《中国工业经济》,2017年第9期,第156—173页。
- [35] 许晓芳、周茜、陆正飞,“过度负债企业去杠杆:程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据”,《经济研究》,2020年第8期,第89—104页。
- [36] 杨天宇、许晓芳、陆正飞,“金融结构与企业过度投资:基于社会融资结构的证据”,《管理世界》,2023年第7期,第121—140页。
- [37] 俞红海、徐龙炳、陈百助,“终极控股股东控制权与自由现金流过度投资”,《经济研究》,2010年第8期,第103—114页。
- [38] 甄红线、王玺、方红星,“知识产权行政保护与企业数字化转型”,《经济研究》,2023年第11期,第62—79页。
- [39] 郑曼妮、黎文靖、柳建华,“利率市场化与过度负债企业降杠杆:资本结构动态调整视角”,《世界经济》,2018年第8期,第149—170页。
- [40] 周茜、许晓芳、陆正飞,“去杠杆,究竟谁更积极与稳妥?”,《管理世界》,2020年第8期,第127—148页。

## Introduction of Liability Recovery System and Corporate Over-indebtedness: Evidence from the 2006 Amendments to the Companies Act

FENG Qiyangfan WEI Hao\*  
(Beijing Normal University)

**Abstract:** Taking the introduction of the liability recovery system in the Companies Act 2006 as a case study, we attempt to assess its impact on corporate over-indebtedness. Our findings indicate that the implementation of this liability recovery system significantly mitigates the propensity for firms to become over-indebted. Key pathways through which this policy operates include diminishing the incentives for actual controllers to “strip” assets from their firms and alleviating pressures associated with corporate diversification. This research elucidates the intrinsic link between the absence of a limited liability framework and corporate over-indebtedness, offering valuable policy insights.

**Keywords:** limited liability protection; legal system reform; over-indebtedness

**JEL Classification:** D21, K22, P34

---

\* Corresponding Author: WEI Hao, Business School, Beijing Normal University, Haidian District, Beijing 100875, China; Tel: 86-10-58802462; E-mail: weihao9989@163.com.