

上市公司

债务融资结构研究

杨兴全◎著

Research
on the Debt
Financing Structure
of Listed Companies



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

石河子大学哲学社会科学优秀学术著作出版基金资助项目

上市公司 债务融资结构研究

杨兴全◎著



经济管理出版社
ECONOMIC & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司债务融资结构研究/杨兴全著. —北京:
经济管理出版社, 2008.12

ISBN 978 - 7 - 5096 - 0471 - 7

I. 上… II. 杨… III. ①上市公司—债务—研究
②上市公司—融资—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 193640 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：北京亨利达印刷有限公司

经销：新华书店

组稿编辑：曹 靖

责任编辑：曹 靖

技术编辑：黄 铄

责任校对：陈 颖

880mm × 1230mm/32

7.75 印张 215 千字

2008 年 12 月第 1 版

2008 年 12 月第 1 次印刷

定价：19.00 元

书号：ISBN 978 - 7 - 5096 - 0471 - 7

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部
负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

目 录

第一章 导论	1
一、研究背景与意义	1
二、研究文献综述	5
(一) 国外研究综述	5
(二) 国内研究综述	8
三、研究的基本方法与基本约定	10
(一) 研究的基本方法	10
(二) 研究的基本约定	11
四、研究思路与主要创新	11
(一) 研究思路与内容	11
(二) 主要创新之处	13
第二章 债务融资与债务融资结构	16
一、融资方式及其演变规律	16
(一) 融资方式的分类	16
(二) 融资方式的演变规律	20
二、债务融资的公司治理效应	23
(一) 当企业的外部融资总额和经营者的持股数量不变时， 通过债务融资能提高经营者的持股比例，进而缓和 股东与经营者之间的冲突	23
(二) 清偿到期债务对经营者支出自由现金流量具有 硬约束	25
(三) 债务可以作为一种担保机制，促使经营者努力 工作	26

(四) 债权人为了确保他们的债权得到偿还而加强对经营者的监督	27
三、债务融资结构的界定	27
(一) 债务期限结构	28
(二) 债务布置结构	29
(三) 债务优先结构	29
(四) 债务融资结构的其他分类	30
(五) 资本结构、财务结构、融资结构与债务结构	32
第三章 制度、市场环境 with 债务融资结构: 一个理论分析框架 ..	34
一、制度环境: 影响公司债务结构的社会装置	34
二、企业产权性质与公司治理机制	35
(一) 企业的产权性质与债务融资结构	35
(二) 公司治理机制与债务融资结构	37
三、融资制度与债务融资结构	38
四、投资者的法律保护与债务融资结构	40
(一) 投资法律保护对企业融资能力与融资结构的影响	40
(二) 投资者法律保护对债务融资结构的影响	45
五、金融市场发展与债务融资结构	49
(一) 金融市场: 上市公司债务融资的平台	49
(二) 资本市场有效性与债务结构优化	51
第四章 债务融资结构与公司治理	54
一、债务融资结构与公司治理: 共生与互动	54
(一) 融资结构: 公司治理的基础	54
(二) 公司治理结构: 影响债务结构安排的主要因素	56
(三) 公司治理影响债务结构的实证研究: 以债务期限结构为例	58
二、债务融资结构的公司治理效应分析	66
(一) 债务的优先结构与公司治理	66
(二) 债务期限结构与公司治理	67
(三) 债务的集中度与公司治理	69

(四) 债务布置结构与公司治理	71
三、债务融资结构实现治理效应的条件	72
(一) 债务融资契约的治理效率以有效的债务履行机制 为基础	72
(二) 债权人必须有能力, 特别是有动力监控企业	73
(三) 各种债务结构应相互协调配置	75
第五章 上市公司债务融资结构影响因素的理论分析	77
一、基于代理成本理论的债务结构影响因素分析	77
(一) 融资契约中的代理成本	77
(二) 代理成本与债务融资结构	81
(三) 上市公司债务结构选择: 代理成本最小化	87
二、基于信号传递理论的债务结构影响因素分析	88
(一) 信息不对称与债务期限结构	88
(二) 信息不对称与债务布置结构	91
(三) 信息不对称与债务优先结构	92
(四) 信息不对称与债务品种结构	92
三、基于税收假说的债务结构影响因素分析	92
(一) 税收假说与债务期限	92
(二) 税收假说与债务优先结构	93
第六章 上市公司债务期限结构影响因素的实证研究	95
一、债务期限结构影响因素的实证研究	95
(一) 样本选择与变量设计	95
(二) 变量的描述性统计	98
(三) 债务期限结构影响因素的回归分析与结果	102
二、债务融资、债务期限与公司成长性的进一步实证研究	104
(一) 理论分析与研究假设	105
(二) 研究模型与变量设计	107
(三) 实证检验结果与分析	108
(四) 研究结论	112

第七章 上市公司债务布置与优先结构影响因素的实证研究	114
一、债务布置结构影响因素的实证研究	114
(一) 样本选择与数据来源	114
(二) 变量设计与描述性统计	114
(三) 回归结果与分析	117
二、债务优先结构影响因素的实证研究	118
(一) 样本选择与数据来源	118
(二) 变量设计与描述性统计	118
(三) 回归结果与分析	120
(四) 研究结论	122
第八章 债务融资、债务结构与公司价值的实证研究	123
一、债务融资、债务期限与公司价值	123
(一) 理论分析与研究假设	124
(二) 研究设计	128
(三) 检验结果与分析	131
(四) 研究结论与启示	137
二、债务布置结构与公司价值	138
(一) 理论分析与研究假设	138
(二) 样本选择与数据来源	139
(三) 变量设计	139
(四) 检验结果与分析	141
(五) 研究结论	144
三、债务融资结构与公司过度投资行为	144
(一) 理论分析与研究假设	144
(二) 样本选择与数据来源	146
(三) 研究模型与变量设计	147
(四) 检验结果与分析	148
(五) 研究结论	151
第九章 制度背景、股权性质与公司债务融资结构的实证研究	153
一、理论分析与文献回顾	153

二、制度背景与研究假设	155
三、研究设计	159
(一) 样本选择及数据来源	159
(二) 变量定义	160
(三) 模型设计及描述性统计	162
四、实证结果及分析	163
(一) 对假设 1 与假设 2 的检验结果	163
(二) 对假设 3 与假设 4 的检验结果	168
(三) 假设 5 的检验结果	174
(四) 稳定性检验	179
五、结论及启示	184
第十章 优化我国上市公司债务融资结构的制度安排	185
一、我国债务融资结构制度环境的现状透视	186
(一) 金融法治环境不完善, 债权人权益未得到法律的有效 保护	186
(二) 金融市场存在结构性缺陷	191
(三) 市场型的融资制度尚未真正形成	195
(四) 诚信缺失严重, 信用制度建设滞后	199
(五) 金融机构的运营效率有待提高	200
(六) 上市公司治理机制还不能有效激励经营者选择最优的 债务融资结构	202
(七) 公司内部控制的目標还未有效实现	203
二、完善我国制度与市场环境的路径选择	204
(一) 进一步加强债权人的法律保护	204
(二) 协调发展各类金融市场, 形成金融市场子系统的良性 互动、和谐发展	206
(三) 减少政府直接干预, 构建市场型的融资制度	208
(四) 切实加强信用建设, 营造良好的诚信文化氛围	210
(五) 进一步推进国有商业银行的公司化改革, 提高管理 效率	211

(六)完善公司治理机制,为上市公司优化债务融资结构 提供条件.....	213
(七)完善与公司治理相衔接的内部控制制度.....	216
总体研究结论	218
主要参考文献	226
后记	240

第一章 导 论

一、研究背景与意义

新古典经济学认为企业是一个“黑箱”，是按照市场均衡确定的价格将生产要素组合起来追求利润最大化的生产函数。新古典经济学对企业的定义以下列假设条件为基础：经济行为主体的理性、充分信息和完全竞争，以及资源的自由流动与同质性假设^①。从以上假设可以看出，新古典经济学实质上把企业描述为一个充分有效率和交易成本为零的基本微观经济单位，企业无需考虑采购、销售过程以及货币资本的缺乏，经营者唯一要做的就是依据其生产函数确定最佳产量。企业财务学作为应用经济学的一个分支，几乎完全按照新古典经济学的假说展开研究，作为企业财务学重要内容的融资决策也不例外，对此做出开创性贡献的是美国财务学家 Modigliani 和 Miller (1958)^②。MM 提出的 MM 模型证明，在完善的资本市场条件下^③，企业不同融资方式的选择与企业的价值无关。也就是说，在资本市场完善的情况下，企业无需考虑融资决策，企业融资无效率可言。建立在新古典经济学基础之上的 MM 定理，在完善资本市场的严格假设下无疑是正确的。但是，由于在现实的市场中交易成本大量存在，MM 定理成立的假设前提与现实不符，企业选择

①杨瑞龙、周业安：《企业共同治理的经济学分析》，经济科学出版社，2001。

②Modigliani 和 Miller 1958 年、1963 年分别发表在《美国经济评论》第 48 卷与第 53 卷上的“资本成本、公司财务和投资理论”和“企业所得税和资本成本：一项修正”两篇论文被认为是现代财务理论的开创性论文。

③完善资本市场假设主要包括完全竞争市场、不存在交易成本和税收、套利完全自由、信息完全性和对称性。

不同融资方式的融资决策不可能与企业的价值无关。虽然，MM 定理在现实中不能成立，但其为后来的财务学家研究企业融资决策做出了开拓性的工作，成为现代融资理论发展的基石。

20 世纪 70 年代以来，国外学者打破资本市场完美假设展开资本结构研究，形成了丰富的文献。包括：①代理成本模型；②信息不对称模型；③产品/投入品的特征与竞争模型；④公司控制权竞争模型。

代理成本模型是由 Jensen 和 Meckling (1976) 在 Fama 和 Miller (1972) 前期工作的基础上开创的。代理成本模型以委托代理理论为基础，强调的是债务融资比例和经理人行为之间的关系，认为增加债务融资比例能够缓和股东与经理人的冲突，企业债务融资比例与公司价值正相关。Jensen (1986) 与 Stulz (1990) 认为增加企业财务杠杆能限制经营者的随意决定权，Jensen (1986) 把负债的这种功效称为负债产生的“控制假说” (Control Hypothesis)。Harris 和 Raviv (1990) 认为，即使企业清算对投资者有利，经营者也可能为了自己的私利而使企业持续运营，负债能够作为一种约束装置的原因是，企业债务违约赋予债权人强制清算企业的选择权，以及负债能够产生债权人用于评估包括清算在内的企业重要经营决策的信息。Grossman 和 Hart (1982) 通过建立一个正式的代理模型，认为债务可被视为一种担保机制，能够使经营者多努力工作，少个人享受，并做出更好的投资决策。其理由是经营者的效用依赖于他的经理职位，从而依赖于企业的生存，一旦企业破产，经理将失去任职的一切好处，对经理来说，存在较高的私人收益与较高的因破产而丧失所有任职好处的风险之间的权衡。企业破产的可能性与负债比例正相关，所以，负债融资可被当做一种缓和股东与经理冲突的激励机制。代理成本模型的其他主要经典文献还包括 Hirshleifer 和 Thakor (1989)、Diamond (1989)。

信息不对称模型是以信息不对称理论为基础研究企业的债务融资政策，其又进一步分为两种：一种是缓和企业投资过度与不足的优序融资 (Pecking Order) 理论 (Myers 和 Majluf, 1984)。优序融

资理论的两个中心思想是：偏好内部融资；如果需要外部融资，则偏好债务融资。这类的主要经典文献还有 Narayanan (1988)、Heinkel 和 Zechner (1990)。另一种是企业投资项目确定时，向外部投资者传递企业内部信息的 Ross (1977)、Leland 和 Pyle (1977) 的信号模型。他们都以企业经营者与外部投资者在企业投资项目预期收益方面存在着信息不对称为前提，但是他们分析的视角又有所不同。Ross (1977) 从企业经营者破产成本的角度分析了融资结构的信息传递效应，Leland 和 Pyle (1977) 从企业经营者风险厌恶的角度，分析了融资结构选择的信息传递效应。他们的基本观点是，在均衡状态下，优质企业的经营通过提高负债融资比例的方式向资本市场上的外部投资者传递其拥有优质投资项目的信息。

产品/投入品的特征与竞争模型主要有两种：一是研究企业债务融资与其产品或投入品特征之间的关系，代表性的经典文献是 Titman (1984)。二是研究企业的负债融资与产品市场竞争战略之间的关系。对这一问题的研究存在着两种截然不同的观点：一种观点认为企业负债融资比例的上升可以使企业在产品市场竞争中更具进攻性，从而增强其在产品市场上的竞争力，持这一观点的代表是 Brander 和 Lewis (1986)。另一种观点恰好相反，认为企业负债融资比例的上升使企业在产品市场竞争中更为软弱，从而处于不利地位。这一观点的主要代表是 Bolton 和 Scharfstein (1990)。何种理论模型对企业现实的融资政策选择更具说服力，需要得到实证研究的验证，20 世纪 90 年代初以来，西方经济学家开始关注对以上两个理论模型的实证研究。现有的实证研究基本上支持了 Bolton 和 Scharfstein (1990) 的理论假说，而 Brander 和 Lewis (1986) 的理论模型基本上未得到实证研究的支持。这种模型的经典实证研究文献主要有 Opler 和 Titman (1994)、Chevalier (1995)、Phillips (1995)、Kovenock 和 Phillips (1997)、Zingales (1998)、Graham (2000)，以及 Graham 和 Harvey (2001)。

公司控制权竞争模型主要关注负债融资与企业控制权的竞争。Harris 和 Raviv (1988)、Stulz (1988) 和 Israel (1991) 考察了财

务杠杆与企业控制权竞争之间的关系，以及债务融资比例变动对控制权竞争结果的影响。Harris 和 Raviv (1988) 特别关注于在任经理通过改变自己所持股票的比例，来操纵兼并企图的方法及成功的可能性的能力。Stulz (1988) 与 Harris 和 Raviv (1988) 的不同主要体现在，最优所有权是通过股东最大化企业价值来选择的，而不是通过经理最大化其个人收益。Israel (1991) 的研究方法与 Stulz (1988) 的相似，但负债增加使目标企业股东收益增加的原因不同。控制权模型的经典文献还有 Aghion 和 Bolton (1992)，他们认为，企业融资结构的选择也就是控制权在不同证券持有人之间分配的选择，最优的负债比例是在该负债水平上导致企业破产时将控制权从股东转移给债权人。

在 MM 定理基础上发展起来的以上经典资本结构理论主要研究债务融资与股权融资之间的权衡，以获得最优债务融资比例，将企业所有的债务当做是同质的。其实，企业债务融资具有不同的构成特征。20 世纪 80 年代以来，西方学者开始关注企业的债务融资结构。西方学者主要基于契约成本假说 (Contracting - Cost Hypotheses)、信号假说 (Signaling Hypotheses) 和税收假说 (Tax Hypotheses)，研究企业债务融资的期限结构 (Maturity Structure)、布置结构 (Placement Structure)、优先结构 (Priority Structure) 等各种结构，以及各种债务融资结构之间的有效配置。相对于经典资本结构理论来说，债务融资结构的研究在国外仍处于发展完善阶段，对于各国不同资本市场与制度对企业债务融资结构的影响尚缺乏比较分析。

随着我国社会主义市场经济体制的逐步深入，企业融资模式向市场经济体制下多元化融资模式发展。证券市场是适应我国经济发展与改革的需要而培育和发展起来的，自 1981 年首次国债发行和 1985 年中国工商银行与中国农业银行率先发行金融证券以来，各项债券陆续得到发行。截至 2005 年底，我国各项债券余额分别为：

国债 7042.00 亿元、金融债券 5851.70 亿元、企业债券 2046.50 亿元^①。1990 年 12 月和 1991 年 7 月上海、深圳两地证券交易所的成立使我国证券交易市场步入快速发展的轨道,截至 2006 年底,我国境内上市公司达到 1434 家,上市公司股本达 14897.6 亿股,股票市值达 89403.9 亿元,流通市值达 25003.6 亿元^②。我国资本市场已形成了股票、债券、可转换证券、长短期借款等多种形式的融资格局,为我国上市公司充分合理运用各种融资工具,选择最优融资政策,进而提高上市公司价值提供了基础条件。

随着我国商业银行的公司化改革与企业债券市场的不断发展,加上我国上市公司治理结构的不断完善,上市公司的融资行为趋于合理,债务融资规模将会扩大,企业价值除与债务融资比例相关外,还会受债务融资契约构成特征的影响,只有通过加强企业债务融资结构的研究,才能全面系统地理解企业外源融资与公司价值之间的关系。因此,结合我国国情,全面系统地研究我国上市公司债务融资结构的影响因素及其对公司价值的影响,既有利于我国现代企业融资理论纵深发展,也对提高公司价值乃至我国有限资源的有效配置具有重要的现实意义。

二、研究文献综述

(一) 国外研究综述

西方学者主要基于代理成本理论与信息不对称理论对企业债务融资的期限结构 (Maturity Structure)、布置结构 (Placement Structure)、优先结构 (Priority Structure) 等各种结构,以及各种债务融资结构之间的有效配置进行研究。

1. 债务期限结构研究

西方学者对企业债务期限结构的研究形成了五种假说:代理成

①中国证券监督管理委员会编:《中国证券期货统计年鉴》,中国财政经济出版社,2006。

②《中国经济景气月报》,2007 (3)。

本假说、信号传递假说、清算风险假说、期限匹配假说和税收假说。

Myers (1977) 认为, 当企业发行在实施新投资项目时到期的短期债务能够避免企业原有债权人对新项目收益的分享而能有效控制股东的投资不足行为。Barnea、Haugen 和 Senbet (1980) 认为, 与长期债务相比, 由于短期债务的价格对企业资产风险变动相对不敏感, 所以, 适当地降低债务期限或选择短期债务能够有效抑制股东的资产替代行为。西方实证研究文献并未对企业债务期限结构的契约成本假说提供完全一致的支持。Barclay 和 Smith (1995), Guedes 和 Opler (1996) 的实证研究发现, 资产的市场价值与账面价值的比例与债务期限显著负相关, 而 Stohs 和 Mauer (1996), Scherr 和 Hulburt (2001) 的研究并未得出相同的结论。Barclay 和 Smith (1995) 以及 Guedes 和 Opler (1996) 研究发现, 管制企业发行更多的长期债务。Stohs 和 Mauer (1996) 的实证研究为 Flannery (1986) 的信号传递假说提供了证据, Barclay 和 Smith (1995) 研究发现, 信息不对称可能性较大的公司发行较多的短期债务, 这一结论与混合市场均衡的假说相一致。Guedes 和 Opler (1996), Scherr 和 Hulburt (2001) 的研究均未支持信息不对称假说。Brick 和 Ravid (1985) 依据利率的期限结构特征研究了税收对债务期限结构的影响, 根据 Brick 和 Ravid (1985) 的观点, 当利率的期限结构是向上倾斜的曲线时, 企业偏好于选择长期债务融资, 因为长期债务的利息抵税的现值较高。

2. 债务布置结构研究

企业债务融资过程按照其信息是否公开分为公开债务 (Public Debt) 融资和非公开债务 (Private Debt) 融资, 一般将公开债务和非公开债务之间的构成比例关系称为债务布置结构 (Placement Structure of Debt)。西方学者主要从发行成本、道德风险的契约成本、管制和逆向选择的契约成本等方面展开对债务布置结构的研究。Bhagat 和 Frost (1986), Smith (1986), Blackwell 和 Kidwell (1988) 研究发现, 公开债务发行的固定成本大于非公开债务发行

的固定成本,因此,公开债务的发行要求更大的规模经济。Houston 和 James (1996), Johnson (1997), Krishnaswami et al. (1999), Cantillo 和 Wright (2000), Denis 和 Mihov (2003) 实证研究发现,大型公司或发行债务规模较大的公司为充分利用公开债务发行成本的规模经济而发行非公开债务比例较低。Krishnaswami et al. (1999) 还发现,公司的成长机会与非公开债务正相关,管制性企业的非公开性债务融资比例偏低,为 Smith 和 Watts (1992) 的理论观点提供了证据。西方学者也关注信息披露成本对债务布置结构的影响,Dhaliwal et al. (2003) 通过实证研究发现,当信息披露成本较高时,企业更偏好选择非公开债务融资。

3. 企业债务优先结构研究

债权人根据其权益得到保护的先后次序不同分为优先级债权人与次级债权人,相应的债务分别称为优先级债务与次级债务。不同债务优先结构的安排,将对企业价值产生重大影响。Stulz 和 Johnson (1985) 认为,通过具有优先权的抵押债务、融资租赁为新项目融资,因能限制财富从股东向原有债权人转移而抑制股东的投资不足行为。Park (2000) 建立模型研究了在债务人道德风险非常严重,以至于债权人若不监督债务人,借贷行为就不会发生的情况下,债务优先结构对公司治理的影响。有关企业债务优先结构的实证研究文献相对较少,Barclay 和 Smith (1995) 通过实证研究分析了契约成本假说、信息不对称假说,以及税收假说对企业选择债务优先结构的影响。他们的研究发现,成长型企业选择较多的融资租赁,大型企业发行普通债务、次级债务和优先股较多,而担保债务比例较低,为契约成本假说提供了经验证据,他们结论没有支持信号假说。

西方学者除研究不同债务结构对企业价值的影响外,也关注各种债务结构的协调配置。Fama (1990) 认为,债务契约的优先结构、限制性条款结构以及期限结构不是相互分离的。债务的限制性条款结构、期限结构和布置结构必须遵照债务的优先结构进行配置 (Park, 2000)。

（二）国内研究综述

近几年，我国学者借鉴国外的理论文献，结合我国资本市场的发展与现代企业制度的建立，也开始关注债务融资结构。杨兴全和郑军（2004）、陈耿和周军（2004）基于代理成本理论对企业债务结构进行了分析，杨兴全和郑军（2004）、袁卫秋（2004）对债务期限结构的研究进行了梳理。杨兴全、吕珺（2004）以部分行业为例对我国上市公司的债务期限结构进行的实证研究，为期限匹配假说和清算风险假说提供了经验支持，为代理成本假说提供了部分支持，而信号传递假说与税收假说并未得到实证结论的支持。肖作平（2005）采用非金融上市公司面板数据，从动态视角对债务期限结构影响因素进行了经验检验，经验证据支持代理成本假说和税收假说，没有支持信号传递假说。韩德宗、向凯（2003）以医药、生物制品行业的上市公司为样本对债务结构进行了实证研究，实证的结果部分地支持信号传递假说，不支持契约成本假说与税收假说。张慧、张茂德（2003）的实证研究发现，流动债务对公司经理层业绩的提高起到了积极作用，由企业之间资金占用所形成的债务关系对公司的所有者（股东）和经理层利益的维护有正面影响。孙铮、刘凤委、李增泉（2005）实证研究了我国地区市场化程度对当地企业债务期限结构的影响，结果表明，企业所在地的市场化程度越高，长期债务的比例越低。童盼、陆正飞（2005）实证研究了企业债务来源与企业投资行为的关系，结果发现，不同来源负债对企业投资规模的影响程度不尽相同。杨胜刚、何靖（2007）采用描述性统计、参数和非参数检验等方法对中国上市公司债务融资结构的总体特征和行业特征进行系统的分析。他们的研究发现，在中国上市公司债务融资结构中，流动负债比率较高且呈逐年上升的趋势，长期负债比率较低且呈逐年下降的趋势；中国上市公司的债务融资有1/2左右是靠银行信贷实现的；中国受管制行业的总体资产负债比率和流动负债比率较其他行业低，而长期负债比率则较其他行业高；不同行业之间的债务融资结构存在显著性差异，这些差异大部