

第4卷 第1期 (总第7期)

Volume 4 Number 1

Contemporary Accounting Review

当代会计评论

名誉主编: 葛家澍

主 编: 曲晓辉

执行主编: 傅元略

主办单位

厦门大学会计发展研究中心

厦门大学管理学院会计系

厦门大学财务管理与会计研究院



科学出版社

当代会计评论

Contemporary Accounting Review

第4卷第1期
(总第7期)

Volume 4 Number 1

名誉主编:葛家澍
主 编:曲晓辉
执行主编:傅元略

主办单位
厦门大学会计发展研究中心
厦门大学管理学院会计系
厦门大学财务管理与会计研究院

科学出版社
北 京

内 容 简 介

本期内容包括研究论文和综述。研究论文主要涉及商业融资能力与债务期限结构、内部审计人员胜任能力模型、会计流程与基本模式、营收计划自愿披露、R&D投资及其激励政策、董事长特征与R&D支出等方面。本期还刊登两篇文献综述,一篇是关于管理者过度自信、政治联系与投资研究的文献回顾。另一篇是经济转轨条件下法和金融学研究综述。

本期刊登文章以原创性实证学术论文为主,反映学科前沿和应用研究的最新进展,适于从事本学科学术研究的人员阅读,可作为本学科博士生、硕士生教学内容,也适合会计准则制定者和证券监管者参考。

图书在版编目(CIP)数据

当代会计评论.第4卷.第1期/曲晓辉主编.一北京:科学出版社,2013
ISBN 978-7-03-036485-2

I.①当… II.①曲… III.①会计学-丛刊 IV.①F230-55

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第012745号

责任编辑:张 宁 / 责任校对:刘小梅

责任印制:阎 磊 / 封面设计:陈 敬

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

骏杰印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2013年1月第 一 版 开本:787×1092 1/16

2013年1月第一次印刷 印张:7 3/4

字数:184 000

定价:30.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

《当代会计评论》编委会

(按姓氏拼音字母排序)

陈汉文	厦门大学	曲晓辉	厦门大学
陈 晓	清华大学	沈艺峰	厦门大学
陈信元	上海财经大学	孙 谦	复旦大学
傅元略	厦门大学	王化成	中国人民大学
刘 峰	厦门大学	王永海	武汉大学
吕长江	复旦大学	吴联生	北京大学

《当代会计评论》顾问委员会

(按姓氏拼音字母排序)

Agnes Cheng	Louisiana State University	孟 焰	中央财经大学
Judy S L Tsui	香港理工大学	王 华	广东金融学院
戴德明	中国人民大学	王立彦	北京大学
郭道扬	中南财经政法大学	魏明海	中山大学
李建发	厦门大学	吴安妮	台湾政治大学
李若山	复旦大学	吴世农	厦门大学
林志军	香港浸会大学	于增彪	清华大学
罗 飞	中南财经政法大学	赵德武	西南财经大学

目 录

论文

- 1 商业融资能力对债务期限结构的影响:挤出效应还是互补效应
谢军 何翠茹
- 14 内部审计人员胜任能力模型研究
屈耀辉
- 34 论我国会计流程的三种模式
庄明来
- 43 公司营收计划自愿披露的市场反应
曲晓辉 万鹏
- 58 R&D投资的政府财税激励政策博弈分析:合作与竞争
黄良文 洪琳琳 肖虹
- 68 董事长特征与 R&D 支出——基于终极控制人与地区分布的比较研究
刘运国 钟婷婷 廖歆欣

综述

- 92 管理者过度自信、政治联系与公司投资研究述评及展望
黄莲琴
- 104 法律、经济转轨和金融发展——法和金融学研究综述
冯旭南 李心愉 陈工孟

CONTENTS

Articles

- 1 Commercial Credit Financing and Maturity Structure of Corporate Debt:
Crowding-Out Effect vs. Complementary Effect
Jun Xie and Cuiru He
- 14 A Model of Internal Auditors' Competency
Yaohui Qu
- 34 On Three Forms of Accounting Process in China
Minglai Zhuang
- 43 Stock Market Reaction to the Voluntary Disclosure of Revenue Plan
Xiaohui Qu and Peng Wan
- 58 A Game-theoretic Analysis of the Incentive Effect of Governmental
Preferential Tax Policies on R&D Investments: Cooperation vs. Competition
Liangwen Huang, Linlin Hong and Hong Xiao
- 68 Characteristics of the Chairman of the Board and R&D Expenditure:
Comparative Analysis Based on Controlling Shareholders and Geographic
Locations
Yunguo Liu, Tingting Zhong and Xinxin Liao

Literature Review

- 92 A Review on the Effects of Managerial Overconfidence and Political
Connection on Corporate Investment
Lianqin Huang
- 103 Law, Economic Transition and Financial Development: A Review on Law and
Finance
Xunan Feng, Xinyu Li and Gongmeng Chen

商业融资能力对债务期限结构的影响： 挤出效应还是互补效应*

谢 军 何翠茹

(华南师范大学经济与管理学院, 广东 广州 510006)

【摘要】 本文以2003~2008年上海证券交易所199家上市公司的数据为样本,研究商业融资能力对债务期限结构的影响。研究结果显示,商业融资对债务期限结构表现为挤出效应:商业融资挤占长期融资。同时,研究还验证了国有股权身份对商业融资能力对长期融资的互补效应或挤出效应的影响。结果表明,企业的国有股权身份会强化商业融资对长期融资的挤出效应。

【关键词】 商业融资能力 债务期限结构 挤出效应 互补效应

一、引言和文献回顾

债务期限结构的选择对公司有着举足轻重的影响。因为不同期限的债务,其利息成本不同,不当的债务搭配会导致企业支付更多的利息成本;同时,债务期限对企业的财务风险、投资行为都有着重大影响。确定合理的债务期限结构可以优化企业的资本结构,并缓解企业内部管理者与外部投资者之间的利益冲突。因此,债务期限结构的选择引起了企业管理者及学术研究者的关注,成为财务领域又一重要的研究领域。

当前关于债务期限结构的研究主要从两个角度展开。第一,传统的研究大部分着眼于企业特征和债务期限结构之间的关系,传统理论由以下几个假设构成:①契约成本假设;②信号传递假设;③税收假设;④期限匹配假设。第二,扩展的研究开始注重制度环境和公司治理因素对企业债务期限结构选择的影响。本文将关注商业融资能力对债务

* 谢军,教授,E-mail: xiejun@senu.edu.cn;何翠茹,硕士研究生,E-mail: hecuiyu@163.com。本文为广东省自然科学基金“社会冲突理论视角下的并购悖论的经济学分析与监管制度研究”(编号:S2011040001810)和广东省软科学项目“广东省科技型企业融资约束的评估和解析及科技融资体系的创新研究:基于企业层面投资现金流敏感性的考察”(编号:2012B070300051)的阶段性成果。

期限结构的影响,并通过实证检验,检验商业融资能力对债务期限结构产生的影响:挤出效应还是互补效应。

20世纪80年代之后,国外学者陆续对债务期限结构的影响因素进行了相关研究。Barclay和Smith(1995)以COMPUSTAT行业中1974~1992年的工业公司统计数据为计量分析样本,在使用混合数据和横截面数据的前提下,综合运用混合回归分析、横截面回归分析及固定效应估计技术来探讨哪些因素会影响公司债务期限结构。研究指出,规模大、成长期权少或者管制类公司往往会比别的公司有更多的长期债务。研究结果支持了债务期限结构的契约成本假说。Demirguc-Kunt和Maksimovi(1996)以30个发达国家和发展中国家1980~1991年上市公司统计数据为样本,分析了制度因素对公司债务期限结构选择的影响。研究发现,工业化国家、大公司具有更多的长期债务;法律体系有效的国家、大陆法系(民法法系)国家和股票市场活跃的国家债务期限更长。Ozkan(2000)为了探讨影响公司债务期限结构的因素,采用广义矩估计方法(GMM),研究了由英国1983~1996年429家非金融公司构成的非平衡面板数据,结果发现:①规模较小、成长机会较多的公司短期债务更多;②大多数公司追求匹配的债务期限结构;③发行短期债务传递的信号并不一定是有利的;④公司在选择债务期限结构时,几乎不考虑税收因素。Scherr和Hulburt(2001)采用普通最小二乘法(OLS),调查研究了1987年和1993年NSSBF数据库中员工人数少于500人的小公司的债务期限结构的影响因素。结果表明:资产期限越长、杠杆效应越大,公司的债务期限越长;拖欠的可能性越大,债务期限越短。Barclay等(2003)分别利用诱导模型(reduced-form)方程与联立方程分析研究了影响公司债务期限结构和杠杆的因素。研究发现,债务期限对杠杆具有正的影响,而杠杆对债务期限则具有负的影响。Fan等(2004)检查了39个发展中国家和发达国家上市公司资本结构和债务期限结构的选择,并且重点分析一国的制度结构怎样影响融资决策。研究表明,杠杆低、短期债务少和商业信用多会导致信息中介的出现;公司的融资决策会受到银行部门及证券市场的发展程度的影响;法律体系和税收体系不同会让公司债务期限结构出现明显差别,经济状况、法律保护程度、相关制度建设完善与否与公司杠杆成反比,与债务期限成正比。

在大多学者对影响公司债务期限结构的因素进行分析的同时,也有少部分学者对债务期限结构与公司价值之间的关系进行研究分析。Schiantarelli和Srivastava(1996)利用印度私有化公司的统计数据为样本作了仔细的分析研究,经验检验了影响债务期限结构的因素,也检验了公司债务期限结构影响公司业绩的情况。分析表明,资产的构成是公司债务期限结构的重要决定因素之一,固定资产比例较高的公司支持的债务期限也较高,债务期限越长盈利会越多,销售增长率也越高。Schiantarelli和Sembenelli(1997)以意大利和英国上市公司统计数据为研究样本,对决定公司债务期限结构的因素和公司价值如何影响公司债务期限结构作了经验检验。他们发现,在进行债务期限结构选择的时候,公司会匹配资产和债务的期限。分析得出,初始债务期限越长,公司中期业绩(用盈利性和销售收入增长率度量)就会越高;当把当期以及滞后期债务期限变量一起纳入方程进行分析时,总要素生产与债务期限表现出明显的正相关关系。

近些年来,关于影响债务期限结构的因素,国内学者也进行了很多相关研究。肖作平和李孔(2004)以1995年1月1日前在深、沪证券市场上上市的239家非金融公司统计数据为研究样本,通过运用简单回归分析方法及逐步回归分析方法,经验检验了影响中国上市公司债务期限结构的因素。研究表明,公司债务期限越长,成长机会就越低,债务期限与加权平均资产期限、固定资产比率、公司规模正相关;公司债务期限结构的选择与自由现金流量、信息不对称性,风险和资本结构没有显著关联。肖作平(2005a)以1995~2002年的相关统计数据(面板数据和横截面数据)为研究样本,运用固定效应回归、混合回归和横截面回归等技术经验检验了影响中国上市公司的债务期限结构的因素。研究支撑了契约成本假说。研究表明,自由现金流量少、成长机会少、资产期限长和规模大的公司长期债务会更多。肖作平(2005b)以非金融上市公司面板统计数据为研究样本,不仅运用广义矩估计来估计动态模型,而且对公司债务期限结构影响因素从动态视角进行了经验检验。研究表明,调整成本对公司债务期限结构具有显著影响。孙铮等(2005)以1999~2003年中国上市公司的统计数据为分析样本,研究分析了地区市场化程度是怎样影响当地企业债务期限结构的。研究得出,企业所在地的市场化程度与长期债务成反比,且他们深入分析后得出上述差异主要是因为政府干预企业的程度不一样。谢军(2008)以2003年、2004年沪市A股公司的横截面数据为样本,从保护投资者的角度检验了公司治理结构和地区政府保护与公司债务期限结构之间的关系。研究表明,公司债务期限结构会受到公司层面的投资者保护机制(公司治理结构)与地区层面的投资者保护机制(政府管制和保护)的明显影响。董事会规模、管理报酬水平和独立董事比例与公司债务期限结构正相关;第一大持股股东对公司债务期限结构的影响是正向的但不稳定。市场发达地区的上市公司较市场不发达地区的上市公司债务期限结构显著低;而行业受保护公司和国有控股公司则可以得到较多的长期债务。该结果支持了“投资者保护”理论预期。

二、理论框架及研究假设

(一) 传统理论

信号传递假设、契约成本假设、税收假设和期限匹配假设是目前主要的解释公司债务期限结构选择的传统理论。信号传递假设认为,由于信息不对称,企业债务期限结构的长短能够传达企业质量高低的信号。该理论声称,价值被低估的公司喜欢发行较多的短期债务,而价值被高估的公司喜欢发行较多的长期债务。契约成本假设认为,政府管制、投资机会组合和企业规模等要素是影响债务期限结构选择的主要因素。契约成本假设主张通过缩短企业债务的实际期限来降低代理冲突的程度,从而降低债务代理成本,提高企业价值。税收假设认为,由于负债所支付的利息需

要从利润中扣除,所以负债融资具有税盾效应;因此,选择合适的债务融资期限结构,能够降低融资成本,提高企业价值。该理论认为,为了增加债务的税盾价值,当利率期限结构向上倾斜时,公司会倾向于发行更多的长期债务。期限匹配假设认为,债务的期限与资产的期限相匹配,即用短期债务来融资短期资产,用长期债务来融资长期资产。因为匹配的资产期限和债务期限可以有效降低资产产生的现金流从而不足以支付利息和投资的需要所产生的风险。

(二) 投资者保护理论: 债务期限结构、政府保护和公司治理

美国的四位学者 Rafael La Porta, Florencio LoFoz-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert w. Vishny (LLSV) 的一系列国际比较研究对投资者保护的系统研究有杰出贡献。他们着眼于全球并且对各国的投资者保护现状进行了比较,深入研究分析了投资者保护机制对金融市场和公司治理结构与资本结构的影响。LLSV (1997) 对 49 个样本地区和国家的金融市场公共化程度(宏观流动性)进行了比较。研究表明,投资者保护制度越强的国家拥有股票市场和债务市场的规模也越大。LLSV (1998) 研究再次发现,债权人保护机制越完善的国家或地区公司债务市场发展得越成熟健康。LLSV 的研究指出,决定金融市场发展及公司结构演变的重要制度因素是投资者保护。

(三) 互补效应和挤出效应

本文将关注的是商业融资能力对债务期限结构的影响。商业融资能力对债务期限结构的影响可能为挤出效应,也可能为互补效应。

互补效应也可以称为“信号效应”: 短期融资传递出企业信用良好的信号,从而帮助企业获取更多的长期融资。信息传递理论研究在信息不对称的情况下企业管理者与投资者中资本结构与企业价值间的关系问题,该理论指出,负债率高的企业其企业价值也高。1977 年经济学家 Ross 研究得出,在管理者持股以及管理者是风险厌恶者的情况下,如果提高企业的负债率,那么企业管理者所持股权占总股权的比例上升,企业管理者会面临更大的风险,而他只有在其所管理的企业价值较高时才肯这么做,价值较低的企业管理者一般不会冒着倒闭风险而提高企业负债率。从而,高负债率在信息不对称的情况下向投资者传递出的信号会夸大企业价值,负债率越高那么企业价值会越大。

信号传递理论的主要观点可总结如下: ①发展前景良好、效益高的企业,偏向于债务融资;发展前景不好、效益低或面临亏损的企业,偏向于股票融资。②如果一个成熟的企业进行股票融资,意味着其向市场发出企业前景不好或未来投资项目低下的信号;如果一个成熟的企业进行债务融资,意味着其向市场发出企业前景良好或未来投资项目效益高的信号。③对于成熟的企业,股票融资(增发股票)将导致股价下跌,债务融资或内部融资将推动股价上升。根据信号传递理论,企业较强的短期融资能力(或较高的短期融资水平)传递了相应的融资信号: 企业具有较强的营运能力和偿债能力。而较强的营运能力和偿债能力能够帮助企业获取更多的长期融资。从债权人的角度来看,债权人更愿意向营运能力和偿债能力较强的企业提供长期融资,而营运能力和偿债能力较强的企业恰恰也能够获取更多的短期融资。因此,营运能力和偿债能力较强的企业短期融

资能力（或水平）和长期融资能力（或水平）均较强。这就是商业融资对债务期限结构的互补效应：偿债能力和营运能力导致“马太效应”（锦上添花），对短期融资和长期融资均有正的影响。

挤出效应也可以称为“目标资本结构效应”：如果企业对整体资产负债率设定了一个目标，就可能导致短期融资挤出长期融资。资本结构问题对企业来说有重要的意义：①合理的负债能够有效降低企业的综合资本成本。由于股利一般高于负债的利息，并且税前可以扣除利息，所以，合理的负债比例能够有效降低企业的综合资本成本。②负债筹资对企业有财务杠杆作用。在固定的负债利息的前提下，当利润增加时，每一元利润中所负担的固定利息会降低，从而企业从财务杠杆中获得利益。③债务资本会增加企业的财务风险。所以，企业要合理负债，以使得财务杠杆利益能够与财务风险加大带来的损失互抵。

从理论上讲，在合理的财务风险下，企业让预期的综合资本成本最低，并且能够最大化企业价值的资本结构就是最优资本结构。基于对财务风险和债务违约风险的控制，借债企业和债权人对借债企业的资本结构（整体负债率）存在一个目标控制水平。一方面，企业在进行债务融资时，当能够获取较多的短期（或商业）融资时，可能会减少对长期融资的依赖。另一方面，债权人会通过观察借债企业的短期融资水平来调整长期融资规模；当借债企业短期融资水平较高时，基于对债务违约风险的控制，债权人可能会减少长期融资水平。这就是商业融资对债务期限结构的挤出效应：商业融资挤占长期融资。

本文根据上述理论分析提出两个互相冲突的待检验假设。

假设1（H1）：企业商业融资对长期融资具有互补效应；商业融资能力的提升（或短期融资的增加）有助于企业获得更多的长期融资。

假设2（H2）：企业商业融资对长期融资具有挤出效应；商业融资能力的提升（或短期融资的增加）会挤出企业的长期融资规模。

（四）股权性质（国有和非国有）

债务违约风险是随着债务期限的增加而增加的。就债务市场的供给方面而言，当债权人很难获得高效的权利保护时，为公司提供短期债务资金则是他们好的选择，从而规避违约风险所带来的投资损失。而国有企业利用其“国有”身份提供了借贷担保。谢军（2008）认为国有企业的“政府关系”是债权人保护的有效替代机制，银行在进行贷款风险评估时，将充分预计政府对国有控股企业进行援助的可能性，因此倾向于对具有政府背景的上市公司发放长期贷款。相比之下，银行在对非国有控股的企业发放贷款时要谨慎得多。肖作平（2005c）和谢军（2006）的研究（尤其是肖作平）均讨论了产权制度对公司债务期限结构的影响。研究表明：①从主观喜好来看，国有持股比例越高的公司越有降低流动负债的倾向，该倾向很可能是为了增加财务宽松度和逃避短期财务压力。②从客观政策来看，在长期债务融资方面，国有股持股比例较高的公司拥有更好的政策优势，因为他们能够更容易获得财政补贴。国有企业由于政策优势和产业优势，较之非国有企业更容易获得长期融资。因此，我们提出以下假设：

假设3 (H3): 企业的国有股权身份会强化商业融资对长期融资的互补效应。

假设4 (H4): 企业的国有股权身份会弱化商业融资对长期融资的挤出效应。

三、研究目的和研究设计

(一) 研究目的

当前关于债务期限结构的研究主要从传统理论、制度环境和公司治理因素方面进行实证检验。本文将关注商业融资能力对债务期限结构的影响, 并通过实证检验, 检查商业融资能力对债务期限结构产生的影响: 挤出效益还是互补效应。同时, 验证国有股权身份对商业融资能力对长期融资的互补效应或挤出效应的影响。

(二) 研究设计: 模型和变量

本研究主要采用以下基本计量模型和扩展模型, 运用普通最小二乘法估计商业融资能力对债务期限结构的影响, 以及国有股权身份对互补效应或挤出效应的影响。

$$\text{basic: Long_debt} = \alpha + \beta \cdot \text{Short_debt} + \sum \gamma_i \text{Control}_i + \epsilon$$

$$\text{extended: Long_debt} = \alpha_1 + \alpha_2 \cdot \text{State} + \beta_1 \cdot \text{Short_debt} + \beta_2 \cdot \text{Short_debt} \cdot \text{State} + \sum \gamma_i \text{Control}_i + \epsilon$$

如果 β_2 与 β_1 符号相反: State 弱化了 Long_debt 对 Short_debt 的敏感性 (互补效应或挤出效应)

如果 β_2 与 β_1 符号相同: State 强化了 Long_debt 对 Short_debt 的敏感性 (互补效应或挤出效应)

$$\text{non-state: Long_debt} = \alpha_1 + \beta_1 \cdot \text{Short_debt} + \sum \gamma_i \text{Control}_i + \epsilon$$

$$\text{state: Long_debt} = (\alpha_1 + \alpha_2) + (\beta_1 + \beta_2) \cdot \text{Short_debt} + \sum \gamma_i \text{Control}_i + \epsilon$$

$$|\beta_1 + \beta_2| > |\beta_1|: \text{state 强化了敏感性}$$

$$|\beta_1 + \beta_2| < |\beta_1|: \text{state 弱化了敏感性}$$

Long_debt 为长期融资水平, 主要选用长期负债率、长期借款比重两个指标, Short_debt 为商业融资水平, 主要选用应付账款比重、预收款项比重和其他应付款比重三个指标, State 为控股股东产权性质的代理变量 (当控股股东为国有股时, 此虚拟变量为 1, 否则为 0), Control_i 为控制变量, 主要涉及企业规模 (资产对数)、资产结构 (固定资产比)、企业市场价值 (市净率) 和每股收益等指标。具体的变量说明及指标计算见表 1。

表 1 变量定义一览表

变量（符号）	性质	描述及指标计算	备注
长期负债率（LLever）	被解释变量	长期负债/总资产	
长期借款比重（LD）	被解释变量	长期借款/总资产	
应付账款比重（AP）	解释变量	应付账款/总资产	
预收款项比重（AC）	解释变量	预收款项/总资产	
其他应付款比重（OP）	解释变量	其他应付款/总资产	
股权性质虚拟变量（State）	控制变量	当控股股东为国有股时，State 为 1， 否则，State 为 0	
交互项（Short_debt * State）	控制变量	Short_debt 乘以 State	
固定资产比（Fixed）	控制变量	固定资产占总资产比重	用以衡量资产抵押价值
企业规模（Size）	控制变量	总资产账面价值的对数	
市净率（P/B）	控制变量	年末每股市价与每股账面净资产之比	用以衡量企业成长性

四、样本和描述性统计

（一）样本和数据

本文以 2003~2008 年沪市上市公司数据为基础，剔除金融性公司和连续亏损的企业（即 ST、PT 公司）以及数据缺损的公司。最后我们以 199 家上市公司，共 1194 个数据为样本。样本涉及 12 个行业，分别为采掘业、农林牧渔业、房地产业、交通运输仓储业、制造业、建筑业、电力煤气及水的生产和供应业、信息技术业、传播与文化产业、综合类、批发和零售贸易业及社会服务业。研究数据来源于中国金融色诺芬（Sinofin）数据库（<http://www.ccerdata.com>）。

（二）描述性统计

表 2 显示，长期融资水平与短期融资水平显著负相关，根据相关理论，我们初步判断商业融资对债务期限结构为挤出效应：商业融资挤占长期融资。

表 2 长期融资水平与短期融资水平相关系数表

相关系数	其他应付款/总资产（OP）	应付账款/总资产（AP）	预收款项/总资产（AC）
长期借款比重（LD）	-0.150 2	-0.255 01	-0.159 35
长期负债率（LLever）	-0.019 49	-0.071 87	-0.070 82

表 3 为主要研究变量的描述性统计。表 3 显示，样本公司的平均长期负债率为

10.46%，平均长期借款比重为 11.88%，平均应付账款比重为 7.85%，平均预收账款比重为 4.30%，平均其他应付款比重为 3.87%。由此可见，在我国，平均商业融资水平高于长期融资水平。

表 3 主要变量的描述性统计量

变量	均值	中位值	最大值	最小值	标准差	观察值
长期负债率 (LLever)	0.104 62	0.071 3	0.576 3	0.000 1	0.105 873	1 194
长期借款比重 (LD)	0.118 828	0.072 576	7.916 797	0.000 593	0.255 889	1 194
应付账款比重 (AP)	0.078 492	0.063 5	0.365 3	0.000 7	0.060 085	1 194
预收款项比重 (AC)	0.042 968	0.018 3	0.54	0.000 0	0.0653 14	1 194
其他应付款比重 (OP)	0.038 741	0.027 7	0.364 7	0.000 6	0.038 448	1 194

五、回归结果及其解释

本文分别以长期借款比重、长期负债率为被解释变量，根据之前所说的基本计量模型，并且控制变量按照不同的组合，建立了 18 个回归模型，采用普通最小二乘法，统计估算出商业融资水平对长期融资水平的影响（结果见表 4 和表 5）。在此基础上，再根据扩展模型，建立 6 个回归模型，运用普通最小二乘法，估计国有股权对商业融资能力对长期融资的互补效应或挤出效应的影响（表 6）。

表 4 长期借款比重与商业融资水平的回归结果

解释变量和 控制变量	被解释变量：长期借款比重 (LD)					
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
截距	0.139 38***	0.115 10***	0.120 23***	-0.191 13***	-0.202 80***	-0.193 59***
AP	-0.447 82***			-0.322 29***		
AC		-0.255 36***			-0.025 23	
OP			-0.415 62***			-0.158 41**
Fixed				0.164 70***	0.185 76***	0.183 25***
Size				0.045 77***	0.041 78***	0.041 10***
P/B				-0.002 318*	-0.002 167*	-0.001 897
R ²	0.065 13	0.024 82	0.022 75	0.251 07	0.220 00	0.222 92
F 值	83.041 47	30.343 52	27.749 14	99.646 67	83.840 94	85.273 41
P 值	0.000 00	0.000 00	0.000 00	0.000 00	0.000 00	0.000 00

注：表内数字为自变量的回归系数；截距和变量的 P 值省略；*** 为 0.01 水平显著，** 为 0.05 水平显著，* 为 0.10 水平显著。

表 5 长期负债率与商业融资水平的回归结果

解释变量和 控制变量	被解释变量：长期负债率（LLever）					
	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10	模型 11	模型 12
截距	0.142 55***	0.130 35***	0.123 39***	-0.658 02***	-0.672 96***	-0.674 56***
AP	-0.305 49**			-0.221 68*		
AC		-0.275 51**			-0.148 26	
OP			-0.126 26			0.189 58
Fixed				0.156 93***	0.153 42***	0.180 96***
Size				0.131 29***	0.132 04***	0.128 10***
P/B				-0.002 25	-0.001 79	-0.002 59
R ²	0.005 20	0.004 96	0.000 36	0.099 00	0.097 60	0.097 23
F 值	6.233 44	5.943 52	0.429 85	32.661 45	32.148 17	32.013 39
P 值	0.012 67	0.014 92	0.512 19	0.000 00	0.000 00	0.000 00

注：表内数字为自变量的回归系数，截距和变量的 P 值省略；*** 为 0.01 水平显著，** 为 0.05 水平显著，* 为 0.10 水平显著。

表 6 企业的国有股权身份对商业融资对长期融资的挤出效应的影响

解释变量和 控制变量	被解释变量：长期借款比重（LD）					
	模型 13	模型 14	模型 15	模型 16	模型 17	模型 18
截距	0.124 33***	0.100 45***	0.105 15***	-0.187 75***	-0.214 47***	-0.202 43***
State	0.035 72***	0.048 14***	0.031 31***	-0.001 70	0.016 58**	-0.005 97
AP	-0.443 63***			-0.314 23***		
State * AP	-0.396 84***			-0.147 14*		
AC		-0.141 41***			0.029 17	
State * AC		-0.434 61***			-0.344 99***	
OP			-0.389 08***			-0.133 52*
State * OP			-0.327 39***			-0.124 77**
Fixed				0.163 57***	0.172 86***	0.177 84***
Size				0.046 08***	0.046 23***	0.044 46***
P/B				-0.002 09***	-0.002 60**	-0.001 99
R ²	0.088 88	0.073 94	0.050 77	0.254 25	0.251 53	0.227 70
F 值	38.696 90	31.671 92	21.215 09	67.333 51	66.372 94	58.231 07
P 值	0.000 00	0.000 00	0.000 00	0.000 00	0.000 00	0.000 00

注：表内数字为自变量的回归系数，截距和变量的 P 值省略；*** 为 0.01 水平显著，** 为 0.05 水平显著，* 为 0.10 水平显著。

表 4（模型 1~6）的结果显示，商业融资水平的三个主要指标：应付账款比重、预收款项比重和其他应付款比重对长期借款比重均呈现出显著的负相关关系；即使在合理

控制了资产抵押价值（固定资产比 Fixed）、企业规模 Size 和企业成长性（市净率 P/B）的影响后，应付账款和其他应付款对长期借款的负向效应的显著性仍然存在，但是，预收款项对长期负债的负向效应的显著性明显减弱了。

表 5（模型 7~12）的结果显示，对企业长期负债率而言，应付账款、预收款项具有显著的负向效应，其他应付款具有不显著的负向效应。但是，在控制了资产抵押价值（固定资产比 Fixed）、企业规模（Size）和企业成长性（市净率 P/B）的影响后，预收款项显著性消失了，只有应付账款仍然保持显著的负向效应。

表 4、表 5 表明，商业融资能力对长期借款比重的解释力比对长期负债率的解释力强；商业融资能力对债务期限结构的影响更多地表现为对长期借款比重的影响。其中，应付账款对长期负债的影响最为显著，无论是对长期借款比重还是长期负债率，始终表现为显著的负向效应；其他应付款对长期借款也具有显著的负向效应。总体而言，商业融资对债务期限结构为挤出效应：商业融资挤占长期融资。这支持了假设 2。

表 6（模型 13~18）和表 7（模型 19~24）的回归结果显示：股权性质与长期融资水平呈现正相关关系，即国有股权身份企业更容易获得长期融资。结果还显示：商业融资水平和股权性质与商业融资水平的交互项对长期融资水平的影响方向是相同的，都表现为较为显著的负相关关系。并且在控制了资产抵押价值（固定资产比 Fixed）、企业规模（Size）和企业成长性（市净率 P/B）的影响后，商业融资水平和股权性质与商业融资水平的交互项对长期融资水平的影响方向仍然是相同的，都表现为较为显著的负向效应。这表明：企业的国有股权身份会强化商业融资对长期融资的挤出效应。这与假设 4 相反。

表 7 企业的国有股权身份对商业融资对长期融资的挤出效应的影响

解释变量和 控制变量	被解释变量：长期负债率（LLever）					
	模型 19	模型 20	模型 21	模型 22	模型 23	模型 24
截距	0.112 63***	0.099 89***	0.093 60**	-0.659 61***	-0.681 90***	-0.695 13***
State	0.045 91**	0.057 16***	0.051 51***	-0.007 38	0.017 79	0.007 06
AP	-0.321 35***			-0.222 71*		
State * AP	-0.111 94			0.209 52		
AC		-0.183 51			-0.109 88	
State * AC		-0.271 74*			-0.227 58*	
OP			-0.123 53			0.204 77
State * OP			-0.313 21**			-0.247 01***
Fixed				0.163 79***	0.142 61***	0.161 09***
Size				0.131 18***	0.134 39***	0.133 49***
P/B				-0.002 78	-0.001 98	-0.002 38***
R ²	0.010 32	0.011 38	0.008 31	0.099 69	0.099 67	0.099 02
F 值	4.134 53	4.567 40	3.322 35	21.869 76	21.863 13	21.705 83
P 值	0.000 00	0.000 00	0.000 00	0.000 00	0.000 00	0.000 00

注：表内数字为自变量的回归系数，截距和变量的 P 值省略；*** 为 0.01 水平显著，** 为 0.05 水平显著，* 为 0.10 水平显著。

国有股身份对长期融资的影响可能有两方面的解释：一方面，从主观喜好来看，国有持股比例越高的公司越有降低流动负债的倾向，该倾向很可能是为了增加财务宽松度和逃避短期财务压力。另一方面，从客观政策来看，在长期债务融资方面，国有股持股比例较高的公司拥有更好的政策优势，因为它们更易获得财政补贴。这些扶持政策提高了国有公司长期债务融资的能力。因此，国有股身份企业更容易获得长期融资。

表6和表7的回归结果显示，国有股权身份会强化商业融资对长期融资的挤出效应。这与我们的假设4是相反的。不过我们能够从以下几方面来解释：通过建立“政治关系”民营上市公司能够寻求到政府的信贷支持和保护。在转轨经济中“关系”起到了极其重要的作用。无论就个人还是就企业来说，关系都有利于资源配置以及获取资源，利用关系经济主体能对掌权者施加影响。Faccio（2006）研究表明，政治关联企业相对于没有政治关联企业来说，具有更高的资产负债率，这表明建立政治关联的企业能够得到政府的信贷支持进而提高企业价值。在中国经济的转轨过程中，有政治关联的民营企业有利于企业获得其成长所需要的资源。胡旭阳（2006）研究指出，有政治身份的民营企业企业家通过传递质量信号降低了其进入金融行业的壁垒，从而有助于民营企业的融资。可见，通过建立政治关系，民营企业亦可以便利地获得融资。因此，国有股权对商业融资对长期融资的影响会因为“关系”而减弱，甚至消失。所以，回归结果不支持我们提出的假设4，而表现出企业的国有股权身份会强化商业融资对长期融资的挤出效应。

六、结 论

本文调查了199家沪市上市公司2003~2008年的面板数据，考察了商业融资能力对债务期限结构的影响。调查发现：商业融资能力对长期借款比重的解释力比对长期负债率的解释力强；商业融资能力对债务期限结构的影响更多地表现为对长期借款比重的影响；应付账款对长期融资具有显著的负向效应，预收款项和其他应付款对长期融资也具有负向效应，但显著性较弱。根据调查结果，我们可以得出以下结论：从企业来看，企业在进行债务融资时，当能够获取较多的商业融资时，为降低财务风险，企业会减少对长期融资的依赖；从债权人来看，当债权人观察到借债企业的商业融资水平较高时，为降低债务违约风险，债权人会减少长期融资水平。显然，商业融资对债务期限结构表现为挤出效应：商业融资挤占长期融资。此外，调查还发现：股权性质与商业融资能力的交互项与商业融资水平对长期融资水平的影响方向是相同的。这表明，企业的国有股权身份会强化商业融资对长期融资的挤出效应。因为，民营企业通过建立政治关系亦可以获得融资便利，这使国有企业融资的政策和产业优势变得无关紧要。因此，国有股权对商业融资对长期融资的影响会因为“关系”而减弱，甚至消失。