

资本市场创新与风险管理
主要参考文献
《金融研究》
(2006)
(下)

中南财经政法大学
新华金融保险学院
湖北金融研究中心
中国投资研究中心
2009·武汉

关于我国公司债务融资的实证研究*

倪 铮 魏山巍

(清华大学经济管理学院, 中国人民大学中国财政金融政策研究中心, 北京, 100084 100872)

摘 要:本文针对我国公司债务融资的现状, 首先指出企业债券市场发展相对滞后的根本原因在于政府融资系统, 即政府在资金融通和分配过程中占有绝对支配地位, 从而在多方面限制和阻碍了企业债券融资渠道; 同时通过对我国企业债券发行情况的系统分析, 说明我国企业债券市场的不完善和扭曲现象。为验证改革债务融资压抑现状的重要性, 通过对上市公司债务融资和公司价值关系的实证分析和信号模型检验, 发现用新增债务比率衡量的债务融资在一定限度内与公司价值具有正向的显著性相关关系, 同时还能向市场传递积极的信号。因此, 促进我国公司在合理的范围内进行债务融资, 特别是企业债券融资, 具有突出的现实意义。

关键词:债务融资; 企业债券; 公司价值; 政府融资体系

中图分类号:F234.4 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2006)08-0020-11

一、引 言

Williamson (1988)^[1]提出市场经济条件下的债务和股权融资绝不能简单看作是公司的融资工具, 它们实质上体现了不同的公司治理结构。Grossman 和 Hart (1982)^[2]指出在公司违约发生时, 债权人对于经理有控制权, 也就是硬约束, 在一定程度上能够制约公司的行为。而 Lang、Ofek 和 Stulz (1996)^[3]的实证研究表明, 债务融资的确可以减少不当的投资浪费并改善公司的运营效率。另外, Hovakimian、Opler 和 Titman (2001)^[4]通过他们的理论模型证明公司应当通过债务融资来支持现有的经营, 通过股权融资支持今后的增长机会, 然而他们并未提供实证证据。Nakamura (2002)^[5]对公司债务融资重要

收稿日期: 2006-02-28

作者简介: 倪铮(1982-), 男, 湖南人, 清华大学经济管理学院博士研究生, 清华大学中国金融研究中心助理研究员, 研究方向为公司财务和金融机构;

魏山巍(1980-), 男, 山东人, 经济学硕士, 中国人民大学中国财政金融政策研究中心助理研究员, 研究方向为公司财务和投资银行。

* 本文相关研究受到国家自然科学基金(70371002 和 70372001)的资助。

组成部分的银行贷款研究表明,尽管日本银行经营逐渐恶化,但银行体系仍在公司债务融资中起到显著的作用,因而也影响公司治理。但 Batten 和 Szilagyi (2003)^[6]侧重从日本的资金流动数据入手,证明以银行系统融资为主的金融市场体系导致严重的逆向选择和道德风险问题,建议大力发展日本的企业债券市场。Agarwal 和 Mohtadi (2004)^[7]则着重研究了发展中国家金融市场对于公司融资选择的影响,他们通过基于公司层面的面板数据发现股票市场会在一定程度上抑制债券市场发展,而银行业的发展则会推动债务融资,但前者的表现为短期效用,然而,他们并未强调企业债券市场的影响,也没有证明债务融资对于公司经营的作用。

在不完全合同框架下,治理结构有着突出的作用,直接关系到公司价值的最大化。而代表不同的治理结构的融资决策,特别是关于债务融资和股权融资的权衡,也一直困扰着公司的董事会。对于我国来说,有三点情况值得分析。首先,和股权融资相比,债务融资水平较低,突出表现在企业债券融资严重不足,2004 年我国股权融资高达 1510.94 亿元,而由发行企业债券筹得的资金仅有 327 亿元,与此相反,美国的股权融资甚至出现负的比例,仅在 2002 年债务融资就是股权融资的 15 倍^①。第二,在我国,普遍的目光都集中在股票市场,而作为金融市场重要的子市场——债券市场,却长期受到冷落,这已经导致公司融资的畸形趋势,也将影响到金融市场正常功能的发挥。最后,对于公司进行债务融资,包括企业债券、银行贷款等,还存在种种限制和压抑,不仅表现为极高的资格审查门槛,还反映缺乏一个较完备的债务融资市场。我国在这方面的相关研究大多从公司资本结构和融资成本的角度入手,如陈晓等(1999)^[8]从债务融资是否会增加上市公司的融资成本入手,指出尽管我国股市权宜融资成本远低于债务融资成本,但债务融资依然能够降低公司的融资成本,从而提高公司市场价值,但其在资产市值和资本成本的计算上值得商榷。何卫东等(2002)^[9]通过实证分析得出公司债务比率上升时公司价值趋于下降,但考虑到公司所有权结构的影响,随着法人股权增加,公司债务比率上升及有效的董事会监督将会促进公司价值上升,而他们在数据上限于截面数据,仅采用了 Tobin's Q 值来衡量公司价值,并没有考虑债务融资的流量和动态影响。陆正飞等(2003)^[10]基于问卷调查分析说明中国上市公司融资行为最为突出的特征就是股权融资偏好,提出从资本市场的制度和公司治理方面进行完善。肖作平(2005)^[11]采用 Logit 模型实证检验了中国上市公司治理结构对资本结构类型的影响,发现股权集中度、管理者持股比例、国有股法人股比例等对公司选择债务融资均有不同程度的影响,但没有涉及对公司价值的实质性影响。

本文在目前国内外研究的基础上,针对我国公司债务融资的现状,提出以下一些问题。我国的企业债券市场发展相对滞后的根本原因是什么?其发行情况究竟呈现怎样的特征?被抑制的债务融资对于上市公司价值会有些什么影响?其是否具有向市场传递信号的作用?这些影响作用方向会不会有一定范围的界定?作者根据以上问题系统整理了相关的数据,进行了综合的实证分析,并就某些结论展开说明和讨论。

① 美联储 2004 年的报告称在过去的 20 年里债务融资是美国公司外部资金的支配性来源。

二、企业债券融资

我国从 1987 年开始允许发行企业债券,一直到 1992 年企业债券市场处于萌芽和迅速发展时期,而 1993 年到 1997 年,其经历了标准化和低迷过程,自 1998 年至今企业债券又进入了一个创新发展阶段。截止到 2003 年末,有 31 支(2004 年末上升到 40 支)企业债券在交易所交易,仅在 2003 年其成交市值达到 271.7 亿元,是上一年的 39 倍。然而,和股权融资相比(表 1 所示),企业债券融资量处于低水平。即使将企业债券和国债、金融债相比,融资增加率仍比较低(表 2 所示)。

表 1 1995 年—2004 年企业债券和股权融资规模比较

年份	企业债券融资额(亿元)	股权融资额(亿元)	债券股权融资比
	(1)	(2)	(1) ÷ (2)
1995	300.8	150.3	2.00
1996	268.9	425.1	0.63
1997	255.2	1293.8	0.20
1998	147.9	841.5	0.18
1999	158.2	944.6	0.17
2000	83.0	2103.16	0.04
2001	147.0	1252.28	0.12
2002	325.0	961.75	0.34
2003	358.0	1357.75	0.26
2004	327.0	1510.94	0.22

资料来源:中国金融年鉴 2005,中国证券期货统计年鉴 2005

Krishnan Sharma(2001)^[12]研究指出东南亚国家的企业债券市场发展严重滞后,例如泰国 1995 年企业债券融资额占 GDP 比例仅为股票融资额所占比例的 12%,为银行融资额所占比例的 9%,由此建议加大企业和银行机构改革的力度和市场透明度的建设,而归根结底还是要整顿市场内部结构和完善现有法规以支持企业通过发债融资。在经历了 1997 年金融危机后,泰国政府开始积极发展企业债券市场,而企业债券融资比例也从 1995—1996 年的 11.6% 上升到 1998—2000 年的 32.3%。我国现在同样有着类似的情况,虽然 Nakamura(2002)^[15]强调以银行融资体系为主的金融市场应当对银行改革给予足够的重视,但我国的银行脆弱指数比金融系统总的脆弱指数高出 10 个点(Wu, 2004)^[13],而且银行改革过程并非一蹴而就,这就需要在对银行体系改制的同时,推进企业债券市场的建设,减轻银行和股票市场的融资压力,分散集聚的金融风险。

表2 1995年-2000年融资增加率比较

单位: %

年份	债务融资	A股融资	国债	企业债券	金融债券
1995	64.23	-14.30	32.81	85.97	107.86
1996	0.90	244.22	40.73	-10.60	-34.56
1997	18.60	189.82	13.43	-5.09	35.61
1998	46.56	-8.80	57.92	-42.0%	15.28
1999	5.61	14.86	5.41	6.97	-7.66
2000	1.37	70.84	15.99	-47.53	-8.66
平均	30.20	38.80	36.60	-11.53	42.73

资料来源:根据巨潮资讯(cninf)相关数据计算

发展企业债券市场,我们首先要分析究竟是什么原因导致我国的企业债券市场发展相对滞后。我们引出政府融资系统(Government Financing System)^①的概念,即政府在资金融通和分配过程中占据绝对支配作用。一方面,作为主要股东,政府为许多产权结构不合理和生产率不高的国有企业开辟了股票市场的融资渠道,而我国的股票市场缺乏信息传导机制和理性投资行为,上市公司可以低成本地在股票市场上圈钱。广大中小股东和国有大股东相比,处于劣势,并不能影响到公司决策和治理过程,因此股东监督管理的权利形同虚设,软约束直接导致严重的内部人现象,在这种条件下,公司也更倾向于进行股权融资。另一方面,对于那些愿意选择债务融资的公司来说,它们也更倾向于借助银行贷款,而不是通过具有硬约束力(到期不能履行偿付义务将被清算或导致声誉损失)的企业债券融资。同样,作为国有商业银行大股东的政府,银行贷款被视作给国有企业的财政资金支持,这就意味着国有企业没有压力也没有动力还款(两个参与主体都代表了政府利益),因而国有企业变相地利用了政府的双重身份将不良资产包袱转移到国有商业银行,银行方面则依托最后的政府买单行为(例如通过政府注资核销不良贷款)转嫁风险,这一恶性循环很可能导致严重的资金陷阱。

从另一个角度,我国从1998年开始推行积极的财政政策,并主要采用发行国债的方式进行融资。2004年国债累积发行量达到6923.90亿元,大部分由国债筹集来的资金被用于基础设施项目和大型国有企业项目等。然而,国债投资在政府融资系统下产生了极大的挤出效应。长期国债(又称为金边债券)的主要买方是国有商业银行,考虑到自身利益需求及偿付责任变相转移问题,银行在发放贷款和购买国债上更倾向于后者。这样一来,企业更难从商业银行体系中得到借款,过分惜贷不仅扭曲了银行的信用体系,还迫使企业更加依赖股票市场融资,而企业债券市场也越发受到冷落。另外,有一部分国债资金变相地成为大型国有企业的资金来源,这部分资金完全由政府控制和管理,偿付责任再次转移到政府,无风险低效率的投资行为直接导致企业内部贿赂和寻租广泛滋生。加

① 政府融资系统(Government Financing System)这一概念引自本文第一作者2004年清华大学中国金融研究中心的工作论文“Debt Financing and Determinant Components: Evidence and Empirical Study in China”。

上政府压制债券利率市场化,市场商业信用体系缺失,非理性的机构投资者以及各种不健全法律法规的限制约束,加剧了企业债券市场的低迷和萧条。

从1996年到2005年10月,我国每年发行企业债券数目如表3所示,2005年由于大规模股权分置改革使得企业较难从股票市场获得融资,因此发行企业债券成为具备发行资格企业的首选。其中发行年限在10年以上的占86%,特别是近三年甚至达到95%,体现了长期债务融资已经开始为企业所重视。付息类型方面,浮息券占17%,而附息券占83%。但从发行企业的性质统计情况来看,无论是发行次数还是发行量,大型国有企业占据了绝对主导地位(如宝钢集团,中国移动和大唐集团等),其中不少直属政府部门(如铁道部,长江三峡工程开发总公司,国家电力公司和国家电网公司等)。以2001年情况为例,7家具备发行资格的企业中,长江三峡、中国移动和铁道部三家单位总发行额达到115亿元,占当年全部发行量147亿元的78%,而且长江三峡在当年分别发行了债券期限为10年和15年的两类企业债券。发行企业的资信评级98%以上都是AAA水平,这反映出我国企业债券市场的不成熟和扭曲性,是一个几乎完全属于国有企业的关系政策型市场,而且一直受制于政府温和金融抑制(Mild Financial Repression),即在政府的目标函数和国有企业的目标函数比较一致的条件下,政府会通过对信贷市场和资本市场功能性的弱化抑制,为国有企业融资提供有效的渠道,但这种融资行为是缺乏市场化基础的,不仅扭曲了金融市场的价格形成机制,还限制了金融市场自发性的调节和平衡机能,随着经济发展层次的提高,这种抑制的负面作用也会逐渐扩散。所以,对企业债券市场进一步的改制和完善对于突破温和金融抑制的障碍和我国金融市场功能发展都至关重要。

表3 1996年-2005年10月发行企业债券数目统计

年度	数目	年度	数目
2005	30	2000	2
2004	19	1999	6
2003	18	1998	5
2002	16	1997	5
2001	7	1996	1

资料来源:天相(TX)数据库

自2005年5月起,在中国凡最近一个会计年度盈利,具备良好财务管理制度和信用记录等条件的非金融企业,都有机会到银行间债券市场发行短期融资券(期限不得长于365天)^①。企业发行短期融资券不需要到国家发改委审批,直接向人民银行备案即可,获得发行资格和整个流程都比企业债券容易。另外,这种短期融资券突出的优点还在于融资成本低,从2005年5月26日华能国际、振华港机、中国国际航空、国家开发投资公司及五矿集团等5家企业发行的情况看,一年期短期融资券的投资收益率为2.92%,发行

① 依据2005年5月中国人民银行公布并开始实施的《短期融资券管理办法》。

过程中的相关费用为0.5%左右,两项合计大约为3.4%。而当时一年期贷款基准利率为5.58%,可见短期融资券的融资成本要低得多。即使我们考虑到各个企业之间信用风险的差别,部分企业的短期融资券总的发行成本要高一些,但仍能为企业节约大量的财务成本。截止到2005年底,已经有55家企业发行了短期融资券,累计发行1392亿元,相当于当期新增贷款余额的9.1%。

三、上市公司债务融资检验

正因为我国企业债券市场发展严重滞后,所以企业在进行中长期债务融资时受到很大程度上的制约,而这种制约是否会直接影响企业价值的持续增长?我们通过针对上市公司(同时具备股权融资和债券融资选择机会)债务融资的实证研究,检验债务融资对于公司价值的作用,我们假设即使在企业债券融资受限的情况下,债务融资对于公司运营仍然有正面影响,因此更应当推动公司债务融资特别是企业债券的全面发展。本文的研究样本是上海证券交易所(A股)1997年之前上市交易的221家上市公司(不包括中途下市的公司,金融保险类公司和发行B股或H股的上市公司)。由于大部分公司在1996年后上市,我们的起始研究时间点选在1998年,考虑到2004年和2005年进行股权分置改革的特殊影响,没有计入这两年的数据,最后的时间跨度为1998到2003年^①。

在研究变量的选取上,本文采用新增债务比率^②($NDR = (D_t - D_{t-1}) / D_{t-1}$)来衡量公司债务融资情况。这里并没有采用存量指标,是因为考虑到部分国有企业过去的债务中很大程度上由不良贷款构成,而且有些历史债务存在计量偏差,所以我们现在检验的是动态情况。从数据的基本统计结果我们发现从1998年到2003年有39%的上市公司呈现负的NDR值,反映出上市公司债务融资不足的现象。对于公司价值,我们同时选取了三个指标来衡量,分别是ROE,主营业务ROA(CROA)和Tobin'Q。由于Tobin'Q计算涉及到市场价值,在我国难以准确估量,之前研究采用的Tobin'Q计算方法也存在较大的质疑,因此本文仅将其列为参考指标^③。其他的研究解释变量包括公司规模(由账面总资产的自然对数衡量LNSIZE)、总资产收益率(ROA^④)、国有控股比例(PSS)和总资产增长率(TAG)。另外,我们还加入了年度(解释宏观和制度性影响)和行业的虚拟变量,Y(Y=0,1,...,5),IN(IN=0,1,2,...,11)。考虑到债务融资的信号影响作用(Ross, 1977)^[14],分别选取了上一年的ROE, CROA和Tobin'Q作为自变量以避免内生性影响,同时加入了解释变量资产负债率DAR。

① 数据来源:清华金融数据库(THFD)。

② 这里的公司债务融资包括公司发行的债券,向银行及其他公司或机构的借款。NDR的分子为年末短期借款、长期借款和应付债券之和减去年初之和。

③ 计算中非流通股价格用每股净资产代替。由数据测算后,发现平均Tobin'Q值达到3.05,和其他国家Tobin'Q值均在1左右的情况极其相悖。可能的解释为我国上市配额制和之后的核准制变相提升了上市价值,还有就是存在70%以上的非流通股(1998年到2003年非流通股平均占比71%)。

④ 在使用ROE和CROA衡量公司价值时,ROA将不再作为解释变量出现在回归方程式中。

在研究分析方法上面,对于截面分析 221 家上市公司的数据可以满足回归要求,但是限于 6 年的数据,无法有效展开时间序列分析。因此,我们选择对混合数据(Panel Data)做 TSCS 分析(Time Series and Cross Section Analysis)。检验债务融资和公司价值关系的基本回归方程式如下:

$$ROE_{i,t}(CROA_{i,t}) = \alpha + \beta_1 NDR_{i,t} + \beta_2 LNSIZE_{i,t} + \beta_3 PSS_{i,t} + \beta_4 TAG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 NDR_{i,t} + \beta_2 LNSIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 PSS_{i,t} + \beta_5 TAG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

而当检验债务融资的信号作用时,我们采用以下的回归方程:

$$NDR_{i,t} = \alpha + \beta_1 LROE_{i,t}(LCROA_{i,t}) + \beta_2 DAR_{i,t} + \beta_3 LNSIZE_{i,t} + \beta_4 PSS_{i,t} + \beta_5 TAG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$NDR_{i,t} = \alpha + \beta_1 LQ_{i,t} + \beta_2 DAR_{i,t} + \beta_3 LNSIZE_{i,t} + \beta_4 PSS_{i,t} + \beta_5 TAG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

对于(1)式的回归结果见表 4。我们发现由 NDR 衡量的债务融资和由 ROE 衡量的公司价值具有较为显著的正相关关系^①。说明上市公司利用债务融资可以提高公司价值。我国的上市公司资产负债率和其他发达的资本市场国家相比处于相对较低的水平(46% < 65%),适当增加债务融资量不仅可以有效调整资本结构,还可以减少代理成本,加强公司治理,而债务融资不足也会导致股东-债权人利益冲突更为严重,从而会扭曲公司投资行为(童盼等,2005)^[15]。然而,如果对于那些已经具有比较高的资产负债率的上市公司来说,不断增加负债可能会导致负面作用,例如增加了融资成本和公司破产风险,由于债务硬约束减少了公司自由现金流而引起投资不足等问题。这里我们考虑到债务融资影响作用的范围界定,如果设定 $ROE \geq 10\%$ 作为公司目标,建立 ROE 和 DAR 之间的二次函数关系回归方程,得出最优的负债区间为 36.48% - 62.57%,其拟合曲线为左高右低的倒 U 型曲线。我们选择 $DAR > 60\%$ 作为分界线,再根据(1)式分别做回归分析,部分结果如表 5。当上市公司 $DAR > 60\%$,和全体样本回归结果相比,债务融资和公司价值的关系不再显著,而且呈现微弱的负相关;但如果 $DAR \leq 60\%$ 时,两者正相关的显著性反而有所提高。从而证明债务融资对于公司价值的正向作用仅限于一定区间范围内,上市公司应当根据自身情况适宜地运用债务融资工具。

表 4 债务融资与公司价值回归检验结果

因变量:公司价值衡量指标 ROE		
自变量	无虚拟变量影响	有虚拟变量影响
NDR	0.33647 (3.736)	0.36329 (3.851)
LNSIZE	5.418 (1.732)	6.378 (2.049)

① 而当用 CROA 和 Tobin' Q 代替 ROE 时,我们得到了同样的结果(但 Tobin' Q 条件下的显著性水平仅为 10%),限于篇幅,这里省略了具体的回归结果表格。

因变量:公司价值衡量指标 ROE

PSS	0.08634 (1.136)	0.09055 (1.273)
TAG	0.2518 (2.695)	0.2756 (2.714)
IN		0.625 (0.844)
Y		6.311 (2.872)
R^2	0.213	0.265
$Adj - R^2$	0.207	0.258
DW	2.015	2.037

黑体带下划线表示 1% 显著性水平,黑体表示 5% 显著性水平,下划线表示 10% 显著性水平。(下表同)

表 5 债务融资影响程度的范围界定回归结果

因变量:公司价值衡量指标 ROE

自变量	全体样本	DAR > 60%	DAR < = 60%
NDR	0.36329 (3.851)	-0.257 (-1.389)	0.39418 (3.969)

另外, LNSIZE 在表 4 中显著性并不高,可能是由于公司规模影响的不确定性所致,这和现有的国内外文献得出的结果相近。PSS 由于其双重影响也不显著,一方面国有控股越高,越能得到更多政策上的倾斜,上市也越容易利用各种渠道融资从而提高公司价值;另一方面,国有控股条件下也会引起政府融资体系软约束的问题,从而导致企业低效率的投资。而 TAG 显著的正相关性也表明投资者越来越关注高成长型上市公司。

表6 债务融资信号作用影响回归结果

因变量:债务融资衡量指标 NDR		
自变量	无虚拟变量影响	有虚拟变量影响
LROE	0.03761 (3.502)	0.03982 (3.717)
DAR	0.001703 (4.558)	0.001658 (4.401)
LNSIZE	0.0744 (7.834)	0.07002 (7.270)
PSS	-0.00011 (-0.426)	-0.00018 (-0.671)
TAG	0.00058 (5.382)	0.00064 (5.812)
IN		-0.00489 (-1.953)
Y		0.01655 (2.831)
R ²	0.108	0.117
Adj-R ²	0.104	0.112
DW	2.238	2.266

表6显示了(3)式的回归结果,说明了债务融资信号作用的影响。如果公司NDR水平越高的话,就越能向市场传递一个正的信号——公司的市场表现越好^①。因为一方面公司要获得债务融资(特别是近几年),不管是银行借款,商业信贷,企业债券或是短期融资券等,都需要满足一定的门槛要求,并具备良好的市场声誉和较高的预期收益;另一方面,鉴于股票市场融资功能逐渐受限,那些具有较高的公司价值,大规模和高增长潜力的公司也越来越倾向于充分利用财务杠杆,使用债务融资工具来拓展投资需求。这里的LNSIZE显著为正,我们单从银行贷款的角度来看,银行通常希望把资金贷给那些规模大的公司,因为规模大的公司即使在被清算时银行也能分到一些资产。PSS在回归过程中表现不显著,并呈现微弱的负向关系。可能的原因在于国有控股比例越高,凭借政府的多重所有身份,公司越能获得银行贷款并获批使用其他债务融资工具;但另一方面,公司也能利用政府背景更大程度上地利用股权融资这种软约束机制,而放弃硬约束的债务融资渠道。

关于实证的稳健性检验,我们针对(1)式做了一个非线性回归,回归方程式如下:

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1 \ln(NDR_{i,t}) + \beta_2 \ln(NDR_{i,t})^2 + \beta_3 LNSIZE_{i,t} + \beta_4 PSS_{i,t} + \beta_5 TAG_{i,t} + industry\ dummies + year\ dummies + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

① 用LCROA代替LROE时,我们还是可以得到同样的结论,但使用LQ时,回归结果并不显著。

我们从回归结果还是得到了债务融资和公司价值之间存在正相关关系的结论。而考虑到债务融资与公司价值之间还存在某种交互作用,即新增债务融资会相应提高公司价值,如通过债务硬约束,减轻代理成本和向市场传递正信号等;反过来公司价值较高的公司也更能方便和有效地利用债务融资,如申请银行贷款、发行企业债券、通过商业借贷都会相对容易。所以还应建立联立方程组进行偏差检验,本文运用 Wu - Hausman Test 来验证联立方程组偏差,结果显示并无显著的联立方程组偏差存在,因此不影响此前的实证结论。另外,在选择解释变量方面,还加入了影响公司盈利能力的息税前利润 EBIT 和总资产 TA 比率与反映营运风险的 EBIT 波动标准差等,但并没有改变债务融资正向作用的显著性水平。

四、结 论

本文研究的着眼点是我国公司的债务融资,这对于我国现有不合理的公司融资结构的改进具有突出的意义。针对发展相对滞后的企业债券市场,我们探寻到其根本原因在于政府融资系统,政府在资金融通过程中占有的这种绝对主导地位变相引致低效的公司治理,同时通过国有银行贷款渠道放大了这一负面影响。而政府融资系统从国债投资的角度分析,不仅产生了严重的挤出效应,还导致公司投资管理的无效率以及内部腐败等。对我国企业债券发行情况的系统分析也印证了我国企业债券市场的扭曲现象。如果政府能够逐渐适度退出对融资体系的直接控制干预,而在某些特殊政策方面给予支持、监督和引导,由公司适度自主地进行市场化的投融资过程,那么不仅是企业债券市场,还包括其他债券市场,都会很快发展起来,成为广大公司融资的重要途径。

而考虑到被抑制的债务融资是否能给公司整个运营绩效管理带来积极影响,和改变这种压抑现状的迫切性,我们就债务融资和公司价值关系的一系列问题进行了 TSCS 实证分析。结果告诉我们用新增债务比率 NDR 衡量的债务融资对于公司价值具有正向的显著相关关系,同时还能向市场传递积极的信号,但正向作用仅限于上市公司资产负债率 DAR 的一定区间范围内。因此,上市公司在做融资决策之前首先要把握现有的融资结构,然后再判断选择哪种融资方式能够最大化公司价值。当然,我国的相当一部分上市公司 DAR 参照我们拟合的标准都处于略微偏低的水平,特别是长期债务融资比例,所以债务融资市场在我国的发展还是相当有空间的,促进我国公司在合理的范围内进行债务融资特别是企业债券融资,具有一定的现实意义。

参 考 文 献

- [1] Williamson, Oliver, 1988, Corporate finance and corporate governance[J], Journal of Finance 43, pp. 567 - 592.
- [2] Grossman, Sanford, and Oliver Hart, 1982, Corporate financial structure and managerial incentive[R], in J. J. McCall Ed: The Economics of Information and Uncertainty (University of Chicago Press, Chicago), pp. 123 - 155.
- [3] Lang, Larry, Eli Ofek, and Rene Stulz, 1996, Leverage, investment, and firm growth[J], Journal of Financial Economics 40, pp. 3 - 30.
- [4] Hovakimian, A., Opler, T., and Titman, S., 2001, The debt - equity choice[J], Journal of Financial and Quantitative

Analysis 36, pp. 1 - 24.

- [5] Nakamura, Masao, 2002, Mixed ownership of industrial firms in Japan: debt financing, banks, and vertical keiretsu groups[J], *Economic Systems* 26, pp. 231 - 247.
- [6] Jonathan A. Batten and Peter G. Szilagyi, 2003, Why Japan Needs to Develop its Corporate Bond Market[J], *International Journal of the Economics of Business* 10, pp. 83 - 108.
- [7] Agarwal, Sumit, and Mohtadi, Hamid, 2004, Financial market and the financing choice of firms: Evidence from developing countries[J], *Global Finance Journal* 15, pp. 57 - 70.
- [8] 陈晓, 单鑫. 债务融资是否会增加上市企业的融资成本[J]. *经济研究*, 1999, 9: 39 - 46.
- [9] 何卫东, 张嘉颖. 所有权结构、资本机构、董事会治理与公司价值[J]. *南开管理评论*, 2002, 2: 17 - 20.
- [10] 陆正飞, 高强. 中国上市公司融资行为研究[J]. *会计研究*, 2003, 10: 16 - 24.
- [11] 肖作平. 公司治理结构对资本结构类型的影响[J]. *管理世界*, 2005, 9: 137 - 147.
- [12] Krishnan Sharma. 2001, The underlying constraints on corporate bond market development in southeast Asia[J], *World Development* 29, pp. 1405 - 1409.
- [13] Wu, Ling - ling, 2004, The impact of ownership structure on debt financing with the agency cost of free cash flow[R], working paper of City University of Hong Kong.
- [14] Ross S., 1977, The determination of financial structure: The incentive - signaling approach[J], *The Bell Journal of Economics* 8, pp. 23 - 40.
- [15] 董盼, 支晓强. 股东 - 债权人利益冲突对企业投资行为的影响[J]. *管理科学*, 2005, 5: 65 - 74.

Abstract: The paper firstly points out that the fundamental constraints on the development of corporate bond market in China is the government financing system, which means that government dominates in the capital financing and allocation, and restricts the corporate bond financing channel. Meanwhile, the systematic analysis of the issuing conditions of corporate bonds indicates that the corporate bond market in China is immature. In addition, the empirical studies on the relationship between debt financing and firm value of listed companies and signal effect of debt financing finds that debt financing measured by NDR is positively significant related to firm value considering DAR range influence and companies with bigger proportion of debt financing would transfer positive signal of corporate performance to market. Therefore, it would be beneficial and important for Chinese companies to make good use of debt financing especially corporate bonds.

Key words: debt financing; corporate bond; firm value; government financing system

(责任编辑:张怀清)(校对:HA)

资产证券化与金融改革

沈炳熙

(中国人民银行金融市场司,北京 100800)

摘 要:资产证券化在中国的出现,是中国金融改革开放取得重大成就的显著标志;资产证券化的推进,将进一步推动中国金融的改革与开放。本文从资产证券化与货币政策、信贷政策、金融稳定和金融市场改革、创新、发展互为条件、相互促进的关系分析入手,提出要充分利用当前有利时机,大力推进资产证券化,促进金融市场发展,提高货币、信贷政策实施效率,实现金融的长期稳定。

关键词:资产证券化;金融改革

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文献编号:**1002-7246(2006)09-0104-14

改革开放是我国金融业发展的基本动力和重要保证。在“十一五”时期,我国金融改革开放的任务非常繁重,国有商业银行的股份制改造、政策性银行合理的市场定位、股票市场的股权分置改革、债券市场的产品创新、金融业改革、稳定和发展之间的协调进行、WTO后过渡期金融市场的全面对外开放,等等,总之,这将是我国金融发展史上非常重要的一个时期。在这个时期稳步推进资产证券化,将对我国的金融改革产生积极的影响。

一、资产证券化与货币政策

货币政策是中央银行进行金融宏观调控的主要手段。中央银行通过运用各种货币政策工具,对金融市场的利率水平、金融机构的信贷扩张能力进行调控,进而影响社会资金流入实体经济的速度和数量,最终实现对经济的调控。对货币政策传导机制和地运作方式的改革,是充分发挥这种作用的关键。

资产证券化是通过发行证券出售资产的一种融资方式。在这种融资方式下,融资的基础不是融资者自身的信用,而是融资者所拥有的资产。这种融资也不是简单地出售资

收稿日期:2006-04-18

作者简介:沈炳熙:男,江苏人,供职于中国人民银行金融市场司。

* 本文观点系作者个人的观点,不代表所在单位的意见。

产取得价款,或简单地发行证券来筹集资金,而是把出售资产与发行证券结合起来:以资产未来的现金流来偿付证券的本息。

货币政策与资产证券化有着密切的联系。弄清这种关系,不仅有利于大力推进资产证券化,而且有利于货币政策传导机制和运行方式的改革,使之更好地发挥宏观调控的作用。

(一) 资产证券化有利于健全货币政策的传导机制

货币政策的传导机制决定货币政策能否及时、有效地得到贯彻落实。传导机制是否健全,取决于融资结构的合理程度、金融体系和市场体系的成熟程度。融资结构不合理,间接融资比重过大,直接融资比重过小,货币政策的传导必然依靠信贷规模、官定利率等行政手段,货币政策的实施往往对经济带来十分严重的冲击。因此,在实施货币政策时必然要环顾左右,不能充分自如地进行。如果融资结构比较合理,货币政策可以运用各种市场化的手段,提高其影响和作用。

金融体系的成熟程度也与传导机制密切相关。一个成熟的金融体系,能够自主地决定金融产品的价格,正确地调节资产和负债的期限结构,因而能够及时地对货币政策的变化作出反应,使货币政策及时地传导下去。

金融市场体系的成熟程度对货币政策的传导同样起着十分重要的作用。市场发育程度高,就能为货币政策的实施提供一个较好的操作平台,各种市场化的工具都可能成为货币政策的操作工具。

资产证券化在改善融资结构、健全金融体系和金融市场体系方面都能够发挥积极的作用。在改善融资结构方面,资产证券化作为一种新的融资方式,它从本质上来说,就是银行或其他机构用资产未来的收益来换取当期的资金。而由于这种融资采取了发行证券的方式,成为一种直接融资的方式。这一点,非金融资产的证券化尤为明显。即使是金融资产的证券化,例如信贷资产的证券化,只要投资者的范围足够广泛,它也在很大程度上推动直接融资的扩大。显然,它对于扩大货币政策工具的选择空间、使货币政策通过各种渠道加以传导是有着积极作用的。

资产证券化在扩大金融市场广度和深度的同时,也使银行的运行模式发生了变化。传统的商业银行业务主要是存放汇,中间业务规模小,它对于货币政策的应对,主要是信贷规模的扩大或缩小。随着资产证券化的开展,特别是当银行将更多的信贷资产证券化以后,银行的资产结构中,信贷资产的比例会降低。银行的资产除了贷款,还有许多其他的资产,如国债、企业债券、资产支持证券等,银行除了放贷收息,还要越来越多地参与债券市场的交易,这使中央银行可以通过与商业银行直接的市场交易传导货币政策意图。另一方面,商业银行即使未与央行直接交易,由于金融市场受货币政策的影响,这种影响也必然会传导到在这个市场上进行运作的每一家商业银行。

资产证券化,使一部分有稳定现金流但缺乏流动性的资产通过证券发行的方式出售给投资者,创造了一个新的固定收益类的证券品种。随着资产支持证券的发行,金融市场上固定收益类证券的总量增加了,金融市场的广度和深度都得到了发展,这就扩大了中央银行运用市场化工具进行货币政策操作的平台,使货币政策的有效传导有了更好的

外部条件。

上述分析表明,资产证券化的规模越大,货币政策传导机制的市场化倾向越明显。货币政策实施的效率会变得更高,货币政策在宏观调控中的作用会变得更大。

(二) 货币政策变动影响资产证券化的范围和规模

先看货币政策对信贷资产证券化的影响。一般而言,在实行从紧的货币政策时,信贷资产证券化的规模就不容易扩大。因为实行从紧的货币政策,信贷规模的增长速度就会放慢,银行面临的资金压力特别是长期资金的压力相应减轻,信贷资产证券化的紧迫性也就相应地趋缓。反之,在实行宽松的货币政策时,银行信贷规模的扩张冲动随之增强,资产与负债期限不匹配和资本充足率下降的问题会变得突出起来,通过信贷资产证券化解决这些问题的紧迫性也就相应地变强。当然,各个银行的情况不尽相同,对货币政策的反应也不一样。但排除各银行的特殊性,则货币政策对资产证券化的影响应当是共同的。

需要指出,货币政策对信贷资产证券化规模和范围的影响,是与其他影响因素共同起作用的,在特定情况下,由于其他因素的影响,货币政策对信贷资产证券化的影响不仅会减弱,甚至可能朝着相反的方向起作用。例如,实行宽松的货币政策,本来有助于信贷资产证券化规模的扩大,但是如果监管当局对银行资产负债期限结构和资本充足率的监管要求不严,或者银行可以容易地从货币市场低成本融入资金,银行开展信贷资产证券化的紧迫性就不强,甚至比在货币政策从紧时更弱。这一点,可以从一些银行对开展住房抵押贷款证券化积极性不高这一现象中反映出来。现在我国实行稳健的货币政策,这是一种比较中性的货币政策,总体上说,不应当认为是从紧的。但是开展住房抵押贷款业务的商业银行并没有太大的积极性。这是什么原因?是因为那些有住房抵押贷款业务的银行认为,现在市场上资金比较宽裕,融资容易而且成本较低,如果大量住房抵押贷款存在流动性风险,从市场融资即可化解。而目前住房抵押贷款是银行的优质资产,只要能以其他方式解决贷款的资金来源,就不必将这一部分资产证券化。这表明,货币政策对信贷资产证券规模和范围的影响并不是绝对的。

货币政策对其他资产证券化的规模也有一定影响,不过这种影响的方向往往与对信贷资产证券化的影响相反。其他能够进行证券化的资产,除了在具有稳定的现金流这一点外,与信贷资产的差异很大。这些资产证券化,作为这些资产所有者进行的一种融资活动,其所以采取这种方式融资,不外乎以下几种原因:一是谋求融资的低成本;二是实现融资的高效率;三是增加融资的渠道。这种融资活动是整个社会融资活动的一部分,它与其他社会融资活动存在着此消彼长的关系。当货币政策从紧时,整个社会的融资活动趋紧,其中信贷增势明显减弱,在这种情况下,许多资金需求者会更加重视非信贷资产证券化的融资方法,这时,资产证券化已经从低成本、高效率融资这个较高目标让位于能够融到资金这个较低目标。由于非信贷的资产与货币政策之间的关系相对较远,这些资产的证券化受货币政策调节的影响也相对较弱,因此,当通过信贷方式融资受货币政策影响变得比较困难时,非信贷的资产证券化规模会相应地扩大。在相反的情况下,非信贷的资产证券化规模则可能相应地缩小。

(三)把握两者关系,实现相互促进

对资产证券化与货币政策关系的分析表明,资产证券化有利于货币政策传导机制的完善,同时又受一定时期货币政策的影响。把握这两者的关系,对我们有什么意义、我们应注意些什么呢?

第一、我们应当积极推进资产证券化,使我们的货币政策传导机制更加完善,货币政策的传导更加顺畅。近年来,许多银行、证券机构积极探索资产证券化,纷纷提出这方面要求。中国人民银行积极支持这种探索,成为这一改革创新的支持者、推动者和组织者。中央银行为什么要如此积极地推动资产证券化?一个重要原因,就是作为货币政策的制定者和实施者,中国人民银行需要改革现行的货币政策传导机制,使货币政策的实施主要通过对商业银行的直接控制,转向主要通过市场进行调控,从某种意义上说,也就是要从数量调控为主转向价格调节为主。由于资产证券化能够在这一方面有所作为,推进资产证券化就很自然地成为央行的一项工作。

第二、在推进资产证券化过程中,必须充分考虑一定时期货币政策的要求。货币政策对资产证券化的规模、范围都会产生一定影响,这有其内在的规律性,因此,在推进资产证券化过程中,一定要充分掌握某个时期货币政策的方针,顺势而为,避免因为不符合货币政策方针而事倍功半,或者丧失发展机遇。例如,在实行宽松的货币政策时,银行资金总体上比较宽松,此时不宜迅速扩大信贷资产证券化的规模。但是,那些资金比较紧张的银行,例如,无吸储业务的政策性银行和分支机构、营业网点较少的股份制商业银行,仍然可以扩大信贷资产证券化的规模。而且,由于资金总体上比较宽松,能投资资产支持证券的资金也相对较多,因此这些发展资产证券化的银行可望事半功倍。

第三、随着资产证券化的推广,可考虑把某些信用等级较高的资产支持证券作为公开市场操作的一种对象。作为资产证券化的产品,资产支持证券是一种信用风险与预期收益都比较适中的证券。特别是那些受到政策支持的住房抵押贷款支持证券,风险较低、收益较好。随着这类证券的日益增多,如果能将其列入公开市场买卖的对象,不仅可以使货币政策操作的市场平台得到扩大,而且有利于提高这类证券的市场信誉,使资产证券化得到较快的推广。现在美国的 MBS 不仅在国内市场上得到人们的青睐,而且也是外国中央银行储备操作的对象,使其走向国际市场。我们目前还做不到这一点,但可以朝着这个方向努力,先在国内公开市场上作为操作的工具,这应当是能够做得到的。

二、资产证券化与信贷政策

资产证券化是一种结构性融资的制度安排。从融资这一点看,发行资产支持证券与银行信贷存在某种替代关系,因此,它与信贷政策也存在一定的关系。现在和今后相当一个时期,信贷政策在我国金融运行中仍将发挥积极的作用,但信贷政策的实施方式仍然需要改革和创新。因此,弄清资产证券化与信贷政策的关系,对于推动资产证券化是很有必要的。

(一)资产证券化可以成为实施信贷政策的工具