

立信会计学术专著

LIXIN ACCOUNTING
ACADEMIC MONOGRAPH

基于债权人保护和政府干预 的债务融资期限结构研究

方 媛 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

立信会计学术专著

基于债权人保护和政府干预的 债务融资期限结构研究

立信会计出版社

图书在版编目(CIP)数据

基于债权人保护和政府干预的债务融资期限结构研究

/ 方媛著. —上海: 立信会计出版社, 2010.12

(立信会计学术专著)

ISBN 978-7-5429-2660-9

I. ①基… II. ①方… III. ①上市公司-债务-融资-研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 246793 号

责任编辑 黄成良

封面设计 周崇文

基于债权人保护和政府干预的债务融资期限结构研究

出版发行 立信会计出版社

地 址 上海市中山西路 2230 号 邮政编码 200235

电 话 (021)64411389 传 真 (021) 64411325

网 址 www.lixinaph.com E-mail lxaph@sh163.net

网上书店 www.shlx.net Tel: (021) 64411071

经 销 各地新华书店

印 刷 上海申松立信印刷有限责任公司

开 本 787 毫米×960 毫米 1/16

印 张 10.25 插 页 1

字 数 161 千字

版 次 2010 年 12 月 第 1 版

印 次 2010 年 12 月 第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5429 - 2660 - 9/F

定 价 24.00 元

如有印订差错, 请与本社联系调换

序

会计是一门与社会经济环境密切相关的学科。回眸会计的发展史,会计学科始终随着社会经济的发展而发展,不断地实现理论的突破和实践的创新。当今的经济全球化、资本市场国际化以及会计的国际趋同,为会计理论的发展和实务的创新提供了契机,并形成了会计研究的累累硕果。

“中国现代会计之父”潘序伦博士开创的立信会计事业,以诚信会计思想而享誉海内外。进入新世纪后,上海立信会计学院会计学科进入了一个新的发展时期。“立信会计学术专著”系列展示的是上海立信会计学院会计学科的学术研究成果,选题涉及会计、财务管理和审计的主要前沿领域,内容着重引介和评价这些领域的理论发展和方法创新,并试图对这些领域的理论发展与方法创新有所贡献,从中也体现了上海立信会计学院会计学科正在形成的理论研究与应用研究并重、突出应用,直接服务于国家与上海地方经济的研究特色。

学术研究的魅力在于发展与创新,“立信会计学术专著”系列所追求的是能够对会计理论有所发展,对会计方法有所创新,哪怕所进行的发展与创新是十分微小的。如果列入“立信会计学术专著”系列出版的每本专著都能对会计理论的发展与方法的创新有所贡献,能够得到同行的一点认同,也算达到了我们编辑出版“立信会计学术专著”系列的目的了。

邵瑞庆

2010年11月



债务融资期限结构研究是资本结构研究的一个分支,长期以来国内学者注重了资本结构的研究,认为上市公司过度负债的表现就是高负债比率,而忽略了对债务融资期限结构的关注。由于我国金融体系和企业发展中出现的许多问题,与是否能够获得长期债务融资和债务融资期限结构是否合理等问题密切相关,因而债务融资期限结构研究在我国显得尤为为重要。本书以债务融资期限结构的影响因素为中心,从西方成熟的相关理论入手,在发现这些理论不能很好地解释我国债务期限结构的现状后,将视野扩展到契约形成的制度约束条件,以寻求最有力的关键解释因素。基于转型时期债权人保护和政府干预的制度背景,本书对债务期限的相关问题进行规范和实证研究,从中寻找、发现上市公司债务期限结构形成的主要因素、期限结构的信息显示效应和存在的问题,为债务契约关系的各相关利益者的利益关系、相互作用机制、成本与收益以及信息传递提供一种理论解释和预言,在实践中为企业界和金融界之间债务期限结构的有效选择、投资者的价值判断以及政策的制定提供理论指导。

自1978年我国开始实行改革开放、从计划经济体制向市场经济体制的转型以来,经济发展取得了巨大的成就,堪称“中国奇迹”。然而20年的转型道路并不平坦,其中充满许多曲折和艰辛。目前现有的理论和经济学知识还不足以让我们明白如何才能顺利完成从无效率的集中计划经济体制向有效率的分散市场经济体制的转型过程(张军,2004)。“摸着石头过河”的方式要求我们必须从转型实践中不断地研究和积累,在已有的理论基础上分析和研究当前的经济问题并寻找适合我国国情的发展之路。以市场为导向的经济体制改革带来了经济活动的组织结构和资源配置的巨大变革。但由于我国资本市场和债权市场是在新旧体制的剧烈摩擦和尖锐对抗中发展起来的,因而出现了很多问题,有些问题通过企业这一经济单元暴露出来,其中最为重要的问题之一就是关系企业生存和发展的债务融资期限结构。

长期以来国内学者只注重了资本结构的研究,认为上市公司过度负

债的表现就是高负债比率,而忽略了债务融资期限结构。其实就当前暴露的问题看,债务融资结构的研究要远远比资本结构重要。国内企业出现了短期债务占主导地位的融资期限结构,和一般意义上的短期债务与长期债务 2:3 的结构完全背离;“短贷长借”现象严重,短期债务丧失了治理优势;以短期融资满足长期发展需要的债务配置方式加大了交易成本,造成资源的极大浪费,而且无法在金融业和企业界真正建立起一个严格的约束机制,无法培养一个严谨的信贷文化和传统。因而寻找我国目前债务期限结构形成的原因和暴露的问题具有重大的现实意义。

第 1 章中对本书的选题意义、研究现状进行了描述和分析,并给出本书的研究思路、研究框架和主要贡献。

第 2 章分析了企业债务期限结构选择的理论基础,并探讨了最近相关的研究动向,认为一国或地区的法律环境和产权制度是影响企业债务期限结构选择不可忽视的因素。

契约是基于制度约束之下交易成本最小化的结果,因而在我国新兴加转轨的经济条件下研究企业行为必须考虑相关的制度背景。第 3 章分析了可能对我国企业债务期限结构产生影响的關鍵制度因素,包括目前的债权人保护体系和政府干预的状况。

第 4 章基于成熟的西方理论,用规范研究和实证研究的方法,从我国的现实环境和西方理论的假设条件出发,分析和证实了我国企业选择债务期限结构的动因,发现代理理论和匹配理论对期限结构有一定的解释力,但信息不对称理论呈现和预期相反的结果,税收理论的解释作用相当弱。因而目前的债务期限结构仅在较小的程度上反映了企业的内部信息,尤其是企业质量、信用风险(或流动性风险)等内部信息的传递完全有悖于成熟理论的预期。有必要寻找我国债务期限结构形成的关键因素,并为投资者指明有别于理论预期的信息显示效应。

考虑到契约结构内生于制度约束,中国资本市场(包括证券市场和债权市场)是在新旧体制的剧烈摩擦和尖锐对抗中逐渐发展的,新兴加转轨的双重特征导致了在中国资本市场上投资者法律保护水平低下,政府行为对资源配置具有重要的影响作用(夏立军、方轶强,2005),所以考察中国上市公司的债务融资问题必须对其所处的制度环境进行分析。从我国的债权人保护体系看,目前存在诸多严重损害债权人利益的行为,不仅仅存在西方分散股权下的“资产替代”、“投资不足”和“过度投资”问题,还存在管理者和大股东采用关联交易等方式转移资产,侵占债权人利益的行

为。本书在第5章中采用实证研究的方法,分为管理者自利行为和股东侵占行为两个方面,着重讨论债务代理问题怎样影响了债务期限结构,发现当债权人的利益受到威胁时,管理者虽然有较大的决策空间但并不能选择有利于自己的债务结构,体现了债权人对风险的控制;而在管理者自利程度较小的范围内债权人控制风险的动机较小,债务期限结构体现了管理者的防御行为。从样本的分布情况看,我国绝大部分上市公司的期限结构是债权人控制的结果。在大股东控制权和现金流量权分离程度大的公司中,大股东具有更大的侵占动机,加大了债务代理成本,债务期限较短体现了债权人对违约风险的控制。这些结果说明短期债务占主导地位的融资期限结构是基于薄弱的产权保护制度环境约束下契约成本最小化的表现,企业的债务期限结构也正体现了债权人风险控制的动机,其包含的信息含量大大减少并显著区别于发达资本市场下的信号传递效应:依赖短期债务为主要融资方式的企业不是出于降低资本成本或者传递高企业质量的需要,而是侵占行为严重、内部治理失效情况下债权人控制的表现。

如果按照企业选择和债权人风险控制的博弈方式决定资金的流向,那么企业为了减轻再融资风险会争取更大的自我选择空间,企业和债权人之间也可以形成良好的信用机制,金融业中会呈现资金的良性循环。但现实中我国信用体系远远不够完善,不良贷款比例相当大,这是因为转轨经济条件下社会资源(包括资本)的配置方式并不完全以市场分配为基础,目前的中国金融系统呈现出政府—中介混合主导型的特征。在我国经济转型过程中,政府和市场的关系比较复杂,政府干预弱化了债务契约关系,并影响了企业债务期限的选择。樊纲、王小鲁、朱恒鹏的政府干预指数发现,政府干预越大的地区企业有越长的债务期限结构,并且政府干预的程度影响了资源的优化配置,政府干预对小规模企业和非国有企业的长期债务融资产生挤占效应,并为陷入财务困境的某些企业提供救济,使得我国出现流动性风险和债务期限结构的正“U”型关系。在进一步研究其对契约关系的影响时发现,政府干预会弱化债权人采用短期债务控制违约风险的方式,但是并不会使其完全失效。在政府干预较大的地区,债权人的风险控制能力弱化,管理者的自利行为程度(大股东侵占行为程度)和债务期限之间的负相关关系比较弱。该结果说明政府干预在债务期限结构的形成中起到了一定作用,影响了债权人和企业之间的契约关系,但并不能改变我国债权人采用缩短债务期限控制风险的整体趋势。

以短期债务为主导的融资结构是受政府干预一定影响下的债权人控制风险的体现,因而债务融资期限结构显示的信息不仅体现了债权人风险的控制,而且混合了地方政府的行为,外部投资者必须结合企业背后的“政治关系”才能做出正确的投资决策。

最后,基于前面的实证结果,对如何改善我国上市公司的融资结构、促进债权人和企业之间的有效选择和提高债务期限结构的信号效应进行了探讨。结合我国目前的实际情况,从加快债权人保护体系建设、弱化金融约束和地方政府干预、拓展合法有效债务融资渠道、完善公司治理机制、建立良好的信用评级制度等角度,提出通过政府的“有形之手”和市场的“无形之手”共同调节的政策建议。

由于本人水平有限和时间不足,书中难免会有不少纰漏甚至谬误,恳请同行专家与读者不惜赐教、批评指正。

方 媛

2010年11月

目 录

第 1 章 导论	1
1 引言	1
2 选题意义	2
3 研究问题	5
4 本书结构	10
第 2 章 文献回顾	16
1 企业债务融资期限结构选择的理论	16
2 基于制度因素的跨国研究	30
3 国外债务融资期限结构的最新发展	31
4 国内债务融资期限结构文献回顾	35
第 3 章 制度背景和理论分析	42
1 我国债权人保护现状和风险控制手段	42
2 政府干预下的金融业	49
3 理论分析	52
第 4 章 我国企业债务融资期限结构选择的研究	59
1 理论分析和假设	59
2 企业债务融资期限结构选择的实证检验	63
3 稳健性检验	76
第 5 章 债务融资期限结构与债权人保护	82
1 债务融资期限结构与管理者自利行为、债权人保护	82
2 债务融资期限结构和股东侵占行为、债权人保护	94
3 债权人控制与信息显示	102

第 6 章 债务融资期限结构和政府干预	106
1 企业债务融资期限结构选择和政府干预	106
2 债务融资期限结构和债权人保护、政府干预	116
第 7 章 研究结论、政策建议和局限性	123
1 研究结论	123
2 政策建议	125
3 局限性	129
附录	130
参考文献	139
后记	151

1 引 言

债务融资一直以来都是财务界关注的重点问题之一。从传统的资本结构理论到和金融行为学、企业管理等理论的结合,债务融资的研究一直在不断发展。Modigliani-Miller(1958)为资本研究开了先河,之后资本结构理论的发展可以分成两个阶段:第一个阶段是20世纪80年代末之前的30年,在这一阶段(尤其是70年代和80年代)是公司财务的最活跃的时代,各种理论层出不穷,形成了权衡理论、代理理论、信息不对称理论、控制权市场理论以及产品市场理论;第二个阶段是20世纪90年代以后的15年,行为金融学为资本结构的研究注入了新鲜血液,并且前一个阶段提出的各种理论在这一阶段也得到了长足发展。然而这些研究基本上都遵循的是MM理论的思路,即将各种债务看做是同质的,研究债务和股权融资两种融资方式的最优选择问题。随着狭义的资本结构理论研究的发展,一些学者注意到不仅权益融资和债务融资之间有着本质的差别,而且债务融资的构成也是各异的,不同债务在债务期限、优先级别、限制性条款等方面存在显著差别,债务融资结构问题作为资本结构研究的一个分支开始得到西方学者的关注。在资本结构研究的理论基础之上,债务融资结构的研究迅速发展起来。所谓债务融资结构是指企业各种举债的构成以及所占的比重,基于不同的性质可以分为债务期限结构、债务所有权结构(也叫类型结构、来源结构、债务布置结构)以及债务优先结构。虽然至今没有文献明确地指出债务融资结构的定义,但根据研究的内容可以进行界定:债务融资的所有权结构(debt ownership structure),也叫来源结构(debt resources structure)或者债务布置结构(debt placement structure),指债务融资的

来源渠道,一般表示为公共债务(public debt)和私人债务(private debt)的比率问题,随着后续研究的深入,有人将其进一步细分为公共债务、银行债务和非银行私有债务(no-bank private debt);债务融资的优先结构(debt priority structure),是指在企业处于破产清算过程中对债务有不同先后次序索取权的债权人之间的分配结构;研究最广泛的是债务融资的期限结构(debt maturity structure),指企业中的债务从开始至到期偿还为止的存续期间的构成情况,一般表示为短期债务和长期债务的搭配问题,这也正是本书关注的内容。

企业债务融资结构直接关系到企业价值的高低,影响到投资者的利益。从理论上讲,权衡债务融资的资本成本、代理成本、交易成本、破产成本和抵税收益等可以使企业价值达到最大化,但从现实情况看,选择债务结构远不是那么简单,它不仅取决于企业内部如何进行调整 and 安排,而且还与一个国家资本市场和信贷市场的完善和发展有重大关系。债务的期限长短、成本大小、优先权等等都是债权人自我保护的形式,是企业和债权人在既定的经济环境中相互博弈的结果。产权经济学认为,契约内生于制度约束,因而,债务融资结构不仅关系到企业的价值还反映了一个国家或地区融资体制的完善程度。

2 选题意义

长期以来国内的资本结构研究主要讨论了两个方面的问题,一个是融资比例的问题,即企业中各种不同质的融资构成情况;另一个是融资的先后顺序问题,即企业首选什么样的融资方式,但无论哪个方面的研究基本都假设所有的债务是同质的,着眼于对负债水平的分析。其实债务融资期限结构的研究价值要远远高于资本结构的研究。

第一,债务融资期限结构不仅仅体现了传统的融资效应,还显示出强大的信息传递作用和治理效应。在发达的资本市场下,债务融资的来源渠道和方式比较广泛,企业可以灵活地选择交易成本最低、经济效率最好的债务组合,以实现企业价值的最大化。2003年美国《商业周刊》改变了一直以来采用八种财务数据编制排行榜的方式,加入了长期债项对资本的比例(debt to capital ratio),说明债务融资期限结构在西方实务界得到了广泛认可。债务融资结构的选择结果不仅仅体现了企业内部资源的调整 and 安排,还和金融市场的完善和发展有着重大的关系。它可以反映一

个国家或地区法律体系、产权制度、金融市场等宏观层面的信息。Demirhuc-Kunt(1999)、Giannetti(2003)等已经发现企业的债务融资结构受投资者保护程度、市场发展程度和政府干预等外部制度环境的影响和制约,在法律体系欠发达的国家或地区,债权人会选择短期债务作为控制企业机会主义行为的工具。

第二,中国金融体系和企业发展中出现的许多问题,与是否能够获得长期债务融资和债务融资期限结构是否合理等问题关系密切。我国目前还没有认识到长期债务的重要性,认为债务的期限结构并不重要,短期债务到期时可以通过不断地讨价还价来展延;上市公司也出现了短期债务占主导地位的融资期限结构,和通常认为比较合理的短期债务和长期债务 2:3 的结构完全背离;债务仅仅体现了融资的作用,没有发挥治理效力,尤其是“短贷长借”现象使短期债务丧失了治理优势,潜在的投资者也有可能根据债务期限结构传递的误导信号做出错误的决策;企业不断通过“短贷长借”的行为融集资金也加大了交易成本,造成资源的极大浪费,长此以往金融业和企业的发展会呈现恶性循环的不健康发展状态;从根本上讲,目前的这种情况无法在金融业和企业界真正建立起一个严格的约束机制,无法培养一个严谨的信贷文化和传统。因而寻找我国目前债务期限结构形成的原因和暴露的问题具有重大的现实意义。

第三,研究我国企业债务融资期限结构的形成原因、揭示其中存在的问题可以促进企业和债权人之间的相互了解,在股份制改革的大环境下增加企业和债权人选择的有效性,具有更为深远的意义。债务融资期限结构的研究不但为企业经营者考虑债务融资决策提供了较好的理论依据,也为银行等债权人提供了合理判断企业偿付能力和投资价值的参考标准,甚至可以作为银行业监管者监控由企业偿付危机带来的违约风险的有效方法。债务期限结构影响因素的研究还有助于理解银行债务的杠杆治理作用为何失效,了解什么样的公司可获得更大的选择自由,促使企业更好地使用信用债务,减少资金约束。

第四,深入研究我国企业债务融资期限结构既是对以往一段时期的总结,也有利于今后政策的制定。企业作为市场经济中独立经营和决策的经济主体,是整个社会经济的缩影,剖析企业行为方式、研究企业行为的制约条件是掌握经济主体行为规则和特点、完善经济制度运行的先决条件。我国“摸着石头过河”的改革方式必须以决策机构拥有充分、及时、

准确的信息为前提。厉以宁^①在谈到中国资本市场发展的时候讲到“任何重大政策的出台必定有一个最佳时机,错过了这个时机,政策出台的滞后将使得本来有效的效果减少,甚至无效”。为了规范我国的资本市场,《证券法》如果能提前出台一二年,效果会更好些。同样的道理,如果决策机构能对市场的实际情况有充分、及时、准确的了解和认识,早些为企业开辟合法化的融资渠道,及时适时出台规范政策,当前金融业和企业的发展会更迅速。

随着国内研究的发展,已经出现了几篇关于债务融资期限结构的研究文献,但是没能全面系统地对我国的情况给予很好地解释。Kai Li 等(2007)中讲到,“由于我国不符合信贷市场竞争的假设条件,因而权衡理论、优序融资理论等经典理论在我国不适用,由此预期的公司基本特征对债务融资的影响也可能存在问题”。虽然他们指出了我国企业债务期限结构可能不遵循国外的研究理论,但并没有指明具体是什么主要因素影响了债务期限结构的形成,也没有指出期限结构是否能够像国外一样反映出企业最优的选择、并起到指导外部投资者的作用。而且大部分的研究都停留在企业基本特征对债务融资期限结构的影响上,没有深入到企业内部^②,如果注意到融资决策都是由管理者做出,那么管理者的行为也会影响到债务融资期限结构的选择。正如胡奕明(2006)中的发现,“银行贷款政策与企业财务关系不明确,而和一些非财务指标之间(比如审计意见、大股东占款等)存在合理的相关关系”,所以有必要从理论上为以上问题做出解答。

本书的研究将以债务融资期限结构的影响因素为中心,以期限结构的相关理论和制度背景为主线,将债务期限的相关问题进行规范和实证研究,从中发现当前我国上市公司债务期限结构的形成原因和存在的问题,为债务契约关系的各相关利益者的利益关系、相互作用机制、成本与收益以及债务期限结构的信息显示功能提供一种理论解释和预言,在实践中为企业界和金融界之间的有效选择、投资者的价值判断以及政策的制定提供理论指导。

① 见厉以宁为《重组与再生——中国企业优化资本结构理论与实践》写的序,陈晓红、熊维平主编,经济科学出版社,2000年版。

② 袁卫秋(2006)将上市公司的偿债能力和债务期限结构进行统计对比后发现上市公司不缺乏借入长期债务的能力而认为我国企业偏短的债务期限结构并非迫不得已,而是其主动选择的结果。

3 研 究 问 题

3.1 国外债务融资期限结构的研究

经过十几年的发展,国外形成了一套成熟的解释债务融资结构的理论,尤其是债务融资期限结构的研究最为广泛。根据研究的内容我们可以分成三个阶段:第一阶段是在原有资本结构研究的基础上对债务融资期限结构选择的理论拓展,该部分形成的理论包括代理理论(Jenson-Meckling, 1976; Myers, 1977; Smith-Warner, 1979, Fama-Jenson, 1983 等)、信息不对称理论(Flannery, 1986, Kale-Noe, 1990; Diamond, 1991, 1993 等)、匹配理论(Morris, 1976; Myers, 1977; Hart-Moore, 1994 等)、税收理论(Brick-Ravid, 1985, 1991; Kane et al., 1985 等)、发行成本理论(Morris, 1976; Hauberman-Kahn, 1987 等),这些理论的提出从企业价值最大化的角度为债务期限结构的选择做出了合理解释,而后部分学者(Barclay-Smith, 1995; Stohs-Mauer, 1996; Guedes-Opler, 1996; Ozkan, 2000 等)将其涉及的公司基本特征抽象出来并采用实证研究的方法论证了企业选择债务期限的决定因素。第二阶段是在世界范围的公司治理研究发现制度差异对市场主体的契约结构具有决定性作用之后,实践中制度性的差异影响了企业债务融资结构的选择。La Porta 等(1996)的研究结果证明了一国法律对投资者保护的强弱对该国所有权结构、金融发展的重要作用,从此拉开了制度环境研究的序幕,随后 Demirguc-Kunt(1999)、Giannetti(2003)等发现各国企业的债务融资结构受投资者保护程度、市场发展程度和政府干预等外部制度环境的影响和制约。如果外部投资者的利益不能受到应有的保护,债权人就会偏向于采用有利于自己的自我保护机制,比如缩短债务期限、增大担保抵押的比例等等,企业融资也会呈现一种短期债务为主的融资方式。第三阶段是在最近几年新兴起的从管理者行为的角度研究债务融资结构的选择,和前面的研究相比,该理论认为管理者不会选择一个有损于自身利益的资本结构和债务结构,当管理者有权做出公司财务决策时,财务政策的选择本身就是一种代理问题。Berger, Ofek and Yermack(1997)开创了管理者防御行为对资本结构的影响研究,自此,众多学者发现管理者的防御行为同样体现在债务融资结构上。由于股

权结构和董事会结构、控制权市场等公司治理机制对管理者起到了治理的作用,因而债务融资期限结构的研究也扩展到公司治理方面。Datta, Iskandar-Datta, and Raman (2005)、Guney-Ozkan (2005)、Benmelech(2006)、Harford-Li-Zhao(2007)等采用多种衡量方式研究了公司治理对债务融资期限结构的影响,发现在股东权益保护好的公司会有更多的短期债务以减轻管理者的防御行为,但 Maria-Marchica (2007)却发现大股东的存在、非管理者股东持股和机构投资者的监督作用和短期债务的治理具有相互替代性,这些治理机制的存在约束了管理者的防御行为因而公司采用了较少的短期债务;Beng-Chong (2006)认为控股股东隧道效应、管理者在职消费和防御效应的存在使东亚企业面临更严重的公司治理问题,以控股股东控制权和现金流权的分离程度来衡量公司治理的好坏,发现在公司治理问题严重的企业中有较多的银行借款和短期债务、商业信用。

3.2 国内研究现状

国内的研究基本上围绕理论预期中企业怎样选择债务期限结构进行的,影响因素包括公司的规模、成长性、公司质量、流动性风险、税率、行业因素等。韩德宗和向凯(2003)以医药行业为例,对我国上市公司的债务融资结构做了实证研究,基于国外提出的代理理论、信号不对称理论和税收理论,他们选取了市场价值与账面价值的比率、净资产收益率增长率、主营业务增长率账面总资产的自然对数、每股收益、每股净资产、资产负债率、流动比率、固定资产比率、实际所得税率、税收虚拟变量做解释变量,采用逐步回归法进行线性回归分析,最终结果部分地支持信息不对称理论,不支持代理理论和税收理论;袁卫秋(2005)选取1999—2002年的国内汽车制造业的上市公司为对象,结果发现代理理论和信息不对称理论对期限结构没有显著的解释作用,在税收理论中非债务税盾和债务期限之间显著正相关;肖作平(2005)采用广义矩估计的方法,从动态视角进行研究,发现债务期限的调整成本显著影响期限结构,经验证据支持代理理论和税收理论,而没有公司使用债务期限传递信号的证据。以下相关研究也结合了我国的制度背景。孙铮、刘凤委、李增泉(2005)以产权经济学为基础,从政府干预和区域市场化进程的角度研究了上市公司债务融资期限结构的差异,发现由于政府干预的影响在市场化程度高的地区债务期限越短;肖作平和廖理(2006)

从代理成本视角检验我国债权人法律保护程度较弱的情况下,大股东是否影响公司期限结构的选择,发现第一大股东的持股比例和债务期限显著负相关,而少数大股东的持股集中度可以减轻这种负相关关系。总起来讲,国内现有的文献多注重解释债务期限结构选择的层面的因素,忽略了管理者和股东作为财务决策者的影响;研究了我国制度背景对债务期限结构的直接影响,但没有分析经济转轨过程中残留的政府(特别是地方政府)怎样影响了企业的选择行为以及达到了什么程度。本书基于债权人保护薄弱和政府频繁干预的制度背景下考察企业、债权人和政府三方面利益关系在信贷资源配置中的相互作用,并揭示目前企业债务期限结构中蕴含的信息含量。

3.3 研究思路和研究问题

我国企业债务融资期限结构以短期债务为主,周小川在2004年中国金融年会上曾指出我国银行对企业流动性贷款的支持已经位居世界第一位,银行短期贷款占GDP的比重高达71.7%,远远超过了发达国家和其他发展中国家。Fan-Titman-Twite(2003)对39个发展中国家和发达国家的债务期限结构统计中,发现我国的债务期限结构几乎是最短的,中长期债务占总债务的比重在39个国家中仅高于希腊(见图1-1)。根据《中国金融年鉴2005》,本书编制了各地区2001—2004年的金融机构贷款结构表(见附录A),从表中我们可以看出虽然各短期贷款和长期贷款的比值逐年减小,但仍然是短期债务占了大部分。为了进一步了解我国企业债务融资的期限结构,编制了各地区上市公司长期债务占总债务比例的均值图(见图1-2),可以看到在31个省、市、自治区中长期债务所占比重最大的还不到0.35,最小的还不到0.1,有一半以上的省份处于0.2的水平之下。这样短的债务期限很难仅从规避利率风险和追求较低融资成本、缺乏长期偿债能力等传统财务角度解释。而且国内债务期限结构经济后果的研究文献表明,上市公司大量的短期债务并没有起到比长期债务更好的治理效果,反而降低了企业价值(谢诗蕾等,2006),说明目前的债务期限结构严重偏离了以企业价值最大化为目标的最优选择,很可能不只是企业选择的结果,需要从理论和现实环境的差异中寻找债务期限结构形成的根源,带着这一问题本书进行了如下的分步研究。

债务融资期限结构首先是企业选择的结果。作为资金需求方,企业