

会计理论探索丛书

上市公司债务融资 结构、行为、绩效研究

**RESEARCH ON THE DEBT STRUCTURE, CONDUCT, PERFORMANCE
OF THE LISTED COMPANIES**

董黎明 著

会计理论探索丛书

上市公司债务融资 结构、行为、绩效研究

RESEARCH ON THE DEBT STRUCTURE, CONDUCT, PERFORMANCE
OF THE LISTED COMPANIES

董黎明 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

上市公司债务融资结构、行为、绩效研究/董黎明著.
—上海:立信会计出版社,2010.9
(会计理论探索丛书)
ISBN 978-7-5429-2584-8

I. ① 上… II. ① 董… III. ① 上市公司—债务—
融资—研究—中国 ② 上市公司—经济效果—经济评价
—研究—中国 IV. ① F279.246 ② F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 182256 号

策划编辑 张立年
责任编辑 张立年
封面设计 周崇文

上市公司债务融资结构、行为、绩效研究

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	常熟市梅李印刷有限公司	
开 本	890 毫米×1240 毫米	1/32
印 张	8.5	插 页 2
字 数	229 千字	
版 次	2010 年 9 月第 1 版	
印 次	2010 年 9 月第 1 次	
书 号	ISBN 978-7-5429-2584-8/F	
定 价	16.00 元	

如有印订差错 请与本社联系调换

《会计理论探索丛书》编委会^①

主 编 葛家澍 吴水澎 郭道扬 王松年
常务副主编 毛伯林 张立年 孙时平
副 主 编 丁平准 王庆成 王俊生 李学柔
 杨宗昌 夏乐书

^① 2005年12月9日,《会计理论探索丛书》编辑委员会《关于通报〈会计理论探索丛书〉编委会增补编委及编委会名单表决结果函》指出:经过较长时期酝酿、协商,提出了增补编委建议名单,再通过书面表决,到反馈意见集中,经历了一个很长的过程,现在建议名单已全票通过并予公告。

《会计理论探索丛书》序

会计与经济总是紧密地联系在一起。经济离不了会计,会计离不开经济。经济越发展,管理越需要,会计越重要。

“发展—改革—发展”是会计实践、会计理论不断前进、不断深化、不断完善的客观规律。没有发展的客观要求,就不会产生发展的愿望,也就不会形成发展的意识;改革既受发展要求、发展愿望、发展意识的驱使,又是实现发展目标的永恒动力,没有会计的改革,就根本不会有会计的发展。

中共十一届三中全会的召开,吹响了改革、开放的进军号角,全国人民、全国会计工作者都按照党指引的方向,为调整、改革与生产力发展要求不相适应的某些社会生产关系,为调整、改革与经济基础不相适应的某些社会主义上层建筑,奋战在改革的前沿,真是意气风发,斗志昂扬。在党的领导下,全国各条战线都充满了无穷的生机,释放出无限的活力。在整个改革大潮中,会计领域也与全国一样,不断地取得了改革开放的累累成果。这些成就,有待于我们去总结、去反映。随着改革开放的迅猛发展,新情况、新事物、新问题层出不穷,也亟待我们去探索、研究,去作出科学回答,这也是摆在我们面前光荣而艰巨的任务。

《会计理论探索丛书》的出版,正是通过对现实问题的研究,通过对会计基本理论、业务理论的探索,通过“双百”方针的着力贯彻,会计学术的活跃与繁荣,为贯彻、实现中国会计

学会的科研规划,为建立具有中国特色的以提高经济效益为中心的会计理论、方法体系,起到一点添砖加瓦的作用。

《会计理论探索丛书》是融合会计学术、会计知识、会计经验为一体,汇集不同学派、不同观点、不同主张的会计理论系列专著。只要是确有见地、言之成理,有助于繁荣社会主义会计学术、强化社会主义会计管理并符合《会计理论探索丛书》宗旨和条件的,经过编委会审查认可,均可纳入《会计理论探索丛书》。

这块会计学术园地,是属于我们会计界的广大作者和读者的,是属于我国会计实际工作者、会计理论工作者、会计教育工作者和不同层次的会计后备军的。我们殷切地希望我国会计界的同志们、朋友们,都来认真地关心她!用我们集体的智慧和力量,通过辛勤耕耘和科学管理,让她孕育出许许多多群众喜爱、社会欢迎、经得起实践检验的优秀成果。

祝愿这套丛书能够为我国的社会主义现代化建设服务!祝愿这套丛书能够给会计学术宝库不断地增添佳品!祝愿这套丛书经久不衰,与世长存,永葆青春!

《会计理论探索丛书》编委会

本书序

经过十多年的发展,我国股票市场走过了西方发达国家一百多年才走完的道路,股票市场在国民经济中的地位与日俱增,为我国企业的现代化改制和融资提供了良好的平台。然而,由于我国资本市场依然处于起步阶段,自身制度的不规范性和内在缺陷所带来的波动性对其融资功能的正常发挥产生了一定的影响,进而影响上市公司无法及时筹集到项目所需的资金。这一点在股票市场处于熊市阶段表现尤为明显。作为企业资金重要来源之一的债务融资,虽然在市场中并不像股权融资那样备受关注,但却实实在在地对上市公司的资金需求提供了有效支持。与此同时,关于债务融资与企业价值的研究也受到了广大研究者的关注。

我国资本市场发展具有一定转轨经济背景下的特殊性,上市公司的债务融资结构也对这一性质有所反映。特定的债务融资结构对企业对外投资、公司治理及产品市场竞争等企业行为都产生了重要的影响,这些企业行为并不是孤立存在的,它们之间相互作用,共同对企业绩效产生影响。而债务融资结构通过企业行为影响企业绩效的作用机制以及不同企业行为之间的相互作用对企业绩效的影响等一系列问题,在相关研究中却没有得到充分挖掘。董黎明博士所著的《上市公司债务融资结构、行为、绩效研究》,通过实证研究,对这一系列问题进行了深入探讨。该著作基于产业组织理论的 SCP

分析框架,构建了债务融资结构—企业行为—企业绩效的分析框架,以代理理论为基础,将企业的债务融资类型结构、期限结构与企业实际的投资行为、公司治理、产品市场竞争等进行结合,运用理论分析和实证研究相结合的方法,对我国上市公司的债务融资结构与企业行为的关系进行了深入分析。并在此基础上进行债务融资。通过企业行为影响企业绩效的路径分析,构建了路径图,经过有效路径的分析,得到的结论认为:上市公司的债务融资结构通过投资行为和公司治理,对企业提高绩效具有重要作用;而产品市场竞争并不能发挥应有的作用。

本书是由董黎明博士的博士论文改写而成的。我相信,随着我国资本市场建设的推进和相关法律、法规的完善,本书的出版对于开拓我国企业的融资渠道、理顺企业和债权人之间的关系、提高企业融资的利用效率、拓展企业债务融资研究的广度和深度等方面,具有重要的理论意义和应用价值。希望作者能继续进行债务融资与企业行为内在关系的深入研究,完善相关理论体系。也希望该书的出版会得到理论界和广大读者的欢迎。

博士生导师、教授 罗飞

2010年5月

于中南财经政法大学会计学院

目 录

摘要.....	1
ABSTRACT	5
导论	11
一、问题的提出	11
二、文献综述	14
(一) 债务融资结构选择的影响因素研究	14
(二) 债务融资结构的经济后果研究	14
(三) 文献的简要评述	19
三、债务融资结构、行为、绩效分析框架	20
(一) 产业组织理论的 SCP 分析框架	20
(二) 企业微观的 SCP 分析框架	20
(三) 债务融资的 SCP 分析框架	22
四、研究意义	24
(一) 理论意义	24
(二) 现实意义	24
五、本书的研究方法、思路和内容	25
(一) 本书的研究方法	25
(二) 本书的主要思路	26
(三) 本书的主要内容	26
六、本书的主要创新点	28

第一章 企业债务融资理论	29
一、基于税收因素和破产成本的债务融资理论	29
(一) 税收因素和债务融资	29
(二) 破产成本与债务融资	31
二、基于信息不对称和激励问题的债务融资理论	33
(一) 信息不对称与债务融资	34
(二) 激励理论与债务融资	35
(三) 金融契约的控制权与债务融资	37
三、基于产业组织的债务融资理论	38
(一) 产品市场竞争与债务融资理论	39
(二) 资本结构和产品或投入品特征之间的关系	40
四、债务融资理论述评	41
第二章 上市公司债务融资结构的现状及特征分析	43
一、中国企业融资制度变迁和发展	43
(一) 计划经济体制下的企业融资制度	44
(二) 经济转轨时期实行“拨改贷”与企业融资制度	46
(三) 股票市场的发展与企业直接融资的空间	48
二、我国上市公司债务融资结构现状分析	50
(一) 我国上市公司平均资产负债表分析	50
(二) 债务融资结构的国际比较研究	55
三、债务融资结构的行业特征分析	59
(一) 不同行业上市公司债务融资结构描述性统计	59
(二) 行业间债务融资结构的差异检验	68
四、结论	70
第三章 债务融资结构对企业投资行为的影响	72
一、债务融资结构对企业投资行为影响的理论分析	72

(一) 股权代理成本的产生	72
(二) 债权代理成本的产生	73
(三) 债务融资结构与非效率投资	75
二、债务融资结构对投资行为影响的文献综述	79
(一) 国外的研究	79
(二) 国内的研究	82
(三) 国内外研究述评	84
三、非效率投资行为识别	85
(一) 现有非效率投资行为的识别方法及述评	85
(二) 基于行业差异的非效率投资的识别	90
四、债务融资结构对企业投资行为影响的实证分析	96
(一) 假设的提出	96
(二) 样本选择、变量说明和模型设计	99
(三) 描述性统计	103
(四) 多元回归分析	115
五、研究结论、贡献与启示	123
 第四章 债务融资结构对公司治理的影响	125
一、债务融资结构对公司治理影响的理论分析	125
(一) 债务融资与经理层激励	125
(二) 债务融资与信号传递	127
(三) 债务融资与企业控制权	129
(四) 债务融资结构不同对公司治理的作用	131
二、公司治理效率及其计量	135
(一) 公司治理效率的含义	135
(二) 公司治理效率的分类	137
(三) 基于治理收益角度的治理效率指标评价	143
(四) 公司治理效率指标的确认和计量	145

三、债务融资结构对公司治理影响的实证分析	148
(一) 样本选择、变量说明和模型设定	148
(二) 描述性统计	150
(三) 多元回归分析	155
四、研究结论、贡献和启示	162
 第五章 债务融资结构对产品市场竞争的影响	165
一、债务融资结构与产品市场竞争的研究综述	165
(一) 国外的研究	166
(二) 国内的研究	168
二、理论分析及假设提出	170
(一) 债务类型结构与产品市场竞争关系的分析	170
(二) 债务期限结构与产品市场竞争关系的分析	171
三、实证研究设计	173
(一) 变量的选取	173
(二) 样本的选择	178
(三) 模型的设定	179
四、实证分析及其结果	179
(一) 主要变量的描述性统计	179
(二) 样本数据的回归分析	183
五、研究结论、贡献和启示	188
 第六章 债务融资结构与企业绩效的路径分析	195
一、债务融资结构与企业绩效研究的现状	195
(一) 债务融资与企业绩效关系的研究综述	195
(二) 企业绩效指标的确定	201
(三) 研究设计	203
(四) 实证研究过程	204

二、债务融资结构影响企业绩效的路径分析	208
(一) 债务融资结构通过投资行为影响企业绩效的路径分析	209
(二) 债务融资结构通过公司治理影响企业绩效的路径分析	212
(三) 债务融资结构通过产品市场影响企业绩效的路径分析	216
(四) 企业不同行为之间相互影响的路径分析	219
三、债务融资结构影响企业绩效的路径检验	226
(一) 建立债务融资影响企业绩效的路径图	226
(二) 债务结构影响企业绩效的路径检验	228
四、路径结果分析	232
(一) 企业行为与绩效关系分析	232
(二) 中介效应分析	233
五、研究结论、贡献和启示	236
 第七章 研究结论与不足	238
一、本书研究结论	238
二、本书研究局限性	240
 主要参考文献	242
《会计理论探索丛书》已出版书目	258

摘 要

资本对所有的企业而言都是非常重要的资源。现代财务理论研究表明,资本结构的选择是非常重要的,因为它不仅影响企业的资本成本,而且与公司治理、企业价值和宏观经济运行有关。企业可获得的主要资本来源分为两大类:分别是股权资本和债务资本。我国资本市场经过十多年的快速发展,在国民经济中具有重要作用,成为企业融资的重要渠道。然而,由于我国资本市场尚处于起步的阶段,自身制度不规范和内在缺陷所带来的波动性,给上市公司的股权融资带来了很大的不确定性,主要表现在于市场的波动对其融资功能的发挥具有显著的影响,使上市公司无法及时筹集到项目所需的资金。与此同时,债务融资则一直发挥着支柱性作用。在对股权融资众多事端争论之余,债务融资也逐渐吸引更多的关注。由于不同的债务融资结构,对企业融资所产生的经济后果具有显著差异,研究不同债务融资结构对企业价值的影响,有利于上市公司更好地利用债务融资、对促进资本市场融资功能协调发展具有重要的现实意义。

本书基于委托代理理论关于债务结构影响的分析,借鉴产业组织理论的结构—行为—绩效(SCP)分析框架,构建债务融资结构—企业行为—企业绩效的分析框架,结合债务融资理论、投资理论、产品市场竞争理论等,在规范分析的基础上,运用实证检验的方法对我国上市公司债务融资结构与企业行为的关系、债务融资结构影响企业绩效的有效路径等问题展开研究。

第一章是“企业债务融资理论”。本章按照三条主线来论述所涉及的债务融资理论,分别是税收因素和破产成本问题;信息不对称和激励问题;产业组织结构问题。这三条主线递进式地反映出债务融资

研究视角的不断扩大,从关注债务融资决策自身效应对企业价值的直接影响;到关注债务融资对企业的主要利益主体股东、债权人、经理等的影响;最后研究视角则提高到产业组织的高度,从产业组织的角度将微观融资问题和产品市场竞争、产品投入品特征结合起来。后两条主线关注的是债务融资对企业绩效的间接影响,也是本书的主要研究理论依据。

第二章是“上市公司债务融资结构的现状及特征分析”。通过分析我国企业融资制度的变迁,发现这一过程中,债务融资的作用在不断加强。运用历年数据对我国上市公司债务融资结构的主要特点进行研究,结合国际比较发现我国上市公司债务结构具有过度依赖银行信贷资金,商业信用比例逐年增加等特点,且以短期债务为主,长期债务比重过小。经过对不同行业的债务融资结构进行统计分析和差异性检验,发现行业间企业的债务融资总额和各种债务融资结构都存在较大的差异,且长期借款和商业信用的行业差异更为明显。

第三章是“债务融资结构对企业投资行为的影响”。本章从委托代理理论出发,分析了在企业中同时存在股权代理成本和债权代理成本的情况下,企业的债务融资结构如何影响企业投资行为的问题。在相关研究的基础上,结合我国上市公司的实际情况,对上市公司存在的过度投资、投资不足和正常投资行为进行有效识别,改变以往研究中认为的投资行为非过度即不足的情况。并运用独立样本 T 检验、多元回归等方法,实证检验了短期借款、长期借款和商业信用对企业投资行为的影响。研究结果表明,由于供应商对行业发展状况信息的了解使得商业信用能够对企业的过度投资行为产生抑制作用;银行虽具有一定专业背景和规模效应,但和企业在同一控制人的情况下,并没有发挥应有的监督作用,反而对过度投资产生推动作用,这在过度投资类样本分析中尤其显著;债务期限结构中短期借款与投资规模是弱的显著负相关,长期借款与投资规模是显著正相关的,且其影响系数远远大于短期借款的系数,说明短期借款抑制过度投资的作用较弱;在投资不足样本的分析中,短期借款也无法对投资不足产生抑制作用。

第四章是“债务融资结构对公司治理的影响”。本章从债务融资所具有的激励作用出发,对不同债务融资结构所具有的激励作用进行理论分析,提出需要检验的假设。在公司治理效率指标定义过程中,充分考虑行业发展因素的影响,将公司治理结构性效率的残差作为衡量公司治理效率的指标,来反映公司治理的整体效果,并作为进一步实证分析的基础。然后运用均值分析、相关性分析和多元回归等方法,实证检验了短期借款、长期借款和商业信用对公司治理效率的影响。其中类型结构中商业信用与公司治理效率是显著负相关,不利于公司治理效率的提高;银行借款整体和公司治理效率显著负相关,和假设不相吻合。期限结构中长期借款与公司治理效率是显著正相关的关系;短期借款与公司治理效率是显著负相关的关系,且显著性和系数都大于长期借款,这可能是导致银行借款整体呈现不利于公司治理效率提高的原因。

第五章是“债务融资结构对产品市场竞争的影响”。本章首先分析了资本结构与产品市场竞争关系的理论,在有关文献的基础上构建了在市场容量一定的前提下债务结构对产品市场竞争的影响模型,并据此提出假设。通过构建反映产品市场竞争的指标,运用多元回归的方法进行实证检验。实证检验表明在整个市场竞争中,短期借款的增加加剧了市场竞争,而长期借款的增加缓和了企业的市场竞争,并在分年度的检验中得到进一步支持。在分行业的检验中,显示出短期借款的战略承诺作用要比长期借款的战略承诺作用明显。

第六章是“债务融资结构与企业绩效的路径分析”。本章在第三章、第四章和第五章分析的基础上,首先通过主成分分析的方法构建企业绩效的综合指标,运用二阶段最小二乘对债务融资结构与企业绩效的关系进行检验;然后在债务结构影响企业行为的基础上,对企业行为与绩效的关系以及企业行为之间的关系进行理论分析;最后进行债务融资结构通过企业行为影响企业绩效路径图的构建,运用路径分析的方法进行有效路径的识别和中介效应分析。路径分析的结果发现短期借款和长期借款影响企业绩效的有效路径共有 11 条,商业信用对企业

绩效的影响不存在有效路径。在计算各条路径的中介效应值的基础上,得到短期借款的总体中介效应值为负,长期借款的总体中介效应值为正,与二阶段最小二乘的检验结果一致。进一步的分析发现,债务融资结构对企业绩效有重要影响的中介变量是公司治理和投资行为,且公司治理与投资行为的共同作用也具有显著影响,而产品市场竞争则未发挥应有的作用。

本书研究的创新主要体现在以下方面:

第一,在债务融资的研究中借鉴产业组织理论中的结构—行为—绩效(SCP)分析框架,构建债务融资结构通过企业行为影响企业绩效的分析框架:债务融资结构—企业行为—企业绩效,拓展了债务融资研究的深度和广度。

第二,本书在债务融资结构—企业行为—企业绩效的分析框架下,通过建立债务融资结构、企业行为、企业绩效的结构方程模型,首次对债务融资结构与企业绩效关系进行了路径分析,并得到相应的有效路径以及有效路径的中介效应值。通过对有效路径及其中介效应值的分析发现债务融资结构对企业绩效产生影响的主要因素和存在的问题。

第三,在原有文献研究基础上将债务类型结构和期限结构结合起来对企业行为的影响进行全面系统的研究。并发现由于短期借款和长期借款对企业行为影响存在较大的差异,而使得银行债务和商业信用作为债务类型进行分析时,银行债务影响有一定的不确定性。

第四,对企业行为之间的相互作用对绩效的影响进行了检验,包括公司治理与投资行为、产品市场竞争与公司治理以及产品市场竞争、公司治理与投资行为三者的共同作用。研究发现公司治理与投资行为的影响较大,产品市场竞争未发挥应有的作用。

关键词: 债务融资结构;投资行为;公司治理;产品市场竞争