



中央财经大学学术著作基金资助出版

债务融资与企业业绩

—— 来自中国上市公司的经验证据

王 鑫 / 著



中国财政经济出版社

中央财经大学学术著作★基金资助出版

债务融资与企业业绩

——来自中国上市公司的经验证据

王鑫 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

债务融资与企业业绩：来自中国上市公司的经验证据/王鑫著.
—北京：中国财政经济出版社，2008.6
中央财经大学学术著作基金资助出版
ISBN 978 - 7 - 5095 - 0700 - 1

I. 债… II. 王… III. ①企业 - 债务 - 融资 - 研究 - 中国
②企业经济 - 经济效益 - 经济评价 - 中国 IV. F275 F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 068594 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 4.875 印张 118 000 字

2008 年 6 月第 1 版 2008 年 6 月北京第 1 次印刷

定价：12.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0700 - 1 / F · 0566

(图书出现印装问题，本社负责调换)

前 言

最近 20 年来，公司治理（Corporate Governance）作为解决现代公司所有权和控制权相分离的制度安排，已经成为了世界性的话题。公司治理之所以受到人们的普遍关注，主要是由于它在很大程度上影响着公司的绩效，进而对一国的资本市场和整个经济的发展都会产生重要的影响。公司治理实际上是一种解决股份公司内部各种代理问题的机制，它规定着企业内部不同要素所有者之间的关系，特别是通过显性和隐性合同对剩余索取权和控制权进行分配（张维迎，1999）。

作为研究公司治理的一个重要视角，企业资本结构的研究正愈来愈受到国内外学者们的广泛关注。企业的资本结构，是指企业的资金来源中股权和债务的比例关系，资本结构之所以受到普遍关注的原因在于，企业资本结构不仅影响企业的经营绩效，也对企业治理结构与治理效率产生重要的作用。Modigliani 和 Miller（1958）提出了经典的资本结构理论，该理论在一系列严格的假设下，证明了企业的价值和企业的资本结构无关。在 MM 定理的框架中，债务仅仅与企业现金流的特定模式相关，债务融资的优势仅仅在于其利息能够抵免所得税。但是在近年来对债务融资的研究中，国外学者已经不囿于债务融资的利息抵税作用，而是从更高层次——公司治理的角度——出发，将债务融资作为解决公司代理问题的一种治理

机制。

我国国有企业的改革，始于放权让利，经历了承包责任制以及股份制改造，而中国证券市场的发展又为国有企业的改制提供了一个平台。我国证券市场以沪深两个交易所于1990年相继成立为标志，迄今已有15年的发展历史，股票融资已经成为上市公司筹资的很重要的一个渠道。股票市场的发展同时也推动了我国相关学术研究的进步，国内学者从股权融资角度进行了大量的研究，其研究结论表明我国上市公司对股权融资有着强烈的偏好（高晓红，2000、黄少安和张岗，2001、陆正飞和高强，2003）。但是同时我们也发现我国学者在债务融资方面的研究相对较少，并且在我国已有的研究中，缺乏对我国债务融资相关制度背景的深刻分析。

因此，本书试从我国转轨经济过程中的政府、国有上市公司和国有商业银行之间的关系出发，通过深入分析我国上市公司债务融资的制度背景，来研究债务融资的公司治理机制作用在我国是否得到有效发挥以及债务融资与企业的会计业绩和企业价值的关系。

第一章是导论，提出本书所要讨论的主要问题、国内外的研究现状以及本书的研究框架和创新及不足之处。

第二章是相关的制度背景分析，我国国有企业的融资制度经历了由传统计划经济体制下单一的财政主导型的融资体制、有计划商品经济下以银行为主导的融资体制向市场经济体制下多元化融资制度的转变过程，但是以银行为主导的融资体制并未得到根本性的改变，而市场经济体制下多元化的融资制度尚未正式形成。经过20多年的改革，中国的融资制度仍然是一种由政府直接控制和国有商业银行垄断的体制，国有企业、国有银行与政府之间天然形成的“血缘”关系依然存在。

第三章是理论基础，深入分析了债务融资在公司治理中的作用；并且对债务融资与企业价值的相关模型进行了分析。

第四章是债务融资与企业会计业绩的关系分析，通过对我国2001~2003年沪深交易所上市公司的多元回归分析发现，债务融资与企业的会计业绩并未呈现出倒“U”型的关系，而是表现为单边下降，即债务融资与企业的业绩是显著负相关的；企业成长性越高，企业的业绩也就越好；企业的规模同企业的业绩是正相关的。

第五章是债务融资与企业价值的实证分析，依据前述制度背景的分析，由于国有上市公司和国有商业银行的公有产权特征，致使企业通过银行贷款所获得的债务融资约束功能弱化，没有发挥其限制经理人员过度投资行为的作用，而是增加了经理人员可控资源的数量，扭曲了企业的投资行为，进而对企业的价值产生了负面的影响。为了控制企业价值对债务融资率的影响，我们通过建立联立方程并且应用两阶段最小二乘法（2SLS）来解决内生性的问题。实证分析结果表明，债务融资所导致的投资行为扭曲降低了企业的价值，债务融资与企业价值是显著负相关的，并且在高成长和低成长的公司中，企业价值的差异比较明显。

第六章是本书的研究结论、启示和未来的研究方向。

附录是债务融资率的描述性统计分析，我们按照总体状况、地区、省份和行业来对债务融资率、短期债务融资率和长期债务融资率进行了统计描述。总体上来说，我国上市公司的债务融资比率比较低，而从债务期限结构角度来看，短期债务融资率的比例较高，长期债务融资率的比例比较低，并且无论是债务融资率还是短期债务融资率和长期债务融资率在不同的地区、不同的省份和不同的行业差异都比较大。

目 录

第一章 导论	(1)
一、引言	(1)
二、国内外研究的现状	(2)
三、本书所要讨论的主要问题	(5)
四、本书的主要内容及框架安排	(6)
五、本书的创新及局限性	(7)
第二章 制度背景	(10)
第一节 我国国有企业融资制度变迁	(10)
第二节 公有产权与国有上市公司	(16)
第三节 我国经济转型时期政府、企业和银行的关系 分析与预算软约束	(20)
第三章 理论基础	(28)
第一节 债务融资在公司治理中的作用	(29)
第二节 债务融资与企业价值——模型分析	(40)

第四章 债务融资与企业的业绩关系分析

——从会计业绩角度 (48)

第一节 文献回顾及述评 (49)

第二节 研究假设 (51)

第三节 研究设计 (53)

第四节 实证检验结果 (56)

第五节 稳健性检验 (62)

第五章 债务融资与企业的业绩关系分析

——从企业价值角度 (67)

第一节 文献回顾 (68)

第二节 研究假设 (71)

第三节 研究设计 (75)

第四节 债务融资与企业价值的初步分析 (80)

第五节 债务融资与企业价值的进一步分析 (90)

第六章 研究结论、启示及未来研究方向 (101)

第一节 主要结论 (101)

第二节 研究启示及未来的研究方向 (103)

附录 我国债务融资率的统计分析 (108)

第一节 债务融资率的总体分析 (109)

第二节 债务融资率的分地区分析 (112)

第三节 债务融资率分省份的分析 (118)

第四节 债务融资率的分行业分析 (126)

参考文献 (135)

第一章

导 论

一、引言

我国证券市场以沪深两个交易所于 1990 年相继成立为标志,迄今已有 15 年的发展历史。股票融资已经成为上市公司筹资的一个重要渠道,有资料显示 1991—2000 年的 10 年间,我国上市公司累计股权融资总额超过了 5000 亿元。但同时我们也发现,上市公司通过债务融资来筹集资金的数额比较少。据统计,2000 年我国股票市场融资 1400 多亿元,而企业债券市场融资额仅为 100 多亿元。高晓红(2000)、黄少安和张岗(2001)、陆正飞和高强(2003)的研究表明,我国上市公司对股权融资有着强烈的偏好。国内学者对股权融资进行了大量的实证研究,并从融资成本和制度背景等方面深刻分析了股权融资的动因,形成了一大批富有实践意义的成果。但是,国内学者对债务融资的研究相对较少,在已有的一些实证研究中,很多只是简单借鉴西方债务融资的理论,并没有

深入剖析在我国现有股权结构下债务融资制度背景及其特点，导致这些实证研究的结果不能客观反映债务融资对我国上市公司价值的影响。

有鉴于此，本书试从我国转轨经济过程中的政府、国有上市公司和国有商业银行之间的关系出发，深入分析我国企业债务融资的制度背景。通过运用在我国上海证券交易所和深圳证券交易所上市公司的数据，来实证研究债务融资对企业的业绩及企业价值的影响。国外债务融资的“控制”假设，抑制经理人员的过度投资行为以及减少代理成本的公司治理机制作用在我国上市公司中能否得到有效发挥？在我国，债务融资与企业的会计业绩和企业的价值关系如何？在不同成长机会的公司中，企业的价值是否存在差异？这些都是本书将要回答的问题。

二、国内外研究的现状

从 20 世纪 50 年代以来，资本结构理论一直受到众多学者的关注，他们从不同的角度出发，并且结合企业理论，推动了资本结构理论的发展。作为资本结构重要方面的债务融资，也从最初的一种企业融资方式，逐渐发展成为企业的重要治理机制和治理手段。

国外对债务融资的研究主要是从以下几个方面展开的：

1. 关于债务融资方式的选择问题，也就是银行贷款和企业债券的选择。这方面的研究通过建立模型来分析影响企业债务融资方式选择的因素，如：不同债务融资方式的监督成本和信息成本；无效率清算的可能性及其成本；借款人采取损害贷款人行为的动机。

2. 债务期限结构（Debt Maturity Structure）的影响因素。这方面的理论研究建立在契约成本假设（Contracting Cost Hypotheses）、信号假设（Signaling Hypotheses）以及税收假设（Tax Hypotheses）基础之上。在成长机会比较多的公司中，股东会从其自身利益出

发,选择风险大的项目进行投资,而短期债务能够减少这种“资产替代”行为的代理成本,因此成长机会比较多的公司资本结构中短期债务较多。另外,由于信息不对称的影响,长期债务的代理成本要大于短期债务,因此信息不对称越严重的公司,短期债务越多。

3. 企业的债务融资导致股东和经理之间以及股东和债权人之间产生代理的冲突及其对企业的投资行为和企业价值的影响。McConnell 和 Servaes (1995) 对债务融资、企业的成长机会以及企业的价值进行了实证的分析,他们选取了 1976 年、1986 年以及 1988 年这 3 年时间在纽约证券交易所和美国证券交易所上市的 1000 多家公司进行分析。他们将每一年所筛选出来的公司按照市盈率分成 3 组,将市盈率最高的 1/3 公司作为高成长组,市盈率最低的 1/3 公司作为低成长组,结果发现对于“高成长”机会的公司,负债率与公司的价值负相关;而对于“低成长”机会的公司,负债率则与公司的价值正相关。其实证结果表明在高成长的公司,债务融资阻止了企业投资于获利的项目,减少了企业的价值;而在低成长公司,债务融资抑制了经理将资金投资于亏损的项目,这时债务融资增加了企业的价值。Lang et al (1996) 则研究了负债率、投资和公司成长性(投资机会)之间的关系。他们认为,在公司及其分部层面,负债率和企业的未来成长性之间是负相关的,这一关系在托宾 Q 值(Tobin's Q Ratio)比较低的公司更为明显,因此负债比率不会减少投资机会已被市场识别公司的成长性,但是负债比率却会减少成长机会不被资本市场所识别公司的成长性。Aivazian et al (2005) 选取了 1982—1999 年在加拿大上市的 863 家公司共 6231 个样本观测值的非平衡面板数据,研究了负债比率对投资的影响。他们的结论认为,负债比率与企业的投资负相关,并且这种负相关在低成长企业比高成长企业表现得更为明显,他们的实证结

果支持了债务融资的代理成本理论，特别是债务比率对低成长的公司具有约束作用。

近年来，我国学者也开始将实证分析的方法应用到资本结构和债务融资的研究中。从研究视角上，一方面是从企业的特征入手，研究资本结构的影响因素，如，陆正飞和辛宇（1998）通过对沪市 1996 年上市公司按机械及运输设备行业进行分组实证分析，他们认为，不同行业的资本结构有着显著的差异，获利能力与资本结构负相关，但是企业的规模、资产担保价值以及成长性等因素对企业资本结构的影响不十分显著。李善民和苏赟（1999）从税收、破产成本、代理成本和信号角度来研究与之相关的指标对负债率的影响，他们用总负债率、短期负债率和长期负债率来衡量企业的负债，以净资产收益率作为企业绩效的替代变量，对 1993 年、1995 年和 1997 年的上市公司按所有行业和工业类行业进行了多元回归分析，得出了净资产收益率和负债率负相关的结论。国内另一方面的研究则从债务融资的公司治理角度研究企业的投资行为及企业价值。如，于东智（2003）以 2000 年 12 月 31 日以前在沪深交易所上市的 1083 家非金融类公司为研究样本，以 1997—2000 年为研究期间，选用负债比率作为反映公司资本结构状况的指标，总资产收益率和主营业务利润率作为公司绩效的指标，并且控制了行业、公司种类和年度的影响，进行了回归分析，得出了负债率与企业绩效负相关的结论。汪辉（2003）选用 1998—2000 年在沪深上市的 A 股公司实证分析了债务融资率对公司价值的影响，以托宾 Q 值作为公司市场价值的指标，以债务融资率作为解释变量，并控制了公司规模、成长性、行业以及年度等变量，其结论显示，总体上债务融资具有加强公司治理、增加公司市场价值的作用，但是对于少数资产负债率非常高的公司，这种作用不显著，同时债务融资起到了传递公司业绩的信号作用。

三、本书所要讨论的主要问题

我国证券市场设立的初衷除了发挥资本市场的融资功能外，另一重要功能是发挥转机建制的作用，为国企解困，推动国有企业的改革，使国有企业建立起规范的公司治理结构，按照“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度来运行。但是，当考虑到我国在转轨经济时期独特的制度背景时，我国上市公司治理结构的缺陷也就一览无遗了。

本书从我国企业融资的制度背景出发，详细分析了我国企业融资制度的变迁过程，阐明了在转轨经济时期政府、国有上市公司和国有商业银行之间的内在关系所产生的预算软约束对债务融资治理机制作用的影响。

在我国，由于绝大多数上市公司是国有控股公司，国有股和法人股占上市公司总股本的 2/3 以上，国有股“一股独大”现象非常严重。上市公司的公有产权特征使政府从其政治目标出发对企业进行行政干预，而公有产权主体的缺位和虚置，使企业最终成为政府行政干预下的内部人控制的实体（张春霖，1995）。由于国有大股东监督和约束的弱化，经理人员作为内部人，会想方设法来增加投资扩大其控制权的收益。国有上市公司利用其与政府的“政治关系”（Political Connection），向国有商业银行贷款来实施投资项目以达到最大化控制权收益的目的，而政府出于对国有企业的“父爱主义”（Paternalism）通过干预国有商业银行的信贷决策，让国有商业银行向企业提供贷款。债务融资的抑制经理人员过度投资、减少代理成本的公司治理机制作用得不到有效的发挥，债务融资的增加不仅没有使经理规避风险、放弃投资项目、产生投资不足（Underinvestment）（Myers, 1977），反而增加了经理人员所控制的资源数量，加剧了经理的过度投资行为。国有商业银行的公有产权

特征,使银行在企业贷款决策中的监督作用难以发挥,同时我国法律体系不健全,对债权人的法律保护制度薄弱,破产机制对经理人员的约束功能失效,这些都在相当程度上使债务融资的公司治理机制功能弱化。

本书利用前述分析,从企业的会计业绩和企业价值的角度研究了债务融资与企业的业绩之间的关系。通过实证检验发现,在我国,企业的债务融资率与企业的会计业绩是显著负相关的;企业的债务融资率与企业的价值也是显著负相关的,并且债务融资率与企业价值的负相关程度在高成长公司和低成长公司具有显著的差异。

四、本书的主要内容及框架安排

本书的主要内容为:

第二章是制度背景分析,结合我国企业融资制度的变迁过程,阐述了在我国经济转轨时期,政府、国有上市公司和国有商业银行之间的关系所产生的预算软约束对企业债务融资治理机制作用的影响。

第三章是理论基础,详细阐述了债务融资在公司治理中的作用,并且通过模型分析来探讨债务融资与企业价值的关系。

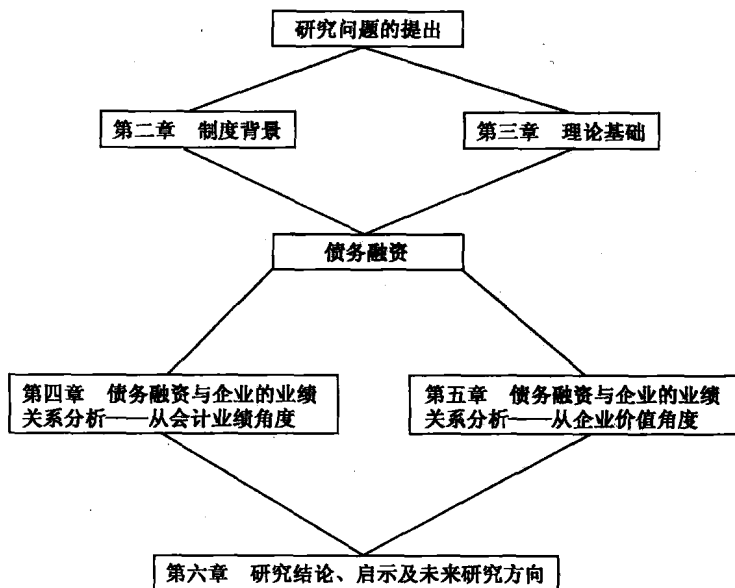
第四章是利用前述制度背景的分析,实证研究债务融资的预算软约束对企业经营业绩的影响。

第五章是债务融资与企业价值的实证分析,通过前述制度背景的分析,来研究在我国上市公司中由于预算软约束所引起的债务融资治理功能的弱化,及其对企业的投资行为和企业价值的影响。

第六章是研究的结论、启示及未来的研究方向。

附录是债务融资率的统计状况分析,按照地区、省份、行业来反映债务融资率、短期债务融资率和长期债务融资率的统计特征。

本书的框架安排如下:



五、本书的创新及局限性

(一) 研究创新

与国内在此领域已有的研究文献相比，本书具有以下贡献和创新：

首先，本书从我国企业融资制度变迁的制度背景入手，深入分析了在转轨经济时期我国政府、国有上市公司和国有商业银行之间的关系，而国有上市公司和国有商业银行的公有产权特征产生的预算软约束导致了债务融资的公司治理机制作用难以发挥，这对于研究企业债务融资的问题是至关重要的。以往的国内研究，往往是从国外资本结构及债务理论角度来研究我国企业的债务融资，未能深刻剖析我国企业债务融资的相关制度背景，使得这些研究的结论有失偏颇。

其次，在研究债务融资与企业价值的关系时，本书从企业“内部人控制”的独特视角出发，来分析以债务形式的融资对企业经理投资行为的影响。随着债务融资的增加，扩大了经理人员可控制的资源数量，导致了企业投资行为的扭曲，引发了过度投资，最终降低了企业的价值。

最后，与国内已有的财务领域的研究方法相比，本书在所使用的计量方法上也有所创新。考虑到企业价值比较高的企业可能更容易从银行获得贷款而提高其债务融资率，因此为了控制内生性的影响，本书通过联立方程采用了两阶段最小二乘法（2SLS）进行了回归分析，避免了单一方程回归所可能引起的回归系数的偏差，这使研究变量之间的内生性问题得到有效控制，从而增强了研究结论的可靠性。

（二）局限性及不足

本书在研究的思路和方法上取得一些创新的同时，仍存在不少研究的局限和不足：

首先，在研究债务融资与企业的业绩和企业价值的关系时，出于数据的限制仅仅选用了2001—2003年在沪深交易所上市的非金融类公司进行实证研究，可能受到样本观测值的限制，未能全面反映我国上市公司债务融资的特征及对企业的业绩和企业价值的影响，进而对本书的研究结论可能产生一定的影响。

其次，在进行债务融资率的描述性统计分析时，未能反映债务融资率在不同的地区、不同的省份以及不同的行业的差异对公司治理产生的影响。我国幅员辽阔，各地区、各省份的经济发展程度不相一致，信用及文化环境也存在很大差异；而我国上市公司分布的行业也相当广泛，行业的特点有很大的不同，这些因素都可能对这些地区上市公司债务融资在公司治理机制中的作用的发挥产生一些影响，进而由企业的业绩或企业的价值体现出来。

最后，在研究债务融资与企业价值的关系时，本书指出债务软约束导致经理人员利用债务融资扩大其可控资源的数量，加剧了企业的过度投资行为，但我们未能找到恰当反映企业投资行为的替代变量。如果能够发现企业投资行为的适当替代变量，将对本书的研究结论起到一定的补充作用。