



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

我国上市公司 债务期限结构研究

谭小平 / 著

WOGUO SHANGSHI GONGSI
ZHAIWU QIXIAN JIEGOU YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

国家社会科学基金项目 (项目号: 07CJY059)

广东省人文社科重点研究基地企业发展研究所项目

中青年经济学家文库

我国上市公司 债务期限结构研究

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市公司债务期限结构研究 / 谭小平著.
北京: 经济科学出版社, 2009. 6

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8375 - 8

I. 我… II. 谭… III. 上市公司 - 债务 - 研究 - 中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 116878 号

责任编辑: 王冬玲

责任校对: 王苗苗

技术编辑: 董永亭

我国上市公司债务期限结构研究

谭小平 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 7.25 印张 240000 字

2009 年 6 月第 1 版 2009 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8375 - 8 定价: 20.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

资本结构理论是现代公司金融的核心理论。自 1958 年莫迪格利安尼 (Modigliani) 和米勒 (Miller) 提出 MM 理论以来, 公司融资决策的研究则成为公司金融领域研究中长盛不衰的课题, 也是一个难解之谜。作为现代资本结构理论基石的 MM 理论认为“企业价值与其资本结构无关”。该理论的里程碑意义在于它开创性地为企业的融资结构提供了一个新的分析起点和理论框架, 并力图通过企业资本结构的表面现象, 来探索企业资本结构的内在规律, 进而找出企业价值与其资本结构之间的关系。可现实与 MM 理论相差甚远。MM 理论是在一系列的严格假设条件下提出来的, 于是, 研究者们开始逐渐放松 MM 理论的假设前提, 使之尽可能地接近现实。因此, 现代资本结构发展史基本上就是将 MM 理论假设前提不断放松的过程史: 通过引入税收和破产成本的静态权衡理论; 基于代理成本的资本结构理论; 基于不对称信息的信号传递理论和优序融资理论; 进而发展到动态的权衡模型和择时模型。

资本结构理论研究的迅速发展需要相关实证研究的大力支持, 以验证和解释诸多的资本结构理论, 为此, 财务学者们进行了大量的实证研究。可在这些实证研究中, 无论是企业最优资本结构选择研究, 还是企业融资顺序选择研究, 都是把债务作为一个整体, 把所有的债务视为同质的, 注重的只是债务的数量。然

而,债务的数量与期限是债务融资孪生的两个维度,两者不可或缺。债务的期限是债务契约的重要内容,它规范着债权人与债务人之间的权利与义务。不同期限的债务,会给企业价值带来不同的影响,同时,对外部履约机制的要求也会不同。

相对债务数量方面的研究,债务期限结构方面的研究起步较晚,尤其是实证方面的研究,其研究的深入程度也远不及债务数量方面的研究。有关债务期限结构方面的实证研究,大体分为两类:第一类是从企业自身特征出发,验证债务期限结构的相关理论假说;第二类是基于制度环境对债务期限结构的影响,这方面的研究近几年才受到学者们的关注。研究发现,各国的制度背景与制度安排,尤其是宏观经济条件、司法体系和金融市场及金融体系是造成各国债务期限结构差异的重要因素。因此,研究一国的债务期限结构问题必须与其相应制度环境相结合,尤其是对于发展中国家和转轨经济国家,这一点显得尤为重要。正是基于这样的背景,谭小平博士选择《我国上市公司债务期限结构研究》为题,采取实证分析为主的方法,对我国上市公司的债务期限结构问题进行了研究。本书基于我国特殊的制度背景,从宏观和微观两个角度,探究了我国上市公司债务期限结构决策的特殊影响因素以及这种期限结构选择行为是制度背景下的被动接受还是适应外部制度环境的理性选择。本书的特色体现在以下几个方面:

(1) 对我国上市公司债务期限结构分析比较的视野较为宽阔。从时间和空间两个维度对我国上市公司的债务期限结构进行了全面考察。一方面,将我国上市公司债务期限结构 1996 ~ 2007 年的变化进行纵向比较;另一方面,与发展中国家和发达国家的债务期限结构进行横向比较。此外,还将我国上市公司的债务期限结构与全国所有企业债务期限结构进行比较。全面的比较分析,为后面的研究奠定了坚实的宏观数据基础。

(2) 注重制度环境分析。本书分析了我国上市公司整体债

务期限结构偏短的制度因素，分析表明：我国上市公司债务期限偏短是源于我国国民经济的快速发展、破产法律制度效力的有限性和股票市场对企业债务市场的替代效用，从而致使上市公司用短期债务和股票融资对长期债务的双重替代。本书在从微观角度考察我国上市公司债务期限结构的影响因素时，充分考虑到我国上市公司治理结构特征对企业财务行为的普遍影响，考察了我国所特有的股权结构对我国上市公司债务期限结构的影响。

(3) 从企业融资成本的角度来考察我国上市公司债务期限结构的短期化行为。研究表明：当前的制度环境致使我国上市公司的债务期限结构整体偏短，而这种短期化的债务期限结构有利于提高企业价值和降低企业的债务融资成本，是企业在适应外部制度环境下的理性选择。

当然，本书的研究并非尽善尽美，某些观点和结论可能还不够成熟、缺乏普遍和持久的解释力。由于我国资本市场是从计划经济体制中产生和发展起来的，正处于转轨经济时期，与西方债务期限结构的理论与实证研究的制度环境存在较大差异。我国上市公司的债务期限结构也会存在一个动态优化的过程，还需更为深入的研究与探索。我希望，谭小平以此第一部专著为起点，再接再厉，在今后取得更好的学术成就。

宋献中

2009年6月于暨南园

前 言

进入 20 世纪 90 年代以后，我国企业的财务改革进入创新阶段，企业财务自主权发生了质的变化；证券市场的发展为上市公司的融资方式提供了多样化的选择。随着改革的推行与深入，我国企业的财务自主权，尤其是受到深远影响的融资权都经历了从高度计划经济下完全执行计划安排逐渐过渡到市场经济和现代企业制度要求下的自主过程。然而，制度的变迁具有路径依赖性，在这一渐进的变革过程中，企业的融资权，特别是采用债务融资时的长、短期债务融资选择权，企业是否真能自主呢？也就是说企业能否以市场主体的身份在长、短期债务融资方式上进行理性的选择？在没有得到经验证据之前，我们只能猜测。本书试图运用西方较为成熟的债务期限结构理论，采用实证分析的方法，以深、沪两市的上市公司为研究对象，结合我国上市公司所特有的制度环境，来对我国上市公司的债务期限结构决定问题进行较为系统和全面的研究，以考察我国上市公司在长、短期债务融资方式的选择上是否属于理性行为，剖析各种因素对我国上市公司债务期限结构的影响。

全书共分为 6 章，第 1 章为绪论；第 2 章对有关债务期限结构的理论与实证文献进行了较为全面的回顾与评述；第 3 章则从宏观视角系统地探讨和分析我国制度环境对我国上市公司债务融资结构的影响；第 4 章则从微观视角剖析我国上市公司自身特征

对其债务期限结构的影响；第5章是进一步探析我国上市公司的这种短期债务期限结构偏好是否属于适应外部制度环境的理性选择；第6章是本书的结语。各部分的具体研究内容如下：

第1章“绪论”：详细介绍了本选题的研究背景、问题的提出与研究的意义、本书的结构安排与研究方法以及本书的贡献等。

第2章“债务期限结构研究：回顾与综述”：对国内外有关债务期限结构研究的文献进行了较为全面的回顾与评述。纵观有关债务期限结构的研究，无论是研究历史，还是研究的范围和深入的程度，国内的研究文献远不及国外。因此，从研究的前沿性和对重要文献把握的角度来看，本综述对文献的回顾主要集中于国外的相关文献，具体是从理论文献与实证文献两方面来进行的。

第3章“上市公司债务融资结构特征：宏观视角与制度分析”：首先，从具有不同期限的债务所形成的债务融资结构的表象特征着手，对我国上市公司债务融资结构的整体特征、行业特点、时序变化轨迹进行了统计分析，并将其与国内企业的平均水平以及发达国家（地区）和其他发展中国家的债务融资结构特征进行了全面的比较，以对我国上市公司债务融资结构的现状有一个整体上的认识和把握，为后续研究奠定坚实的基础；其次，再进一步分析我国目前这种债务融资结构的优势与弊端；最后，从我国所特有的经济体制、经济发展阶段、法律制度体系以及上市公司的融资环境（证券市场）等宏观环境因素着手，对我国上市公司的短期债务占绝对主导地位的现实状况进行较为系统和全面的制度分析。

第4章“上市公司债务期限结构的决定：微观视角与实证分析”：在前人研究的基础上，结合我国的实际情况，从我国上市公司自身特征的角度出发，提出了公司资产特征假设（具体包括资产质量特征假设、资产的资金来源假设、由公司资产期限特征所决定的资产与债务的期限匹配假设）和公司整体财务实

力假设,并采用资产负债表法对其进行了实证检验;同时还对债务期限结构的代理成本假说、不对称信息假说和税收假说进行了检验;另外,还检验了我国上市公司所特有的股权结构以及行业因素对我国上市公司债务期限决定的影响。以了解在同一经济与制度背景下为什么不同的上市公司具有不同的债务期限结构,是哪些主要微观因素致使我国上市公司的债务期限结构出现这种差别?

第5章“我国上市公司短期债务融资偏好分析:内在动因与外在局限”:从整体上再对我国上市公司的短期债务融资偏好做进一步的探讨,有助于了解我国上市公司的短期债务融资偏好是属于上市公司的理性行为还是由于制度原因所形成的一种被动结果。从研究结果来看,两者兼而有之,但整体而言,我国上市公司的这种短期债务融资偏好是在现有制度环境下的一种理性选择行为的必然结果。

第6章“结语”:总结了本书的主要研究结论、研究的局限、今后有待进一步研究的问题以及相关的政策性建议。

本书得到国家社会科学基金项目(银行主导融资下企业债券市场发展的契约期限与治理机制研究,项目号:07CJY059)的资助和广东省人文社科重点研究基地企业发展研究所资助,是国家自然科学基金项目“企业金融契约和劳动契约期限的互动关系研究”(项目号:70602033)、广东省重大科技规划项目“中国城市化进程中的区域金融资源配置与金融创新”(项目号:2007B080703005/07)的研究成果之一。

目 录

第1章 绪论	1
1.1 本书的研究背景	1
1.2 本书问题的提出及研究意义	8
1.3 本书的结构安排与研究方法	10
1.4 本书的主要贡献	12
第2章 债务期限结构研究：回顾与综述	15
2.1 国外相关文献综述	17
2.2 国内相关文献综述	45
2.3 国内外主要实证文献的实证结果	52
第3章 上市公司债务融资结构特征：宏观视角与制度分析	54
3.1 上市公司债务融资结构特征	55
3.2 使用短期债务融资的优势与弊端	72
3.3 短期债务为主：当前经济与制度环境下的必然选择	77
3.4 小结	103

第4章 上市公司债务期限结构的决定：微观视角与实证分析	105
4.1 假设的形成及其替代指标	106
4.2 数据与债务期限结构的度量方法	116
4.3 变量的描述性统计	123
4.4 债务期限结构决定因素的检验结果及结果分析 ...	135
4.5 与国内外实证结果的比较分析	156
4.6 小结	157
第5章 我国上市公司短期债务融资偏好分析：内在动因与外在局限	159
5.1 不同期限债务对债务融资成本的影响	160
5.2 不同期限债务对企业价值的影响	174
5.3 小结	180
第6章 结语	181
6.1 主要研究结论	181
6.2 研究的局限性和有待进一步研究的问题	185
6.3 政策建议	187
附录	193
参考文献	200
后记	216

第1章

绪 论

1.1

本书的研究背景

1.1.1 我国企业的财务改革

改革开放以前,我国参照苏联的计划经济模式建立了高度集中的经济体制。社会资源通过超经济手段强制收敛,然后由行政计划进行配置。在这一经济体制环境下,企业财务被视为国家财政体系的基础环节而包括在财政体系之中,财务与财政不分。企业资金由国家供应,无筹资权;企业资金运用由国家统一安排,无投资权;成本费用开支报国家有关部门审核,企业无成本管理权;产品由国家统一定价、利润按国家计划分配,企业无定价权和分配权。因此,这一阶段的企业毫无财务自主权可言,其所谓的财务行为就是按国家财务会计制度规定搞好成本核算,向国家报账,按照国家财经制度,监督企业领导与内部单位合理使用资金、合理开支费用、及时上交税金与利润,以保证各项财政上交任务的顺利完成。然而,始于1978年的中国经济体制改革则给整个国家的经济社会各领域带来了巨大的变化。这场前所未有的

市场化改革的主要内容包括（赵宇龙，2000）：（1）资源配置由主要靠国家计划转变为基本靠市场。（2）建立和形成统一、开放、竞争、有序的市场体系。（3）逐步建立保证市场经济有效运转和市场主体良性行为的调控体系和法律制度。（4）逐步培育产权清晰、自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的市场主体。（5）开放国门，引进国外的资金、适用技术和行之有效的管理经验。在这一由计划经济向市场经济过渡的历史大背景下，我国企业财务也经历了一个重要的改革和发展时期，无论是财务理论、财务实践还是企业的财务自主行为都发生了非常大的变化。这场由市场化经济体制改革而推动的财务改革大致可分为以下两个时期：

1. 以分配环节为突破口的财务政策调整时期（1978～1992年）

从1978年12月的十一届三中全会到1992年10月的十四大，这14年间，由于整个体制改革按“放权让利”的思路来进行，并未触及产权明晰问题。因此，与这种经济体制改革相适应的财务改革是以分配管理为主，对筹资、投资、成本、收入等方面的体制进行局部性改革。具体可分为三个阶段（丁学东、李国忠，1996）：第一阶段为1978～1982年，是企业财务改革起步阶段，特点是从调整国家与企业关系入手，扩大企业自主财力，如试行企业基金制度、利润留成制度和以税代利等，实行经济核算制和经济责任制，调动企业和职工的积极性；第二阶段为1983～1986年，是探索建立国家与企业之间规范的分配关系阶段，特点是强调通过制定法律法规来实现国家与企业分配关系的规范化、法制化、固定化，先后实施了两步“利改税”。作为利润分配关系的延伸，相继颁布了有关企业成本管理、固定资产折旧方面的条例；第三阶段为1987～1992年，是在所有权与经营权相对分离的条件下，探索适应多种财产所有制、企业组织形式和企业经营方式的企业财务体制，包括对企业实行承包经营责任

制、租赁制等不同经营形式的财务管理制度。但承包制并不是一种独立的企业制度，而只是企业在委托人和代理人目标函数不一致的情况下，为降低监督费用所确立的合约安排，它并没有走出传统体制的制度框架。

财务改革的每一个阶段都有其具体的改革内容相对应。1978 ~ 1992 年这一财务政策调整时期，财务改革的主要内容有（郭复初，1998）：（1）改统收统支、统负盈亏制为自收自支、利润包干上交、留利自管的制度。（2）利润包干上交在实行税前承包上交后，又改为税利分流、税后承包上交方式。（3）企业留利按国家规定建立积累基金、消费基金与后备基金，并按国家规定用途自行安排使用。（4）企业资金以国家供应为主，但经国家批准，可以发行债券、股票、联营和内部积累方式筹集一部分资金。（5）企业资金运用除限额以上的基本建设投资要经国家批准立项以外，其他可自行安排使用，但必须保证国家指令性计划任务的完成。（6）企业成本费用开支仍按国家规定的成本开支范围与标准支出。（7）产品定价与三种计划形式相适应，也分为国家定价、指导价和市场调节价三种形式，企业在指导价与市场调节价的制定方面有了一定自主权。从这一时期的财务改革内容来看，相对改革前而言，企业已具有了一定的财务自主权，财务行为开始企业化。但我们也可明显地看出，无论是企业的筹资、投资行为，还是收益的分配、产品的定价以及成本的开支，无不受到行政指令的干预和计划的安排，从而，此时期的企业并无真正意义上的财务自主权。

2. 以建立现代财务制度为目标的财务制度创新时期（1992 年至今）

1992 年党的十四大提出建立社会主义市场经济体制的总目标，并把建立现代企业制度作为国有企业改革的目标模式，由此国有企业改革开始从以往主要是在分配关系上，转向从产权制度

上进行改革。党的十四届三中全会做出了关于建立现代企业制度的决定，特别强调国有企业必须从产权制度和管理制度上进行根本性改造，通过规范化的公司制改革，建立产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的企业制度，以适应市场经济的要求。根据现代企业制度的要求，企业对出资者投入的资本金、企业内部积累和债权人借给的借入资金拥有法人财产权、并以法人财产权承担民事责任，实行企业自主经营、自负盈亏的管理体制。与此相适应的现代财务制度赋予了企业自负盈亏、财务自理等财务自主权。具体表现为：（1）国家以投资者的身份，拥有与投入的资本金相应的所有者权益，并以投入的资本为限承担有限责任。（2）企业拥有出资者投资形成的法人财产权。（3）企业拥有筹资权与投资权。（4）在遵守国家成本管理法规的前提下，企业拥有成本管理权。（5）在产品定价方面，企业拥有广泛的定价权。（6）对于收益的分配，企业的税后利润可按照有关法规所规定的顺序和比例，对所有者进行分配等。于是，随着现代企业制度的建立与完善，企业的财务自主权在不断扩大，企业的财务行为也逐渐地理性化和科学化。

1.1.2 我国企业融资模式的变革

制度的安排决定了企业的融资行为。与企业的财务改革相适应，我国企业的融资模式大体可分为以下三个主要阶段：（1）计划经济时期的财政主导型融资模式。（2）转轨经济时期的银行主导型融资模式。（3）在市场经济和现代企业制度要求下的市场型融资模式。

1. 计划经济时期的财政主导型融资模式

传统社会主义的计划经济体制具有两个重要的特征：统制性和计划性（罗松江，2002）。在这一体制环境下，就金融体系来

说,真正发挥银行作用的只有中国人民银行一家,且隶属于财政部。货币的发行、银行的信贷和利率都由国家计划确定,银行没有自主权,仅相当于财政部的出纳。真正的投资主体是国家,国家的投资任务由财政来完成,国家投资占整个社会投资的90%左右(张宗新,2003)。从企业方面来看,内源融资和外源融资是企业资金融通的两种基本方式。在“统收统支”的计划安排下,企业的剩余几乎全部上交国家,内源融资无从谈起;外源融资渠道则非常狭窄,金融工具简单,无债券和股票,只有银行信用。而银行的借款也是在国家的计划之内,且占整个企业融资的比例极小,企业的资金来源主要靠国家的行政拨款。国家的行政拨款几乎成了企业的唯一外部资金来源,于是,形成了财政主导型的融资模式。在这种融资模式下,国家集投、融资主体于一身,整个社会的投资、融资环节都具有浓厚的计划色彩,形成了紧密的政企关系。政府作为所有者运用财政拨款向企业投入资金,因此,企业毫无融资自主权可言。

2. 转轨经济时期的银行主导型融资模式

改革开放以来,企业的所有制结构发生了较大的变化,非国有经济在整个国民经济中的份额迅速提高,市场经济的成分逐渐增强。社会资源也由过去的集中计划分配过渡到计划与市场相结合,社会生产力水平大幅度提高,经济增长迅猛,国民收入分配格局发生了深刻变化。由国家控制的国民收入最终分配比重从1978年的31.9%下降到了1991年的12.2%,而个人部门比重则从56.5%上升到了75.3%(范一飞,1994),这表明经济剩余从原来的国家集中控制逐步转化为民间分散拥有。于是,国民的储蓄结构也随之发生了变化。在改革初期,国家是主要的储蓄者和投资者,从1981年开始,居民部门逐渐替代国家成为国民储蓄的主要拥有者(在1981年,居民储蓄占比32.03%首次超过政府储蓄占比22.29%)。1979~1996年,居民储蓄占比从23.55%上升

到了 83%，政府储蓄占比则从 42.8% 下降到了 3%（张杰，1998）。国民储蓄结构的迅速转变改变了国家的偏好，促使国家做出调整其国有产权结构的努力，其中的一个主要方面就是增加国有金融产权形式的比重。结果，长期被剔除的金融制度安排在改革以后获得了重新扩展的机会。这是因为在聚集分散的个人储蓄方面，金融制度安排具有比较优势。国有金融制度安排的扩展直观地反映在组织体系的重建上，1978 年中国人民银行从财政部门分离出来，1979 年先后重建了中国农业银行和中国人民建设银行，1984 年又从中国人民银行中分离出中国工商银行，并使中国人民银行专门行使中央银行职能。1986 年又重建了国家控股的交通银行。在传统国有商业银行恢复与分设的同时，新型的商业银行与其他的金融机构开始设立并发展。于是，打破了国家银行一统天下的金融制度结构，确立了中央银行为核心、国家专业银行为主体，其他金融机构同时并存的金融体系。在这一系列的金融机构调整与其职能的变化过程中，对企业影响深远的是企业融资方式的变化。国家规定，从 1983 年起，国有企业的流动资金由银行统一供应和管理，原来由财政拨款给企业的流动资金，留给企业作为“自有流动资金”，不再增拨，企业经营不足的部分由银行以贷款形式供应。1985 年，除科研单位、高等院校和行政单位的基础投资项目由财政拨款以外，其他由国家预算安排的基本建设投资，全部由无偿划拨改为银行有偿贷款。据统计，在企业总预算和用于固定资产和流动资金的融资来源中，银行贷款所占比重已从 1978 年的 39% 上升到 1991 年的 73%（罗松江，2002）。这表明企业融资来源在很大程度上已由财政拨款转为银行贷款，形成了银行主导型的融资模式。虽说此时期的企业已拥有了一定的融资自主权，但由于企业外源融资的方式单一，企业融资行为的选择空间非常有限。再者，从委托—代理关系来看，国有企业与国有银行的产权是“同源”的（它们的委