

会计学论丛

融资结构与企业投资

——基于股东—债权人冲突的研究

童摇盼



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

融资结构与企业投资:基于股东—债权人冲突的研究 董盼著—北京:
北京大学出版社, 2006

(会计学论丛)

ISBN 7-301-11400-2

I Ⅰ 董...—Ⅱ 董...—Ⅲ 董...① 上市公司 融资 研究 中国 ② 上市公
司 投资 研究 中国 董...—Ⅳ 董...

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第 114002 号

书名: 融资结构与企业投资:基于股东—债权人冲突的研究

著作责任者: 董盼著

责任编辑: 王花蕾

标准书号: ISBN 7-301-11400-2

出版发行: 北京大学出版社

地址: 北京市海淀区成府路 252 号 邮编: 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 010-62750172 发行部 010-62750174 编辑部 010-62750175
出版部 010-62750176

电子邮箱: zhaoyun@pup.cn

印刷者:

经 销 者: 新华书店

16 开本 787 毫米×1092 毫米 1/16 印张 10.5 千字

2006 年 9 月第 1 版 2006 年 9 月第 1 次印刷

印 数: 1-10000 册

定 价: 28.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62750174 电子邮箱: zhaoyun@pup.cn



序

童盼博士的著作《融资结构与企业投资——基于股东—债权人冲突的研究》即将由北京大学出版社出版,这是我等了近两年的消息。作者希望本人能为该书写上几句话,以为序。

自1958年委托理论创立以来,资本结构及其对企业投资行为的影响始终是公司财务研究的一个重要方向。在过去的十多年里,我国公司财务研究,包括资本结构和投资行为研究,无论在广度还是深度上都取得了长足的进步。但是,关于资本结构对企业投资行为影响的研究,多停留在总体研究的层面,结合中国资本市场和上市公司制度背景进行研究的尚不多见。五年前,我和童盼在讨论她的博士论文选题方向时,发现了这一值得深入研究的领域,并鼓励她完成了该项研究。

应该说,融资结构对企业投资行为研究,在西方已经有了相当丰富的文献积累。西方学术界的研究主要集中在两个方面:一是理论研究,即基于委托代理(具体为股东—债权人冲突)理论和负债相机治理作用理论,采取规范分析的方法,建立理论模型,研究融资结构对企业投资行为的影响;二是模拟研究,即运用模拟的方法,考察股东—债权人冲突对企业投资决策的影响。从表面上看,留给我们的研究余地似乎已经不多了。但事实上,中国的资本市场和上市公司制度背景的特殊性,意味着上述问题与西方国家不尽相同。例如,我国上市公司的股权集中度很高,国有控股的上市公司众多,上市公司董事(除独立董事外)多为大股东委派,诸如此类的公司治理特征,可能意味着我国上市公司融资结构对投资行为的影响有其不同于西方的特殊性。我国上市公司的银行借款,多来自于国有商业银行,银行的国有性质使得我国上市公司股东(及经理)与债权人利益冲突的具体特征不同于西方国家。我国上市公司债券融资较少,而商业信用负债融资则比例甚高,意味着债权人角色结构与西方不尽相同。童盼的研究正是注意到了我国资本市场和上市公司的这些特殊性,因而至少在以下三个方

面丰富和发展了国内外该领域已有的研究：

第一，从股东—债权人冲突角度出发系统研究了融资结构对企业投资行为的影响及其决定因素，并从负债融资与投资规模、负债类型与投资规模以及负债融资与投资波动等三个方面进行了深入探讨。除了一些与西方同类研究一致的基本研究发现之外，还发现：我国上市公司商业信用负债较银行借款对投资的影响更为敏感；短期负债也有代理成本，滞后一期的短期资产负债率与投资规模负相关；不同项目风险的企业，长、短期负债对投资的影响程度不同，低项目风险的企业长、短期负债与投资之间的负相关程度更大。

第二，采用模拟与实证研究相结合的方法研究股东—债权人冲突对投资行为的影响，这在以往同类问题的研究中比较少见。两种方法的结合使用，可以互相补充、互相印证，从而使研究结论更加可信，还有助于推动此类问题研究方法的改进与创新。

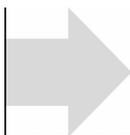
第三，考察了我国上市公司独特的股权结构下，融资结构与投资之间的关系，发现低流通股比例的公司，负债比例与投资之间的敏感度大于高流通股比例的公司，即资产负债率上升一定比例，非流通股股东会比流通股股东放弃更多的投资。

最近，欣闻童盼博士已被北京工商大学聘为会计学院的教授，这是对其过去研究努力的最好回报。但是，学术研究不同于程序化工作之处，就在于一项研究工作的完成往往并不意味着抵达终点，充其量相当于远足时的中途歇脚。诚如作者在本书末尾指出的那样，在本书交稿之际，发现尚有许多问题有待进一步的研究。因此，希望年轻的童盼教授能够一如既往地热爱学术研究，继续深入研究那些在本书中尚未解决的问题，向读者奉献更高质量的研究成果。我深信她一定会做到！

春耕耘 秋收获。与童盼博士共勉之。

陆正飞

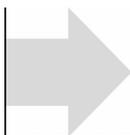
圆摇年秋于北京大学



图表目录

表 猿员	股票筹资额、银行贷款增加额与固定资产投资额的比例	(猿)
表 猿圆	员- 圆年基本建设投资资金来源比重	(猿)
表 猿猿	上市公司与全国企业资产负债率比较	(猿)
表 猿源	年 粤股上市公司融资来源比重	(猿)
表 猿缘	截至 年 月 日 粤股上市公司股权再融资次数	(猿)
表 猿远	年 粤股上市公司负债融资结构	(源)
表 猿苑	国有银行贷款占总贷款的比例	(源)
表 猿愿	样本公司董事会成员来源	(源)
表 猿怨	缘- 缘年我国企业商业汇票发生额与金融机构 贷款余额	(缘)
表 猿园	缘- 缘年我国企业债券发行额与股票筹资额	(缘)
表 猿员	中国企业债券市场规模与美国比较表	(缘)
表 猿圆	年上市公司总体股权结构	(缘)
表 猿猿	年上市公司总体董事席位构成	(缘)
表 猿源	典型企业参数取值	(远)
表 猿缘	参数取值	(远)
表 猿远	项目 耘 标准差为 园时的财富变化表	(远)
表 猿苑	不同项目 耘 年度变动标准差下的财富变化表	(远)
表 猿愿	不同资产负债率下的原有股东财富变化表	(苑)
表 猿怨	不同所得税税率下的原有股东财富变化表	(苑)
表 猿园	处于各资产负债率(年初)区间的投资—资本存量 比例的均值与中位数	(苑)
表 猿员	缘年不同项目风险下处于期初各资产负债率 区间的投资额	(苑)
表 猿圆	缘家样本公司 孕 相关系数矩阵	(愿)

表 缘原模型(缘原)、(缘原)、(缘原)多元回归结果	(缘)
表 缘原模型(缘原)多元回归结果	(缘)
表 缘原模型(缘原)多元回归结果	(缘)
表 缘原模型(缘原)各变量孕藻期上相关系数矩阵	(缘)
表 缘原模型(缘原)多元回归结果	(缘)
表 缘原模型(缘原)各变量孕藻期上相关系数矩阵	(缘)
表 缘原模型(缘原)多元回归结果	(缘)
表 缘原样本公司 蕴月简单统计值	(缘)
表 缘原样本公司分区间投资额均值与中位数	(缘)
表 缘原模型(缘原)各变量孕藻期上相关系数矩阵	(缘)
表 缘原模型(缘原)多元回归结果	(缘)
表 缘原模型(缘原)各变量孕藻期上相关系数矩阵	(缘)
表 缘原模型(缘原)多元回归结果	(缘)
表 缘原样本公司 杂网 蕴简单统计值	(缘)
表 缘原样本公司分区间投资额均值与中位数	(缘)
表 缘原模型(缘原)各变量孕藻期上相关系数矩阵	(缘)
表 缘原模型(缘原)多元回归结果	(缘)
表 缘原模型(缘原)各变量孕藻期上相关系数矩阵	(缘)
表 缘原模型(缘原)多元回归结果	(缘)
表 缘原处于各平均资产负债率区间的 陨标准差的均值 与中位数	(缘)
表 缘原模型(缘原)——(缘原)回归结果	(缘)
表 缘原——缘原年我国上市公司股权结构	(缘)
表 缘原——缘原年我国上市公司非流通股与国家股占总股本 比重分布	(缘)
表 缘原样本公司各变量描述性统计结果	(缘)
表 缘原根据 缘原年流通股比例分类的回归结果	(缘)
表 缘原根据 缘原年流通股比例分类的回归结果	(缘)



前摇摇言

在代理理论中,企业被认为是一组契约的联结,诸多利益相关者之间明示或暗示的契约引导着企业的行为。当然,这些利益相关者之间由于目标的不同,产生了这样那样的冲突,尤其是存在委托—代理关系的情况下,这些冲突表现得尤为严重。如何妥善解决这些冲突是公司治理关注的核心问题。在企业中,三种冲突所引起的代理问题受到了人们的广泛关注:股东—经理冲突、股东—债权人冲突和控股股东—小股东冲突。

记得在 2004 年末我选择博士论文题目时,国内关于股东—经理冲突的研究很多,而控股股东—小股东冲突的研究也已经兴起。但是关于股东—债权人冲突的研究却相对匮乏。经过与导师的沟通,我准备选择股东—债权人冲突这一相对冷门的视角来研究公司财务中一个比较热门的话题——融资结构与投资行为。当初选择这个题目时有些惴惴不安,抱着试一试的态度,甚至还有研究不下去再换题目的打算。令人欣慰的是,我没有半途而废。经过三年的努力,我终于完成了对该问题的初步探讨。

在股东—债权人冲突的研究中,一般假设股东和经理利益是一致的,但在实际中,尤其是中国的实践中,这一假设显然会引起人们对研究结果的极大质疑。实际上这一问题也同样困扰着国外的研究者,国外关于股东—债权人冲突的研究也主要采取理论模型推导和模拟研究的方法,而利用资本市场数据作经验研究的文献相对较少。如何在研究设计中处理好这一问题是论文写作面临的重大挑战。

本书是我关于这一题目思考和努力的最终成果。秉承先生“文章细做,小题大做”的思想,我运用模拟与多元统计回归等多种方法,从不同侧面来考察股东—债权人冲突下,融资结构对企业投资的影响。首先,通过模拟运算分析股东—债权人冲突对企业投资决策的影响。然后,运用资本市场数据从负债融资与投资规模、负债类型与投资规模及负债融资与投

资波动三个方面进一步检验模拟运算的结果。最后,由于我国上市公司股权结构的特殊性,我还分析了股权结构对融资结构与投资之间关系的影响。

本书的主要研究发现有:(员)模拟结果表明,现金流固定的无风险项目使财富由股东向债权人转移,所以,典型企业会放弃这一投资项目。而且项目现金流波动幅度及企业所得税税率与投资额正相关,资产负债率则加大了股东—债权人冲突引起的投资不足的程度。(圆)我国上市公司数据的实证结果表明,企业滞后一期的资产负债率越高,则当期投资越少,而且两者之间的敏感度受项目风险的影响,相比较而言,低项目风险企业比高项目风险企业的投资额随负债比例上升而下降得更快。(猿)商业信用对总资产的比例与投资之间的敏感度大于银行借款对总资产的比例。而且商业信用与银行借款对投资的影响也因企业项目风险的不同而有所差异,项目风险较小的企业,投资额随着商业信用对总资产比例与银行借款对总资产比例的上升而下降得较快。(源)我国上市公司的短期负债也有代理成本,滞后一期的短期资产负债率与投资规模负相关。此外,长、短期负债对不同项目风险的企业投资的影响程度不同,低项目风险企业的长、短期负债与投资之间的负相关程度更大。(缘)剔除现金流与销售波动对投资波动的影响后,资产负债率越高的企业,投资波动幅度越大。(远)流通股比例低的公司,负债比例与投资之间的敏感度大于流通股比例高的公司,即资产负债率上升一定比例,非流通股股东比流通股股东放弃更多的投资。

股东—债权人冲突既是一个很有理论研究价值的领域,也是一个极具实际意义的领域。一方面,这个领域的研究成果相对较少,还有进一步研究的余地。另一方面,虽然由于历史和体制原因,目前我国企业股东与债权人之间的矛盾似乎并不十分突出,但随着企业及银行体制改革的深入,企业股东与债权人之间的冲突将日趋凸现,深入研究企业股东—债权人问题将具有重大的实践意义。应该说,本书只是基于股东—债权人冲突,对融资结构对投资行为的影响作了些初步研究,后续需要研究的内容还很多。另外,从方法上来讲,本文只是采取了模拟法和基于资本市场数据的经验研究法。在以后的研究中,如果能够引入一些新的研究方法,如心理

学、实验、实地调研等 将有助于研究的深入。

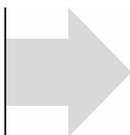
在北京大学出版社的大力支持下 本书终于与读者见面了。希望本书能够激发更多国内研究者对股东—债权人冲突的研究兴趣。

童瑶盼

圆园年春于世纪城



前摇言	轶
第一章摇导论	轶
第一节摇研究背景	轶
第二节摇研究思路	轶
第三节摇研究方法	轶
第四节摇研究内容	轶
第二章摇文献回顾	轶
第一节摇负债融资与企业投资	轶
第二节摇投资的融资约束理论	轶
第三章摇我国上市公司融、投资环境述评	轶
第一节摇我国企业融、投资模式的变迁	轶
第二节摇我国上市公司权益融资环境	轶
第三节摇我国上市公司负债融资环境	轶
第四节摇我国上市公司投资决策机制	轶
第四章摇负债融资与企业投资：基于模拟的分析	轶
第一节摇典型企业的财富转移	轶
第二节摇影响因素分析	轶
第五章摇负债融资与企业投资：基于资本市场数据的实证分析	轶
第一节摇负债融资与投资规模	轶
第二节摇负债类型与投资规模	轶
第三节摇负债融资与投资波动	轶
第六章摇股权结构、融资结构与企业投资	轶
第一节摇我国上市公司的股权结构	轶
第二节摇理论假设	轶
第三节摇实证检验	轶
结摇论摇创新及进一步研究的建议	轶
附录 员	轶
附录 圆	轶
参考文献	轶
后摇记	轶



第一章

导摇摇论

第一节摇摇研究背景

融资与投资是企业的两项基本财务活动,它们既相互独立,又休戚相关,是企业资金运动中不可分割的两个方面。融资解决企业发展中的资金来源问题,投资则是回答企业资金配置问题。一方面,任何投资项目的实施都要以充足的资金保障为前提,所以,企业在作出投资决策时要考虑企业的融资能力,企业融资能力的强弱直接关系到投资项目的选择与成败。另一方面,企业融得的资金并不是无偿使用的,都有一定的成本,所以,企业融资必须以企业投资需求为依据。

但是,理论界对于融资与投资间的关系却存在不同的看法。配配理论认为,在完美资本市场(责责责责责责责责责)上,投资独立于融资。但相反的观点却认为资本市场并不完美,信息不对称和代理问题的存在使得投资不能、也无法独立于融资。信息不对称与代理问题会提高外部资金的使用成本,使得留存收益、负债和发行股票等作为投资资金的来源并不是等价的,企业相应所需承担的资金使用成本也不相等。留存收益作为内部资金的一部分,它的资金成本一般较低,而各种外部资金的成本却相对较高。因为当企业通过银行信贷、企业债券或发行股票获得外部资金时,由于出资方不能及时、完整地掌握企业经营状况及投资机会的信息,企业往往会利用这种信息优势,做出有损出资方利益的行为,从而引起相关利益主体的矛盾冲突,最典型的两种冲突是股东—债权人冲突与股东—经理冲突。股东—债权人冲突对投资的影响主要表现在,在股东—经理利益一致,经理代表股东利益的情况下,为使股东财富最大化,经理会在投资决策时选择那些能够增加股权价值而减少整个企业价值的项目或放弃那些能够增加企业价值而减少股权价值的项目,从而产生过度投资或投资不足,损害债

权人及企业整体利益。股东—经理冲突对投资的影响则表现在,由于经理希望寻求高于市场水平的薪金、津贴和工资,因此,在企业拥有闲置资金时,经理会倾向于将多余资金投资于能够扩大企业规模的非盈利项目。一般来说,出资方会预见到企业的这种行为,在出借资金的时候会要求较高的资金回报或签订一些限制性条款,对企业的行为作出限制,从而增加了企业的资金成本。各种资金成本的差异以及不同融资结构带来的利益相关者之间利益冲突的大小必然会影响到企业的投资决策。那么,融资究竟会不会对投资产生影响,其影响又有多大?融资与投资之间的关系是否受股东性质的影响?本书试图为这些问题提供实证证据。

我国企业融资与投资之间的关系经历了多次变迁。在我国传统计划经济体制下,企业不是融资与投资决策的主体,投资所需资金主要来源于国家预算拨款,由政府统一安排,资金无偿使用,不需支付成本,应该说,当时并不存在真正意义上的企业自主融、投资行为。改革开放之初,虽然国家预算拨款逐步改为银行贷款,企业在融资与投资上也被授予了较多的决策权,但企业资金来源渠道单一在一定程度上限制了企业的投资行为,同时使得国有企业负债率直线上升。20世纪80年代中期,直接融资方式(股票融资与债券融资)逐渐走入了一些国有企业,拓宽了企业的资金来源渠道。尤其是20世纪90年代初期深、沪证券交易所的成立,使得企业融资渠道进一步拓宽,众多企业通过股票首次公开发行(简称IPO)与再融资(简称增发)融得了大量的资金,资本市场直接融资在固定资产投资资金来源中的比重逐年上升^①(见表1-1)。随着企业融资渠道的不断拓宽,企业在进行投资决策时就需要考虑企业的融资能力,权衡各种融资方式的融资成本,企业投资与融资间的关系也就逐渐密切了起来。

上市公司的融资与投资行为,尤其是上市公司从资本市场上募集资金的使用情况,备受关注。但统计数据表明,上市公司变更募集资金投向的情况较严重。2005年沪市共有157家上市公司募集资金,而2006年就有76家76次披露募集资金变更投向公告,涉及金额总计120.6亿元,平均每家上市公司变更募集资金占全部募集资金的比例为12.6%。为何上市公司如此频繁地变更募集资金投向?这是否与融资结构有关?

^① 2005年后有所回落,2006年股票筹资只满足了2005年的固定资产投资资金需求,原因是2006年股票筹资额较2005年大幅下降,2006年只有2005年的一半。

表 员 股票筹资额、银行贷款增加额与固定资产投资额的比例

年份	股票筹资额 (亿元)	贷款增加额 (亿元)	固定资产投资额 (亿元)	股票筹资额占 固定资产投资额 的比率(豫)	贷款增加额占 固定资产投资额 的比率(豫)	股票筹资额与 贷款增加额之 和的比率(豫)
员	猿	远	员	园	源	缘
员	猿	苑	员	员	源	源
员	员	怨	员	园	源	员
员	源	员	员	员	源	猿
员	员	员	员	缘	源	员
员	愿	员	员	园	源	选
员	怨	员	员	猿	猿	愿
员	园	员	猿	愿	猿	员
员	员	员	园	源	源	怨
员	怨	员	猿	园	缘	源

摇摇注 股票筹资额包括 粤股 豫的筹资额,粤 月股配股筹资额以及在中国香港特区、美国等地发行的 匀股和 月股筹资额。

数据来源:中国证券期货统计年鉴(园园园)。

在西方,学者们已对融资与投资之间的关系进行了大量的研究。但在我国,系统地研究融资结构与企业投资之间关系的文献尚不多见。本书研究的意义就在于,通过系统研究融资结构对企业投资行为的影响及其决定因素,一方面有助于对企业投资行为的理解,为减少歪曲的投资行为提供建议,促进资源的有效配置;另一方面,又可促进对资本结构的研究,为规范上市公司的再融资行为以及再融资资金的使用提供思路。

第二节 摇摇研究思路

本书将以中国上市公司为研究对象,考察融资结构^①对企业投资的影响。广义上,融资结构是指企业在取得资金时,通过不同渠道筹措的资金的有机搭配以及各种资金所占的比例。狭义上,融资结构就等同于资本结构,是指两种融资来源,即负债融资与权益融资的比例,一般用负债占总资

^① 关于融资结构的定义很多,如 魏明海(员九九)将其定义为企业运用负债、优先股、普通股等融资方式的组合比例关系;张维迎(员九九)把它定义为企业各项资金来源的组合状况。

产的比例(资产负债率)表示。本书采用的是狭义的融资结构概念。负债融资指企业通过发行债券、银行借款、商业信用等方式从债权人处筹得资金,这种资金不能供企业永久使用,必须定期归还,有的还需支付利息。权益融资是指所有者投入的资本以及公司在经营过程中积累而形成的资本之和,这种资金在企业持续经营期内可永久使用。^①

为更好地描述融资结构与投资之间的关系,本书将按如下思路展开研究:首先,对我国上市公司的融资现状及投资决策机制予以描述,揭示我国上市公司融资结构的特点及各利益相关者(尤其是股东与债权人)与企业之间的关系,为之后的经验研究提供制度背景;接着,运用模拟的方法考察股东—债权人冲突对企业投资决策的影响,以及资产负债率、项目现金流波动幅度、企业所得税税率等因素对两者关系的影响;然后,运用资本市场数据实证检验负债比例对企业投资规模、投资波动的影响,以及不同负债类型(商业信用与银行借款、短期负债与长期负债等)对企业投资的影响,并寻找相关理论依据;最后,考察股权结构对融资结构与投资之间关系的影响。

第三节 研究方法

一般将理论研究方法分为两类,一是规范研究(演绎推理),二是实证研究(归纳推理)。规范研究运用逻辑推理的方法,或者用严格的数学证明的方法来证明一种假说,而实证研究则使用统计数据和计量模型来验证一种假说。本书主要运用实证研究方法来探讨融资结构对企业投资的影响。但对于企业投资行为,我们所能看到的只是它的结果,而无法预期当时的决策过程,为了更好地说明融资结构对企业投资的影响,我们用模拟的方法来反映股东—债权人冲突所引起的财富转移问题,并在此基础上,用资本市场的数据进行进一步的实证检验。具体来说,本书的研究方法有三种:

- (一) 描述性统计
- (二) 多元回归分析
- (三) 模拟

^① 参见于东智:《转轨经济中的上市公司治理》,中国人民大学出版社 2004 年版,第 2 页。

本研究中用到的数据来源于中国股票市场研究(悦云网)数据库(国研网)——股票市场交易数据库查询系统、中国股票市场研究(悦云网)数据库(国研网)——财务数据库查询系统、色诺芬悦云网中国证券市场数据库、中国证监会指定信息披露网站巨潮资讯网(澜数·转增·增·资·研·究·院·援·稿)、上海证券交易所网站(澜数·转增·增·资·研·究·院·援·稿)以及深圳证券交易所网站(澜数·转增·增·资·研·究·院·援·稿)。我们用 科谱·造·杂·等数据分析软件对数据进行处理。

第四节 研究内容

本书共分七个部分,具体如下:

第一章 导论

本部分主要说明研究动机,提出需要研究的问题,并介绍本书的研究思路、研究方法及主要内容。

第二章 文献回顾

本部分回顾国内外关于融资与企业投资之间关系的文献,共分两节。第一节回顾负债融资与企业投资方面的文献,主要回顾两方面的理论,一是股东—债权人冲突对投资决策的影响;二是负债的相机治理作用,即负债可以减少股东—经理冲突带来的投资过度。第二节回顾投资的融资约束理论。

第三章 我国上市公司融、投资环境述评

本部分描述我国上市公司融资结构形成的制度背景以及我国企业的投资决策机制,为后三章模型的建立、研究假设的提出奠定制度基础,本章共分四节。

第一节回顾我国企业融、投资模式变迁的历史,以说明上市公司上市前的融资结构及我国企业的投资机制。

第二节描述我国上市公司权益融资环境,特别是股权再融资的两种形式——配股和增发规则的演变过程,以说明配股与增发的门槛问题在一定程度上决定了上市公司的融资结构。

第三节描述我国上市公司负债融资环境,主要包括上市公司的融资现状、现阶段的银企关系、商业信用环境以及企业债券发行状况,以说明我国上市公司债权人对企业的约束力相对较弱。

第四节描述我国上市公司的投资决策机制。

第四章 摇负债融资与企业投资：基于模拟的分析

本部分运用模拟的方法分析股东—债权人冲突对企业投资决策的影响，共分两节。

第一节讨论典型企业股东—债权人冲突对投资决策的影响。我们首先根据上市公司数据设计一典型企业，然后分别计算企业项目投资前后股东、债权人财富的变化，以此确定投资项目对股东、债权人利益的影响。计算结果表明，典型企业会放弃项目现金流固定的无风险项目，原因是这一项目虽然不会降低企业价值，却会使财富由股东向债权人转移，引起原有股东财富的减少。

第二节在第一节的基础上，讨论项目现金流的波动、资产负债率、企业所得税税率等因素对企业投资决策的影响。结果发现，项目现金流波动幅度、企业所得税税率与投资正相关，而资产负债率加大了股东—债权人冲突引起的投资歪曲程度。随着资产负债率的增加，投资不足越来越严重。

第五章 摇负债融资与企业投资：基于资本市场数据的实证分析

本部分运用资本市场数据分析负债融资与投资之间的关系，以考察我国上市公司是否存在股东—债权人冲突，共分三节。

第一节讨论负债融资对投资规模的影响。根据股东—债权人冲突对投资影响的既有理论，负债比例与投资规模之间有可能是正相关，也有可能是负相关，这要视项目风险的大小而定。项目风险越小，企业越可能投资不足，负债比例将增强投资不足的程度，即负债比例与投资规模负相关；反之，项目风险越大，企业越可能过度投资，负债比例将增强过度投资的程度，即负债比例与投资规模正相关。本节中，我们根据研究窗口前后三年资产负债率标准离差率绝对值的变化，将样本公司分为高项目风险的企业与低项目风险的企业，分别考察两类企业负债比例与投资规模之间的关系，并进行比较。研究表明，资产负债率越高，投资越少，但这种影响又因企业项目风险的不同而有所差异，即相对于高项目风险的企业而言，低项目风险的企业投资额随负债比例上升而下降得较快。

第二节讨论负债类型对投资规模的影响。本节主要考察不同来源（商业信用与银行借款）及不同期限（长期负债与短期负债）的负债与企业投资之间的关系，并结合我国实际分析差异产生的原因。商业信用的债权人对企业的约束比银行少，所以，股东更易通过歪曲投资来损害他们的利益。本节实证分析的结果验证了这一点，商业信用对总资产比例较银行借款对

总资产比例与投资之间的敏感度更强。对负债期限结构的考察没有发现与西方文献一致的结果,即我国上市公司的短期负债也有代理成本,它不但不能减少股东—债权人冲突引起的资产替代和投资不足问题,而且对投资的影响并不弱于长期负债。这与我国上市公司负债结构中短期负债占大部分及“短期借款长期用”的现状密不可分。

第三节讨论负债融资对投资波动的影响。高负债企业平时的资金储备较少,所以,当企业收入和经营现金流大量减少时,企业就会大量削减投资,以维持企业的正常生产经营;而当企业收入和经营现金流大幅增加时,高负债企业内部资金增长迅速,企业更易于增加投资。也就是说,资产负债率越高的企业,投资波动幅度越大。我们根据资产负债率将样本分为高负债企业与低负债企业两组,比较两组样本投资波动的幅度。实证检验的结果不支持上述观点。但当我们考虑不同资产负债率下,现金流与销售波动对企业投资的不同影响后,资产负债率与投资波动的关系符合我们的预期。

第六章 股权结构、融资结构与企业投资

本部分考察不同股权结构下,融资结构与投资之间的关系。首先,描述我国上市公司的股权结构;然后,建立理论假设,即由于非流通股股东追求每股净资产最大化,而流通股股东追求每股股价最大化,故而非流通股股东比流通股股东更易导致投资不足;最后,对上述理论假设进行实证检验。

结论与创新及进一步研究的建议

本部分对全文的研究进行总结,指出本书的创新及不足之处,并提出今后研究的方向。



第二章

文献回顾

融资与投资作为企业的两项基本财务活动具有紧密的联系。大部分关于负债融资的讨论都会涉及企业投资决策问题,同样,对企业投资行为的研究也往往从融资角度入手。投融资关系的讨论构成了整个财务理论的重要部分。本章将分两个部分对相关文献进行综述:一是负债融资与企业投资,二是投资的融资约束理论。

第一节 摇负债融资与企业投资

1958年,Myer和Myer发表了一篇意义深远的文章,在该文中,他们指出:“公司投资的截止点在任何情况下都是资本化率(预期收益率),并且完全不受融资的证券类型的影响。”但Myer理论只存在于一个信息对称的假想世界里,正如Myer所指出的:“如果我们的注意力只是集中在那些不会改变企业风险程度或目标负债比率的项目,那么,对于一般性投资项目的接受或否决策来说,我可以认为一般意义上的Myer公式的准确性是可接受的。”但如果我们考虑信息不对称和代理问题,Myer关于投资独立于融资的观点就受到了质疑。

现代西方文献中用以解释负债融资对企业投资行为影响的理论主要有三方面:一是股东—债权人冲突对企业投资行为的影响;二是负债的相机治理作用,即负债可以减少股东—经理冲突带来的过度投资行为;三是负债期限结构对企业投资行为的影响。

一、股东—债权人冲突对企业投资行为影响的研究

西方学者对股东—债权人冲突影响企业投资行为的研究始于20世纪

苑年代。1960年,拜耶和 配孟在《财务理论》(裁藻裁藻裁藻云云)一书中首次讨论了股东、债权人冲突在企业投资决策中的表现。他们认为,当企业发行风险负债时,一个能够最大化企业价值(股东与债权人财富之和)的投资决策却不能同时最大化股东财富和债权人财富,即某一最大化股东财富的产品计划投资决策并不能最大化债权人财富,反之亦然。他们将此归因于股东与债权人对收益不确定性不同的两个项目的偏好不同。相对来说,债权人偏好收益不确定性较小的项目,股东则偏好收益不确定性较大的项目。这是因为在其他条件相同的情况下,如果企业选择收益不确定性较小的项目,则企业整体风险较小,负债市场价值较高,但其股票市场价值则相对于选择收益不确定性较大的项目时为低,而收益不确定性较大的项目对企业价值的影响正好相反,企业整体风险增加,负债市场价值降低,股票市场价值升高。在投资项目的选择上,股东与债权人产生了冲突。

我们可以从期权的角度来理解项目风险对企业价值的影响。如果把杠杆企业的股东看做是欧式看涨期权的持有者,而把债权人看做是向股东出售看涨期权的企业的拥有者。那么,在其他条件不变时,投资项目的风险增加,企业的变异性增大,看涨期权的价值(即股权价值)也增加,因为看涨期权的价值一般随着标的资产(企业)变异性的增大而增加。而风险债券的价值等于企业价值和看涨期权价值之差,所以当投资项目(企业)风险增加时,债权价值减少。

我们对股东—债权人冲突对企业投资决策影响重要性的认识经历了一个过程,最初学者们虽然意识到这种冲突的存在,但他们认为:“股东与债权人之间的这种潜在冲突可能并不重要,因为从总体上来说,增加企业市场价值的投资机会既会增加企业股票价值,又能增强企业履行债务的能力。”^①但随着研究的深入,股东—债权人冲突引起的投资歪曲问题受到了学者们的重视,他们认为此问题并不容易解决。应该说,在对称信息下,股东与债权人之间的这种冲突是容易解决的,因为无论是股东,还是债权人,都会选择能够最大化企业价值的项目,所以只要投资项目的净现值大于零,投资项目就可行。但一旦存在信息不对称问题,股东、债权人之间的这种冲突就变得不易解决,因为股东会以股东财富最大化为目标,而不再考虑企业价值最大化以及债权人的财富问题,这使得投资项目的选择变得极

① 参见 拜耶和 配孟(1960)。

为复杂,“并且会带来一种极端结果,即拥有价值增长机会的企业不愿发行风险债券。”^①

之后,詹森和 迈尔斯(Jensen and Myers)以及 哈里斯(Harris)在对代理成本的研究中发展了该问题,明确提出了股东—债权人冲突对投资决策的两大影响:资产替代与投资不足。

在 詹森和 迈尔斯(Jensen and Myers) 1986年的经典之作中,他们揭示了股东 经理在投资决策时进行资产替代的可能性。他们指出,如果股东 经理有机会先发行债券后决定采取哪种投资,然后再在市场上出售其全部或部分保留的股权,那么,他对两个期望总收益相同但方差不同的投资项目的选择就会存在差异。因为股东 经理可以通过先许诺选择方差较低的项目以出售债券,而后却选择方差较高的项目,将财富从不谙此道的债券持有人那里转移到作为股权持有人的他自己手中。即在负债较大的筹资结构下,股东 经理将具有强烈的动机去从事那些尽管成功机会甚微但一旦成功将获利颇丰的投资,如果这些投资成功,他将获得大部分收益,而若投资失败,则债权人承担大部分成本。^②他们将此问题导致的机会财富损失归纳为第一种负债代理成本。^③

哈里斯(Harris)则对投资不足现象进行了剖析。他发现:发行风险债券会促使企业采取次优的投资策略或迫使企业及其债权人发生避免次优策略的成本,从而减少这些企业的现行市场价值。因为采用风险债券融资的企业在某些状态下^④会拒绝净现值为正的投资机会^⑤。也就是说,当经理与股东利益一致时,发行风险债券融资的企业股东 经理将拒绝那些能够增加企业市场价值、但预期收益大部分属于债权人的投资,即使这些投资项目的净现值为正。显然,负债削弱了企业对好项目进行投资的积极性。

实际上,无论是资产替代效应,还是投资不足效应都来自于股东 经理

① 参见 哈里斯(Harris)。

② 詹森和 迈尔斯(Jensen and Myers)将此种现象称为资产替代。

③ 詹森和 迈尔斯(Jensen and Myers)认为,与负债有关的代理成本包括:(员)由于负债对企业投资决策的影响而导致的机会财富损失;(圆)由债权人和股东—经理(即企业)承担的监督和约束支出;(猿)破产和重组成本。

④ 假设负债在投资机会过期后到期(即企业需先决定是否投资),如果企业价值 约初始投资(圆)对债权人承诺的支付(孕),那么股东进行投资所获得的收益支付 孕后将不足以弥补初始投资 圆即投资所获得的好处全部被债权人所占有,股东的投资净收益为负值,股东将没有积极性进行投资,而不投资,债权人将不能获得任何支付。所以,企业价值 约圆孕时,即使投资的净现值为正值,股东也不会进行投资,这就造成企业市场价值的损失。

⑤ 詹森和 迈尔斯(Jensen and Myers)将此种现象称为投资不足。

的道德风险,他们在获取债权人的资金后,在债权人不知情的情况下会做出损害债权人利益的投资决策。所以,要么投资于减少债权人收益的高风险项目,要么放弃对债权人有利的低风险项目的投资,而无论哪种情况,都会降低负债市场价值。而且,对于处于财务困境中的企业来说,上述问题会更加严重。^①

从某种意义上来说,股东—债权人冲突对企业投资行为影响的研究是资本结构理论研究的“衍生物”。20世纪70年代,“资本结构之谜”研究的重心逐步从税收、破产等“外部因素”转向企业“内部因素”。负债代理成本是作为对负债不利因素的一种内因解释提出的,而股东—债权人冲突对企业投资决策的影响则是负债代理成本的来源之一。而且,代理及信息不对称理论极大地推动了股东—债权人冲突对企业投资行为影响的研究。

自20世纪80年代起,该领域的研究进一步深化,集中体现在以下四个方面:

首先研究负债代理成本的计量及影响因素,试图运用各种方法直接计算负债代理成本的大小,以此确定负债代理成本的重要性,并探讨哪些因素会影响负债代理成本。例如,Myer和 Majluf(1984)发现股权结构会影响股东—债权人之间的利益冲突。由于家族股东相对于其他股东来说比较关注企业的长期生存能力和企业声誉,所以,家族股东更愿意最大化企业价值,而不是股东价值。因此,家族股东与债权人之间的利益分歧相对较小,从而减少负债融资成本。Myer和 Majluf(1984)运用模拟方法直接验证了股东—债权人冲突引起的投资歪曲行为。他们发现,股东—债权人冲突确实存在,而且这种冲突随企业负债水平的增加而增加。此外,债务期限、项目现金流与企业现金流的相关性、项目大小、企业所得税、行业等因素对股东—债权人冲突的大小都有影响,所以,不同企业的负债代理成本差异较大。

其次研究最优债务契约的设计问题,企图通过最优债务契约来缓解股东—债权人之间的冲突。^②例如,Myer和 Majluf(1984)同时分析了投资不足和过度投资问题,论证了减少投资不足动因的财务契约是如何影响过度投资动因的。他们发现:(1)当贷款人与借款人之间不存在信息不对称

^① 参见 Myer和 Majluf(1984)。

^② 一般认为,债权人会意识到股东—债权人之间的冲突,因此,在设计债务契约时,会对债务人的行为作出某些限制。最优债务契约应该是能够最大限度地减少股东财富转移行为的契约。

时,项目融资^①是减少风险负债引起的代理总成本的最有效的方法。(圆)当贷款人与借款人对新项目的回报情况存在信息不对称时,给新负债以更多的优先权将减少投资不足问题,但同时会加剧过度投资问题。因此,在信息不对称条件下,最优优先权规则决定于两种相反结果的相对重要性。(猿)限制向股东支付现金将有助于控制投资不足问题。

猿爱通过对融资与投资之间关系的实证检验,验证股东—债权人冲突对企业投资行为的理论假设。例如,配攀攀(员993)实证检验了支出决策(投资和股利)和融资决策(新增负债)之间的相互依赖关系。结果表明,管理层首先决定投资和股利的长期水平,这两种水平不仅保持一致,而且与企业利润相一致,然后企业通过新增长期负债或短期融资来弥补短期经营资金的不足。这与传统的最优资本结构理论并不一致,表明投资、股利和新负债在长期均衡水平上保持一致。

源爱通过建立新的代理模型,以求拓展原有理论。例如,员葬葬和运藩藩(员983)考察了杠杆率对股东偏好高风险项目的行为的影响。他们发现,股东从未预期的项目风险的增加上获得的收益(用未来收入的方差来衡量)并不是企业杠杆率的单调递增函数。当债券面值等于预期的企业价值时,股东获得的收益最大,即股东增加投资风险的欲望最强。配攀攀(员984)和在攀攀(员985)则将行业均衡条件纳入代理成本的分析模型中,推翻了一些单个企业代理成本模型中的关键结论。他们发现:(员)项目现金流的风险是由行业中所有企业的投资决策内生决定的。(圆)当考虑行业中项目的分布时,尽管单个企业的财务结构会影响投资决策,但它并没有降低企业的价值。(猿)在模型中纳入债务税盾作用后,高负债水平的企业相对于低负债企业会选择耗用较低或现金流风险较大的项目。(源)企业财务结构的主要决定因素,如公司所得税,不仅对企业决策有直接影响,而且改变了行业中投资项目的均衡分布。这影响了备选项目产生的现金流,并因此间接地影响了企业资本结构选择。月攀攀和配攀攀(员986)在论述财务困境成本时也提到了股东—债权人的冲突问题。他们指出^②,虽然当企业陷入困境时,无论是股东,还是债权人都希望企业能尽快摆脱困境,但从另一方面来说,他们之间会存在利益冲突。他们列举了当股东放弃最大化企

① 此处项目融资是指专门发行债券来为项目筹资,新债权人拥有新项目的第一索取权,但对企业现有资产不具有追索权。

② 参见月攀攀、砸攀攀、砸攀攀(员984),孕攀攀、孕攀攀、孕攀攀(员985),配攀攀(员984),配攀攀(员986),配攀攀(员986),员攀攀(员984),配攀攀(员985)。

业市场价值的目标,而追求狭窄的个人利益最大化时,用以损害债权人利益的种种博弈,如风险转移(代理问题)^①、拒绝增加权益资本投资(代理问题)^②、现金支付(代理问题)^③、时间游戏(代理问题)^④、更换(代理问题)^⑤等。

还有一些学者则将股东—债权人冲突的概念引入到一些相关问题,如资本结构的研究中,Myer和Myer(1984)提出股东—债权人冲突是资本结构的重要决定因素之一。Myer和Myer(1984)通过对美国1970—1980年工业企业的分析论证了投资机会对负债比例的决定作用,认为具有较多投资机会的高增长企业倾向于使用较少的负债,且负债持续期间较短。

但由于负债代理成本不易量化,上述关于股东—债权人冲突的研究大多采用分析式研究的方法,直接就股东—债权人冲突对企业投资行为影响进行实证检验的还是较少。

二、负债的相机治理作用

企业的委托代理理论认为,企业不是一个单一的经济主体,而是由各利益关系主体(包括债权人、供应商、客户、企业职工等)缔结的一组契约的联结(契约理论)。由于信息不对称、契约的不完备等市场不完全性的存在,企业各利益关系主体之间的利益常常不一致,更多的时候还表现为相互之间的利益冲突,而企业则是一个通过契约关系框架把冲突各方引向平衡的复杂过程的中心。无论是委托人还是代理人,他们的目标都是为了达到自身效用的最大化。

所以,在现代企业中,除了股东、债权人之间的利益冲突外,由于委托方股东与受托方经理之间的目标不一致,同样不可避免地会发生代理成

① 类似于Myer和Myer(1984)提出的资产替代。当杠杆企业的财务经理代表股东利益时,他们会偏好高风险项目,因为经营风险的增加可以提高杠杆企业的股东价值,他们甚至愿意投资于净现值为负的高风险项目。

② 类似于Myer和Myer(1984)提出的投资不足。当企业经营风险保持不变时,企业价值的任何增加都会由股东与债权人一起分享,项目收益也不例外。因此,对于股东来说,投资机会的价值减少了,出于个人利益的考虑,股东不愿意增加权益资本,即使这意味着放弃净现值为正的投资项目。

③ 当企业处于困境时,股东很不愿意将现金投入企业,但他们会很高兴从企业获取现金,如发放现金股利。

④ 当企业处于困境时,股东会尽量推迟清算(破产)的时间。

⑤ 变更企业的稳健政策,通过发行大量的风险债券来增加负债的风险,而将一部分资本损失强加到“旧”债权人身上。

本。股东—经理冲突所引发的代理问题是最受人们关注的,也是研究最早、研究最为广泛的代理问题。Jensen和Meckling(1976)最早系统地研究了该问题,Myer和 Majluf(1984)进一步推动了关于股东—经理代理问题的研究。与股东相比,经理更关心企业的规模问题,因为一般来说,规模高速扩张的企业,管理层升迁的机会更多,大企业经理的社会地位及所获得的各种货币、非货币收入也较中小企业高。因此,经理们存在扩张企业规模的动机,以寻求高于市场的薪金、津贴和工作保险,甚至是直接获得资产或现金。

Myer和 Majluf(1984)详细分析了股东—经理冲突对企业最优规模等的影响,提出了自由现金流假设(Free Cash Flow Hypothesis)。他指出当企业经理拥有的现金超过企业所有盈利投资项目所需资金,即拥有闲置资金时,经理们会倾向于将多余现金用于能够扩大企业规模的投资项目,甚至是净现值为负的项目,而不是将这些现金用于支付股利或偿还债务,即经理以牺牲股东的利益为代价来增加自己的财富。所以,股东—经理冲突会导致企业出现过度投资行为。

经理的这种过度投资行为虽然可以通过经理持股、薪酬计划或其他机制加以引导,但都不能使股东与经理的目标完全一致,而且会带来各种各样的代理成本,如监督成本等。而负债可以防止这种过度投资行为,降低股东—经理之间的代理成本,提高投资效率,因为负债本息的固定支付将有利于减少企业的闲置资金,抑制经理因闲置资金过多而进行的有利于自己而不利于股东的过度投资行为。我们称负债的上述作用为负债的相机治理作用,负债的相机治理作用源于负债本身的性质,即在企业正常经营情况下,债权人按债务契约规定获取固定利息收入,债权人不拥有企业的剩余控制权;但当企业破产时,债权人通过清算,获取企业的剩余索取权。因此,负债可以从两个方面降低股东—经理冲突引起的代理成本,一方面,负债本金与利息的支付可以减少可供经理支配的现金;另一方面,负债使经理面临更多的监控和破产风险,一旦企业不能按期偿还债务,则公司的控制权将归债权人所有,经理丧失从企业取得的各种利益。所以,一个无债或债务很少的企业的经理可以在不影响自己的福利和权力的情况下减少股东的收益,而高债务企业的经理却较难办到。

Myer和 Majluf(1984)、Jensen和 Meckling(1976)、Myer和 Majluf(1984)、Myer和 Majluf(1984)都验证了负债的上述作用。Myer和 Majluf(1984)假设企业的清算会给其客户带来成本,并表明客户会理性预期到权益持有者的这种清算动机,因

为股东承担了次优清算政策的所有成本,所以,他们会事先承诺将采用最优的、价值最大化的清算政策。他证明了企业的资本结构可以提供所要求的这种事先承诺。先森和森道威(1984)证明了使用负债所带来的投资不足可以抵消股东有限责任所带来的过度投资问题。亨廷顿和在(1984)证明,项目质量的信息不对称将会使全权益企业存在过度投资行为,这种过度投资会在投资之前反映在证券价格上。而通过发行适当的负债可以消除这种次优投资行为,从而产生一个并不基于税收、破产成本或其他外部因素的最优负债比例。森道威(1984)发现,在不考虑负债代理成本的情况下,最优融资政策能够减少经理过度投资时给股东带来的成本,并且这些政策受每一时期现金流的分布及其净现值的影响。

亨廷顿和亨道威(1984)分析了“破产威胁”在股权分散的公司中对于提高经理的经营质量所起到的效果。他们在分析存在于公司股东(委托人)与经理(代理人)之间的“道德风险”问题时,指出经理可以通过负债来向股东作出有约束的事前承诺,这种承诺能够促使公司经理的经营行为符合公司股东利益。因为如果经理不寻求高利润,公司破产的可能性就会增加,破产后经理会丧失从企业取得的利益,如职位的奢侈品消费,所以,经理就会倾向于最大化利润或者接近该水平,而不是冒牺牲其奢侈品的风险。实际上,负债的发行会提高股东及市场对企业的估价(因为股东与市场知道在负债的约束下,经理为减少个人成本,会尽量最大化企业利润),降低企业资本成本,从而提高企业价值(负债加权益的价值)。

负债的相机治理作用从另一个侧面描述了负债融资与企业投资行为之间的关系,即负债融资在增加负债代理成本的同时,也降低了股东—经理冲突引起的代理成本。债权人在公司治理中的作用也由此可见一斑。但对于负债的相机治理作用的研究同样缺乏有力的实证检验。

三、负债期限结构与企业投资行为

如前所述,森道威(1984)将企业未来投资机会视为期权,并指出这些期权的价值取决于企业行使它们的可能性,当企业资本结构中存在有风险的固定要求权时,投资项目的收益在股东与债权人之间进行分配,且股东与债权人从实施这些投资项目中获取的收益并不一致。有时,债权人将获得某些投资项目的大部分收益,而股东却得不到正常回报,所以股东会拒绝那些能增加企业价值的投资项目;在另外一些情况下,股东会接受一些减少企业价值的投资项目,因为股东将获得这些投资项目的大部分收益,而

债权人则承担投资失败的大部分费用。通常,企业投资机会中增长型期权(早期期权)越多,则股东、债权人之间关于是否行使该项期权的冲突越大。

一般来说,企业除了可以通过降低资本结构中的负债水平和在契约中添加严格的限制性条款两种方式减少股东—债权人冲突引起的投资歪曲外,还可以采用缩短负债期限的方式。这是因为短期负债价值相对于长期负债价值对企业资产价值的变化更不敏感,而且短期负债使企业经常面临还本付息的压力,这就迫使股东理性约束自身偏好风险的欲望,所以,短期负债可以降低资产替代的动机。另外,短期负债总是先于长期负债到期,并获得偿付,所以,即使短期负债和长期负债在企业破产时具有相同的优先权,短期负债在企业正常经营下仍比长期负债具有更有效的优先权,而且短期负债使企业面临经常需要重新签订债务契约的压力,这就迫使股东理性约束自己放弃对债权人有利的投资项目的欲望,因此,短期负债能够控制投资不足问题。可见,在负债水平不变的条件下,负债期限结构中短期负债的比例越高,负债代理成本越小,股东—债权人冲突引起的投资歪曲越少。^①

Myer和 Majluf(1984)、Myer和 Majluf(1984)、Myer和 Majluf(1984)等也都对短期负债在减少投资不足、资产替代等问题方面的作用进行了论述,并且得到了诸多学者的认同。Myer和 Majluf(1984)和 Myer和 Majluf(1984)分别从长、短期债券价值对企业现有资产(企业资产)价值的敏感度和长、短期负债在企业正常经营情况下的偿付优先权角度分析了短期负债对投资不足问题的控制作用。Myer和 Majluf(1984)建议,企业可以通过发行优先债券来控制投资不足问题,这是因为优先债券能够限制财富从股东向现有债权人转移,从而减少股东放弃这些投资项目的可能性。但是对于这一理论的实证检验结果却并不一致。

支持它的实证研究主要有 Myer和 Majluf(1984)、Myer和 Majluf(1984)以及 Myer和 Majluf(1984)。

Myer和 Majluf(1984)将用以解释负债期限结构的理论分为三类:契约成本假设、信号假设和税收假设。他们考察了 1970 年到 1980 年间的三

^① 此外,资产期限结构在关于负债期限结构的代理理论中也扮演着重要的角色。Myer和 Majluf(1984)还指出,企业会适当安排偿债的时间以配合在用资产价值的下降,这是一种降低负债代理成本的方式。因此,有更多长期在用资产的企业可以支持更多的长期负债。期限配比可以使企业延长负债期限,而不显著增加负债代理成本。

万多个样本,实证结果比较支持契约成本假设,即企业投资机会中增长型期权越多,企业发行的短期负债越多。这一结果在广义上与 配耀译(1976)相一致的,即当契约成本上升时,企业应缩短负债的期限。配耀译和 韵定刚(1982)则考察了 1970年至 1982年间美国公司公开发行的 苑德愿只企业债券期限结构的决定因素。他们发现,在信贷评级中被评为投资等级的大企业一般在长期或短期负债到期时举债,而被评为投机等级的企业则一般在负债尚未到期时举债。他们还发现,增长预期高于平均水平的企业大多在短期负债到期时举债。这一结果,加上样本中企业将资产与负债的期限相匹配的趋势,同样支持了 配耀译(1976)的观点,即企业可以通过缩短负债期限来控制代理问题。孕期世焯和 宰潘道精(1989)运用模拟的方法,验证了期限越长的负债,股东—债权人冲突越严重,代理成本越高。他们发现,短期负债居多的企业,基本上没有股东—债权人冲突引起的代理成本,但当负债期限变长后,由于负债价值对企业资产结构变得更敏感,现金流特点不同于企业现金流的项目的实施对长期负债价值有很显著的影响。韵那噪社(1995)运用广义矩估计方法考察了英国非金融行业企业的负债期限结构,他的实证结果再一次为负债期限结构与投资机会之间的负相关关系提供了强有力的支持。

而 杂耀译和 配耀译(1982)的实证结果却不支持负债期限结构与投资机会之间的显著负相关关系,他们对此的解释是之前的研究^①没有控制杠杆率对负债期限结构的影响,从而影响了负债期限结构与投资机会之间的关系,因为投资机会中增长型期权越多的企业,其杠杆率往往越低,所以,这些企业很少有动力通过调节负债期限结构来减少因行使期权而带来的利益冲突。粤火燥译, 则火燥译和 孕志湖译(1995)在对英国、法国和德国企业负债期限结构决定因素的研究中也得出了类似的结论。他们的研究表明,英国企业负债期限结构与投资机会显著正相关,即投资机会中增长型期权越多的企业,长期负债越多;法国和德国企业两者之间的关系则不显著。杂耀译和 匀定道刚(1995)同样没有发现增长型期权显著影响企业负债期限结构的证据。韩德宗、向凯(1998)以医药、生物制品行业为例,考察了我国上市公司的负债期限结构,实证结果表明,有较多投资机会的公司并没有较多地利用短期债务,即我国上市公司在解决投资不足问题上并未利用债务期限工具。

^① 指 孕期世焯和 杂耀译(1982)。

造成实证检验结果差异的原因是多方面的。样本公司、研究方法以及控制变量的选择都会在一定程度上影响实证研究的结果,所以,对于长、短期负债的代理成本是否存在差异这一问题尚有待进一步检验。

综上所述,负债融资对企业投资行为的影响具有两面性,一方面负债融资带来的股东—债权人冲突引起了股东—经理的资产替代和投资不足行为,另一方面,负债又减少了股东—经理冲突带来的过度投资行为。这也是造成该问题实证检验较为困难的重要原因,因为研究者很难判断负债与投资之间的相关关系究竟是由哪种理论引起的。此外,不同期限结构的负债的代理成本有所不同。负债期限越长,股东—债权人冲突越严重,负债代理成本越高,由此引起的过度投资、投资不足问题也越严重。而以短期负债为主的企业的负债代理成本则较低。因此,企业可以通过缩短负债期限来减少股东—债权人冲突引起的投资歪曲。

四、我国研究现状

从国内研究现状来看,单独研究融资结构与投资问题的文献较多,将两者联系起来研究的较少,专门研究负债融资对企业投资行为影响的更为少见。江伟、沈艺峰(2004)分析了不同成长性的企业中,负债对固定资产投资的影响。他们的实证结果表明,对于高成长性企业,负债没有引起上市公司的投资不足,反而导致了严重的资产替代行为;而对于低成长性企业,负债并没有导致资产替代,但是负债的控制作用也没有得到发挥。童盼、陆正飞(2004)验证了负债融资对企业投资行为的上述影响。他们发现,在我国上市公司中,负债比例与企业投资规模显著负相关,而且两者之间的关系受新增投资项目风险与投资新项目企业风险大小的影响,低项目风险企业与高项目风险企业相比,投资额随负债比例的上升而下降得更快。这表明在低项目风险企业中,负债不但引起投资不足,而且发挥了它的相机治理作用;而在高项目风险企业中,负债在发挥其相机治理作用的同时引起了资产替代效应,而且负债的相机治理作用更强些。

藻和 配藻藻藻藻藻藻提出的资产替代问题以及 配藻藻藻藻藻提出的投资不足问题。^① 前两者与权益融资有关, 是用以解释内外部权益融资比例对企业投资影响的主要理论依据。自由现金流假设已在本章第一部分作了回顾, 下面我们将重点回顾 配藻藻藻和 配藻藻藻藻藻的优序融资假设以及融资约束理论的实证检验。

一、优序融资假设

藻藻藻藻藻藻藻藻藻在就任美国财务学会第 藻藻藻藻藻藻藻藻藻任主席的就职演讲《资本结构之谜》及同年与 藻藻藻藻藻藻藻藻藻合作发表的论文《企业知道投资者所不知道的信息时的融资和投资决策》中, 提出了优序融资假设。他们认为, 资本市场的完备会使得外部投资者与内部人之间存在信息不对称。由于市场对企业或项目的质量知之不详, 所以市场会对所提供的资本要求相当于中等企业的溢价。这一机制会导致申请外部融资的企业的逆向选择行为。由于质量较差企业的外部融资成本要比质量较好企业的外部融资成本相对较低, 所以就会有较多质量较差的企业去寻求外部融资。而且, 由于无法补偿过高的外部融资资本(与完备市场情况下相比), 企业不得不放弃一部分好的投资项目。在这种情况下, 信息不对称导致了投资不足的产生。配藻藻藻和 配藻藻藻藻藻藻的优序融资理论有两个非常关键的假设: 公司经理要比外部投资者对公司的盈利及投资情况知之更详, 经理会从现有股东的利益出发, 最大化公司股票的价值。信息不对称理论的假设中暗含着这么一个推断: 由于经理的言论不被外部投资者相信, 所以如果经理发现了一个非常好的净现值大于零的投资机会, 他也无法把这一信息传递给外部股东。

假定企业现有资产价值为 藻, 这一信息只为内部人所知, 还有价值为 月的投资机会, 这一信息为所有人所知。企业需要权益融资 耘来将投资机会付诸实施。令 月 耘, 即项目有正的净现值。企业需要选择进行股权融资并投资, 抑或放弃投资机会, 企业作出这一决策的准则是最大化现有股东财富的价值。企业资产价值 藻有两种可能的状态, 可以为高价值(藻_高)或者低价值(藻_低)。企业知道 藻的真正状态, 而市场只知道两种状态的可能性相同。令 孕为企业进行权益融资并投资后的企业市场价值, 这样 孕等于投资机会的价值加上 藻的期望价值。老股东保有的企业价值份额为 孕/耘

^① 后两者与负债融资有关, 我们已在本章第一部分作了回顾, 在此不再重复。

(V_0) 在两种状态下老股东股份的价值为 $V_0 \cdot (V_1)$,其中 V_0 等于 V_0 或 V_0 。

在不对称信息下,如果企业处于高价值状态,由于权益价值被低估,企业会放弃投资机会。因为老股东所放弃的现有资产价值的部分大于他们投资后所获得净现值的部分。企业是否选择股权融资并投资取决于企业不进行投资时老股东股份的价值(即现有资产价值 V_0)与企业投资时老股东的股份价值($V_0 \cdot V_1$)·(V_1)的比较情况。企业只有在 $V_0 \cdot V_1$ ·(V_1) 跃 V_0 时才投资。将不等式整理后可得: $V_0 \cdot V_1$ ·月跃 V_0 ·(V_1)· V_0 上式的左边是老股东从投资机会价值中获得的部分,右边是老股东放弃给的新股东的现有资产价值。显然,企业只有在老股东获得的投资机会价值大于他们必须放弃的现有资产价值时才进行投资。可以发现,在低价值 V_0 时不等式成立,而在高价值 V_0 时不成立。

上述模型表明,如果股权融资是企业唯一的融资选择,企业的最优策略是在权益被高估时发行股票并投资,在权益被低估时放弃投资机会。这样,市场外部投资者就会把企业权益融资当做是在向市场传递一个坏消息(或至少不是一个好消息)因为在他们看来,企业宣布发行股票就表明现有资产被高估了,所以,企业发行股票会引起股票价格下跌。可见,股票价格的下跌不是因为投资者对股票的需求没有弹性,而是因为投资者从股票发行决策中读到了一定的信息。因此,许多现有资产被低估的好企业也决不会轻易发行股票,虽然这对他们意味着放弃了一个净现值为正的盈利机会。

配股和配债模型还表明,如果企业通过内部资金或无风险负债融资,这种投资不足问题完全可以被避免,因为企业内部资金或无风险负债的融资成本很低,几乎没有风险,不会受到不对称信息的影响。风险负债融资可能导致与权益融资相同类型的投资不足,不过由于负债价值对信息相对不敏感,由此导致的价值低估相对较轻,所以这一问题不太严重。因此,配股和配债模型预计企业在为新投资融资时存在融资层级。企业偏好内部融资胜于外部融资;倘若资本投资需要外部融资,企业首先发行最安全的证券,即债券优于股票。随着外部融资需求的增加,企业沿优序融资的顺序往下,从无风险债务到风险债务,或许还会到可转换证券或优先股股票,最后才轮到普通股股票。

上述分析表明,优序融资假设认为,当内部人(股东和经理)比资本市场拥有更多的关于企业价值的信息时,会产生逆向选择问题。逆向选择使

得外部投资者在购买企业股票时会要求一个溢价,以抵消资金柠檬(信息不对称)所带来的损失,从而增加了外部股权融资的成本。^① 为了避免外部股权融资的成本溢价,那些具有正净现值投资机会的企业会放弃一些有利可图的项目。

二、融资约束理论的实证检验

投资的融资约束理论的实证检验以 Myer 和 Majluf 和 Myers 和 Majluf (1984) (以下简称 Myers 和 Majluf)^② 为代表,Myers 和 Majluf 也是导致学术界广泛研究投资现金流敏感性问题的开山之作。这类文献通过考察投资对现金流变化的敏感度来研究融资约束对企业投资的影响,大多数提供了存在融资层级的证据。这些研究利用反映融资约束水平的企业特征指标,如股利支付率、规模、年限、集团成员或者债务评级等,将企业进行分类,结果发现被认为面临较大融资约束的企业投资现金流敏感性较强,融资层级表现得最为明显。Myers 和 Majluf 选用了 1969—1983 年间 100 家美国制造业企业为样本,实证分析了面临不同融资约束的企业的投资支出对现金流的敏感度。他们根据留存收益率将公司进行分组,认为留存收益率越高的公司所受到的融资约束越大,外部融资成本越高。结果表明,融资约束较大的企业,投资受现金流的影响也较大。Myer 和 Majluf 和 Myers 和 Majluf 研究了日本 100 家大型制造业公司的投资与经营活动现金流的敏感性。他们用于区分公司融资约束程度的指标是——是否属于财团成员,与财团成员相比,非财团成员的公司将面临更大融资约束。其结果也表明,融资约束较严重的企业的投资决策对企业的现金流更为敏感。这类文献的一个基础假设是,内外部资金成本差异越大的公司,投资现金流敏感度越高。对于足够大的成本差异,投资支出应该随着内部资金的多少而变化,而非投资项目的净现值。因此,可以通过研究企业投资—现金流敏感度的横截面差异来计量企业所面临的融资约束程度。

Myer 和 Majluf 拓展了 Myers 和 Majluf 的研究,试图揭示投资

^① 实际上,负债融资也会产生逆向选择问题。Myer 和 Majluf 和 Myers 和 Majluf 论证了信息不对称可以引起贷款市场的“信贷配给”(credit rationing)。由于项目的风险不可观察,贷款人在贷款合同中无法对好的借款人与坏的借款人进行差别定价。因此,当利息率上升时,相对较好的借款人离开了市场,从而提高了违约的可能性,降低了贷款人的预期收益,也使得一些净现值大于零的项目得不到实施。

^② 这类文献包括 Myer 和 Majluf 和 Myers 和 Majluf、Myer 和 Majluf 和 Myers 和 Majluf、Myer 和 Majluf 和 Myers 和 Majluf 等,Myer 和 Majluf 对此进行了很好的综述。

现金流敏感的原因。他们选择企业年龄、上市地点、公司内部人的股票交易行为作为信息不对称的代理变量,用内部人持股比例和前十大股东持股比例作为代理成本的代理变量,用企业规模作为交易成本的代理变量。他们发现了支持信息不对称的证据,而交易成本理论没有明显的解释力度。

运青社和在在在在在(以下简称 运在在在在)对前述结论的一般性提出了挑战。他们根据公司年报中的各种定量和定性信息来确定企业的融资约束程度,并依之对企业进行分类。与前述证据相反,他们发现融资约束较少的企业的投资决策对现金流的敏感程度最大。悦在在在在采用年初融资约束指数在在在在在来对企业进行分类。而且允许企业的分类随着时间的变化而变化,以反映企业财务状况不断变化的现实情况。其结论支持 运在在在在,即融资约束小的企业的投资支出对内部现金流最为敏感。实际上, 运在在在在认为面临融资约束的企业的投资行为并不一定符合单调性假设。其后,在在和在在展开了争论,参见在在在在在和在在在在在。

粤在在在在和 粤在在在在(以下简称 粤在在在在)试图对 运在在在在和 悦在在在在得出的与大多数文献不同的结论作出解释。他们认为, 运在在在在和 悦在在在在(在在在在在)的结果主要是由陷入财务困境的企业(表现为负现金流)造成的。另外,他们的检验表明 运在在在在的结果还受到小样本中部分有影响的观察值影响。当从样本中剔除这些观察值时,融资约束企业的敏感性会更高,总体结果与以前的研究更接近。他们的结果证明了内部财富对投资—现金流关系的重要性,同时也证明了 运在在在在和 悦在在在在的结论,即财务状况不佳企业的投资对内部现金流的敏感性较弱。其逻辑是,当企业的现金流严重下降时,企业被推向了财务困境,只能进行绝对必要的投资,所以随现金流的下降而进一步减少投资是不可能的。

粤在在在在、悦在在在在和 幸在在在在(以下简称 幸在在在在)采用了一种新的方式来检验融资约束对公司政策的影响。他们用公司从现金流中节余现金的能力(现金的现金流敏感度)考量融资约束的影响。他们发现,存在约束的公司现金的现金流敏感度为正,不存在融资约束的公司的现金节余与现金流无系统关系。

匀在和 杂在在在在(以下简称 杂在在在在)则提出了一个变动投资模型(在在在在在),以验证内外部资金不能完全替代的情况下,现金流与投资之间的关系。他们根据财务状况将企业分为高溢价融资(在在在在在)与低溢价融资(在在在在在)两类。结果

发现,表示财务状况不好的指标,如高资产负债率、高利息支出—销售收入比例、低流动性—总资产水平增加了为外部融资支付高溢价的可能性。同样有证据表明,对于非配给企业(燥燥燥燥燥燥),高杠杆往往伴随着高现金流敏感度,大规模企业往往被归入高溢价融资一类。

无论是云云云云,还是云云云云以及和投资的融资约束有关的一系列文献的理论基础均在于:由于市场不完备,存在信息不对称问题,所以企业内外部资金成本不一致。故此,在投资机会既定的情况下,企业内部资金来源会影响企业的投资水平。如果企业的内部资金来源不能满足投资需求,那么由于外部资金成本的高昂,企业不得不放弃一些投资项目,这表明企业受到了融资约束。而且,外部资金与内部资金成本的差异越大,企业所受到的融资约束越严重,此时企业对内部资金来源的依赖就越强。在经验研究的文献中,这一派学者们多用投资支出对企业现金流的敏感度来衡量企业的融资约束态势,企业受到的融资约束越大,投资支出对企业现金流越敏感。

粤粤粤粤和悦悦悦悦(圆园园园)提出了不同的解释。他们认为,云云云云(云云云)和云云云云等文献所基于的基本假设是,融资约束将会全部转化为较高的外部融资成本,云云云和云云云假设只要企业支付正确的价格,他们就可以筹集到任何数额的外部资金。但是在实际中,大多数企业面临着信贷配给(糟糟糟糟糟糟)。也就是说,传统理论假设面临融资约束的企业有着较高的资本成本,企业如果愿意支付较高的资本成本就能够获得资金。但是由于信贷配给的存在,对于融资约束严重的企业,即使他们愿意支付较高的资本成本也无法获得资金。企业面临的不是成本约束,而是数量约束。限制企业投资的不是企业愿意支付的价格而是能否得到信贷。在粤粤粤粤和悦悦悦悦(圆园园园)的模型中,融资约束被转化成了企业在既定成本下能够获得的外部资金的数量约束。如果企业外部融资的能力与新投资的价值正相关(放大效应),而且企业面临融资约束,那么由于企业信贷约束的放松增强了放大效应,企业的投资现金流敏感度就会随着信贷约束程度的降低而增强。只要企业不是完全无融资约束的,那么随着融资约束的增强,投资现金流敏感度会下降。如果企业完全无融资约束,则投资现金流敏感度为零。

国内关于投资的融资约束的研究相对于负债融资与企业投资行为之间关系的研究要更广泛些,但同样处于起步阶段,研究结论并不一致,尚有待于进一步的检验。悦悦悦和云云云(圆园园园)采用传统的销售推动模型(净净

对不同规模的上海制造企业的融资约束进行了检验。实证结果表明,上海小型制造企业比大企业在固定投资的融资上较少受到融资约束,这与研究假设相反。作者认为原因可能有三:(员)小企业的管理更完善、更有效率,可以通过营运资本解决固定投资问题;(圆)企业规模的分类方法可能影响结果;(猿)非国有企业虽然从正规银行系统融资的能力有限,但他们可以通过非正式信贷市场融得资金。冯巍(圆园园)以在沪深交易所上市的员家制造业公司员—员年的数据为样本,将企业内部现金流量引进新古典综合派企业投资模型,并检验引进新变量后模型和系数显著度的变化。结果表明,我国企业投资规模不仅取决于投资机会与资金使用成本,企业内部现金流量也对企业投资规模具有显著影响。郑江淮等(圆园园)按照国有股权的比重对企业进行分组,并且发现国家股比重越低,所受的外部融资约束越低。

三、信息不对称还是自由现金流

无论是信息不对称引起的优序融资假设,还是股东—经理冲突引起的自由现金流假设都会带来投资—现金流的敏感度。那么究竟哪种假说更适合于解释投资与现金流之间的关系呢?对这个问题展开研究的文献不少,但却没有取得一致的结论。

悦和(圆园园)以及(圆园园)检验了代理问题在现金流—投资关系中的作用,他们的发现不支持自由现金流假设的重要性。

灾(圆园园)也对两种理论同时进行了检验,发现自由现金流假说和信息不对称理论都对投资—现金流敏感性有解释力。他首先用托宾 匝的水平来区分信息不对称导致的流动约束与自由现金流导致的管理层过度投资。如果高托宾 匝的公司投资依赖于现金流,则验证了优序融资假说;如果低托宾 匝的公司投资依赖于现金流,则验证了自由现金流假说。然后考察了股利决策对两种理论的影响。在自由现金流理论中,股利被作为消除自由现金流的手段。所以有机会侵占自由现金流的公司会采用低股利政策且托宾 匝较低。如果优序融资理论成立,则有好投资机会的公司会采用低股利政策以保留现金流,此类公司托宾 匝较高。最后,他用资产规模作为代理变量。由于所有权分散的大公司更易于产生代理问题,所以托宾 匝低的大公司的投资—现金流更敏感。在小公司中更易于出现信息不对称问题,所以在托宾 匝高的小公司中投资—现金流更敏感。其结果表明,低

股利的大公司在投资有形资产时易出现自由现金流行为,在低股利的小公司以及投资有形资产投资较少的公司中更易出现优序融资行为。

何金耿(2004)检验了经理层持股或股东—经理之间的利益联盟对投资—现金流敏感度的影响。作者选用经理层持股来衡量经理—股东利益的一致程度,实证结果表明,当经理层持股比例从0开始增加时,投资—现金流敏感度迅速增加,但当经理层持股达到某一比例后,两者之间的关系减弱,并且有证据表明,投资—现金流敏感度将随着经理层持股比例上升而慢慢下降。这一结果与信息不对称假设一致,而不支持自由现金流假设(即自由现金流问题导致投资对现金流的敏感性应该始终显著)。作者还对上述结果进行了稳定检验。

何金耿(2004)则以1998—2000年沪深上市公司为研究样本,对我国企业内部现金流与投资之间敏感度高的原因进行了检验,结果支持自由现金流假说。^①

① 在何文中,将自由现金流假说称为管理机会主义假说。



第三章

我国上市公司融、投资环境述评

本章将对我国上市公司融资结构形成的制度背景及投资决策机制进行描述,为后面模型的建立、研究假设的提出奠定制度基础。本章共分四节,首先回顾我国企业融、投资模式变迁的历史,以说明上市公司上市前的融资来源状况,然后描述上市公司权益与负债融资环境,并重点介绍上市公司的融资现状以及现阶段的银企关系与商业信用环境,最后对上市公司的投资决策程序予以说明。

第一节 我国企业融、投资模式的变迁

一、我国企业融资模式的变迁

我国企业投资资金来源(融资模式)的变化可分为三个阶段:一是1949—1978年,资金主要来源于预算拨款,企业只有少量短期负债;二是1979—1992年,随着基本建设投资拨款改贷款的实行,银行信贷逐步成为投资资金的主要来源渠道,企业负债比例迅速上升,形成国有企业高负债的局面;三是1993年之后,随着1990年12月、1991年7月上海、深圳证券交易所相继成立,企业筹资渠道进一步拓宽,资本市场筹资额(直接融资)增加。虽然本书的研究对象是上市公司,但我们认为有必要对企业上市之前的融资状况作简要回顾,以了解我国上市公司融资结构形成的制度背景,从而更有助于我们理解企业上市后的投资行为。

建国后的很长一段时间里(1978年改革开放前),我国实行的是高度集中的计划经济体制。在这种经济体制下,企业不是经营活动的主体,它只是各级政府机关的附属物,企业资金的运筹由国家统一安排,企业没有独立的筹资与投资决策权。企业投资所需资金,包括固定资产投资资金和

流动资金常年占用部分(“定额流动资金”)主要由国家预算拨付,只有企业临时性周转资金(“非定额流动资金”)才由中国人民银行的短期信贷解决。^①尤其在建设投资方面,1979—1988年间,国家预算内投资占全社会基本建设投资的比重平均在 80%左右。

改革开放后,原来由国家无偿拨付企业固定资金和定额流动资金的做法有了改变,“无偿拨付”逐步改为“有偿使用”,银行信贷渐渐成为企业投资资金的主要来源。1984年 8月,国务院批转了国家计委、国家建委和财政部《关于基本建设投资试行贷款办法的报告》及《基本建设贷款试行条例》,并于次年首先在北京、上海、广东等三个省市和轻工、纺织、旅游等三个行业试行拨款改贷款,拉开了“拨改贷”的序幕。1984年至 1988年间,随着各专业银行纷纷开办了长期投资贷款业务以及拨款改贷款试点范围的进一步扩大,企业投资来源于国家预算内拨款的份额日益减少,而银行贷款与自筹资金的比例逐渐增加。如表 3-1 所示,1988年,基本建设投资资金来源于国家预算内拨款的比重为 57.2%,到 1989年该比重下降至 51.5%。

特别是 1989年国家预算内基本建设投资全部由拨款改为贷款后,企业投资来源于国家预算拨款的份额进一步下降(1989年为 41.5%),而银行贷款比重增长迅猛。1989年基本建设投资资金来自国内贷款的比重比 1988年上升了差不多 7个百分点,达到 58.5%。之后的几年里,贷款比重进一步扩大,到 1993年,企业投资来自国内贷款的比重^②(64.4%)首次超过了国家预算拨款的比重(35.6%)。同时,我们也看到,同期其他资金比重也逐步上升,由 1985年的 35%上升到 1993年的 40.1%。其他资金的很大一部分是发行企业债券筹到的资金。从 1989年起,社会上一些企业自发地向社会和内部发行不同形式的有价证券进行集资活动,到 1992年底,发行了类似企业债券的有价证券约 1500亿元。1993年 8月,国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》,企业债券的发行、管理开始走向正轨。截至 1993年底(1989—1993年),共发行企业债券 1500亿元。

① 参见吴敬琏:《当代中国经济改革 战略与实施》,上海远东出版社 1994年版,第 106页。

② 实际上,通过负债形式融通的资金比重远不止这个数,因为其他资金中也包括了一部分负债融资,关于其他资金的具体内容见 106页注释 2。

表 1 1952—1990 年基本建设投资资金来源比重 单位:豫

年份	国家预算内资金 ^①	国内贷款 ^②	利用外资 ^③	自筹资金 ^④	其他资金 ^⑤
1952	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1953	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1954	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1955	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1956	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1957	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1958	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1959	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1960	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1961	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1962	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1963	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1964	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1965	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1966	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1967	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1968	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1969	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1970	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1971	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1972	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1973	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1974	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1975	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1976	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1977	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1978	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1979	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1980	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1981	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1982	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1983	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1984	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1985	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1986	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1987	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1988	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1989	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0
1990	27.2	10.0	0.0	57.8	4.0

资料来源:《中国统计年鉴(1991)》,中国统计出版社。

银行贷款的大量使用、企业债券的发行都促使企业负债比例节节攀升,国有企业负债过多又成为人们普遍关注的话题。陆正飞(1995)将促

① 国家预算内资金分为财政拨款和财政安排的贷款两部分,包括中央财政的基本建设基金(包括经营性基金和非经营性基金两部分)、专项支出(如煤代油专项等)、收回再贷、贴息资金、财政安排的挖潜改造和新产品试制支出、城建支出、商业部门简易建筑支出、不发达地区发展基金等资金中用于固定资产投资的资金和地方财政中由国家统筹安排的资金等。

② 国内贷款指报告期固定资产投资单位向银行及非银行金融机构借入的用于固定资产投资的各种国内借款,包括银行利用自有资金及吸收的存款发放的贷款、上级主管部门拨入的国内贷款、国家专项贷款、地方财政专项资金安排的贷款、国内储备贷款、周转贷款等。

③ 利用外资指报告期收到的用于固定资产建造和购置的国外资金(包括设备、材料、技术在内),包括对外(外国政府、国际金融组织贷款、出口信贷、外国银行商业贷款、对外发行债券和股票)、外商直接投资及外商其他投资。

④ 自筹资金指固定资产投资单位报告期收到的,由各地区、各部门及企、事业单位筹集用于固定资产投资的预算外资金,包括中央各部门、各级地方政府和企、事业单位的自筹资金。

⑤ 其他资金指在报告期收到的除以上各种资金之外其他用于固定资产投资的资金,包括企业或金融机构通过发行各种债券筹集到的资金、群众集资、个人资金、无偿捐赠及其他单位拨入的资金等。

使中国企业走向高负债的原因归纳为五点:(员)改革不配套,“拨改贷”与股票市场发展脱节;(圆)承包制下企业行为非理性,盲目投资,片面追求规模扩大;(猿)国有银行管理体制变革滞后,信贷失控;(源)企业资金效益不佳,积累相对不足;(缘)企业破产机制不健全,破产率过低,大量连续多年严重亏损且资不抵债的企业苟延残喘。

员990年 员0月和 员991年 源月,上海和深圳证券交易所相继成立,中国证券市场由场外分散交易进入场内集中交易阶段。虽然早在 员989年 怨月,中国第一家股份有限公司——北京天桥百货股份有限公司就已成立,并发行了定期 猿年的股票,但由于股票交易的不方便与不规范,股票融资并没有在企业投资资金来源中占据一席之地。截至 员990年底,股票筹资金额累计仅为 源.52亿元,仅占同期(员989—员990年)基本建设投资额 愿.81亿元的 园.52%。^①深、沪证券交易所的成立则为企业股票融资的迅速发展提供了舞台,到 员994年底,在两个交易所上市的公司达到 员500家,员995—员996年我国企业通过发行股票共筹资 愿.52亿元,^②占同期基本建设投资额 员.92亿元^③的 愿.12%,股票融资开始在企业融资舞台上崭露头角。

虽然股票融资(员)和(猿)逐步降低了上市公司的资产负债率,上市公司相对于全国企业来说,资产负债率较低(见表 猿.1),但我国大部分上市公司上市前资产负债率过高的历史问题仍未得到彻底解决。员994年底,我国上市公司平均资产负债率水平仍达到 缘.52% (见表 猿.1)。从 员996年粤股上市公司的融资比重来看,负债融资占到 苑.52% (见表 猿.1)。

表 猿.1 上市公司与全国企业资产负债率比较

单位:豫

	员988年	员989年	员990年	员991年
上市公司	源.52%	缘.52%	缘.52%	缘.52%
全国企业	远.52%	远.52%	远.52%	缘.52%

摇摇资料来源:中国证监会网站、中国人民银行统计季报。

^① 参见陆正飞:《国有企业改革与国有企业高负债》,《中国会计与财务研究》 员990(员),第 40页。

^② 包括粤月匀晕股首次公开发行的筹资额与粤月股配股筹资额。数据来源:《中国证券期货统计年鉴(员996)》,第 猿页。

^③ 数据来源:《中国统计年鉴(员996)》,第 40页。

表 猿 猿 猿 猿 粤股上市公司融资来源比重

融资来源	金额(亿元)	比重(豫)
负债融资	猿猿猿猿	猿猿猿
短期负债	猿猿猿	猿猿
短期借款	猿猿	猿
商业信用	猿	猿
其他	猿	猿
长期负债	猿	猿
长期借款	猿	猿
应付债券	猿	猿
其他	猿	猿
权益融资	猿猿	猿
内部权益融资	猿	猿
留存收益	猿	猿
外部权益融资	猿	猿
配股	猿	猿
增发	猿	猿
合计	猿猿	猿

注 本表以 猿 猿 猿 日上市的数据完整的非金融保险业 粤股上市公司 猿 猿 家^①为统计对象。这些公司 猿 猿 年融资来源比重的计算方法如下:负债融资各项金额均等于 猿 猿 年末余额减去 猿 猿 年末余额,权益融资总数等于 猿 猿 年末股东权益余额减去 猿 猿 年末股东权益余额,外部权益融资数直接取自《中国证券期货统计年鉴(猿 猿 年)》中的 猿 猿 年配股、增发筹资额,内部权益融资数则等于权益融资总额与外部权益融资数之差。考虑到折旧筹资额还要用于固定资产的重置,在本表的计算中,我们未将其考虑在内。商业信用包括应付票据、应付账款及预收账款。

二、我国企业投资模式的变迁

我国企业投资模式的演进与我国的市场化进程紧密相连,大致可分为四个阶段:一是 猿 猿 年—猿 猿 年,企业没有投资决策权,投资决策权高度集中在中央政府手中;二是 猿 猿 年—猿 猿 年,国营企业经营自主权扩大,但投资决策权仍没放开;三是 猿 猿 年—猿 猿 年,逐步推进投资分权化,扩大地方政府与企业的投资决策权;四是 猿 猿 年至今,明确肯定了企业享有的投资决策权,并且明确了不同投资主体的投资范围及投资方式。

^① 截至 猿 猿 年 猿 月 猿 日,共有 粤股上市公司 猿 猿 家,剔除金融保险行业上市公司 猿 家,数据不完整的上市公司 猿 家。

1952年以前,我国实行的是高度集中的计划经济投资体制,企业一切投资活动的决策权集中于中央政府,中央政府是唯一的投资主体,通过指令性计划和行政命令管理投资。在这种体制下,中央政府既对投资规模、投资结构等进行宏观决策,又担负着项目微观管理的任务。因此,无论是扩大再生产的项目,还是维持简单再生产的项目,都必须按照一定限额,从项目建议书、设计任务书,到初步设计、开工报告,都要报中央或省级政府部门审查批准。所有限额以上和委托国外设计的建设项目的设计任务书都必须由国家计委审查,报国务院审批;限额以下的地方工业项目,也必须由中央有关部门审查批准。地方政府和主管部门决策权力有限,只有计划建议权、执行权。各类企业则是行政机关的附属物,缺乏投资和经营管理的决策自主权,也不承担投资的风险。^①

改革开放后,我国逐步由计划经济向社会主义市场经济转变,相应地,投资体制也发生了巨大变化。主要表现在:赋予地方政府和企业一定的投资自主权,强化投资主体的风险约束机制,项目的决策、建设和管理引入市场机制。

1982年,国家出台了一系列改革措施。1983年,国家建委提出了在基本建设中推行合同制,开始用经济方法管理固定资产投资。1984年,国务院颁发了关于国营企业扩大自主权的五个文件,开始实行利润留成制。在此基础上,国家建委、财政部等部门先后颁布了《扩大国营施工企业经营管理自主权有关问题的暂行规定》,扩大了建筑企业自主权。但这一时期的改革措施并没有涉及投资管理体制的核心问题——投资决策体制,投资决策权仍然掌握在中央政府手中。

1985年,国务院先后颁布了《关于改革建筑业和基本建设管理体制若干问题的暂行规定》和《关于改革计划体制的若干规定》,这两个文件推进了投资分权化,将国家计委对生产性基本建设项目的审批权限,由原来的5000万元以上放宽到10000万元以上。对于非生产性基本建设项目的审批权限则下放到各部或各省、自治区、直辖市,从而扩大了地方政府的投资决策权。

1985年10月,国家进一步下放了技术改造、引进技术、技术开发项目的审批权限。例如,对实行计划单列的企业集团和国家重点支持的大中型骨干企业,其基本建设、技术改造项目,凡经国务院和国家计委审查,批准

^① 参见田江海、张昌彩:《投资体制改革的突破》,江苏人民出版社,1995年版,第100页。

了设计任务书或总体规划的,其单项工程在国家批准的总投资范围内的不再报批,由企业自行安排。在年度计划中,单项工程投资在国家确定的投资规模内的,由企业自主安排。而且还简化了国家计委对于大中型项目的审批程序,由原来的审批项目建议书、可行性研究报告、设计任务书、初步设计和开工报告五道程序简化为只审批项目建议书和设计任务书两道程序。^①

1985年,远月国务院批准的国家计委《关于投资管理体制的近期改革方案》又掀起了投资体制改革的高潮。该方案明确提出:“对投资活动的管理,必须符合发展有计划商品经济的要求,把计划和市场有机地结合起来。一般性的建设投资放给企业或市场,重大的建设投资也要建立中央和地方的分工负责制和投资包干责任制,在项目的建设和管理中引入市场机制和竞争机制。”这一方案扩大了企业的投资决策权,使企业成为一般性建设项目的投资主体。

1985年至今是我国投资体制市场化改革进展较快的时期。首先,1985年,愿月,国家计委推出基本建设项目业主责任制,明确规定业主责任项目的范围、组织形式、业主的主要权限和责任等。同年,怨月,国务院颁布了《全民所有制工业企业转换经营机制条例》,明确肯定企业享有投资决策权,并对企业的投资范围、决策权限、政策优惠和责任约束等方面作出了具体规定。其次,1989年党的十四届三中全会明确了投资体制改革的方向和主要内容,重点是按照不同投资主体的投资范围以及各类建设项目不同的经济效益、社会效益和市场需求等情况,将投资项目划分为竞争性项目^②、基础性项目^③和公益性项目^④三大类,明确了中央政府、地方政府和企业在不同类别投资项目中的投资范围、投资方式和融资渠道。例如,竞争性项目要以企业作为基本的投资主体,主要向市场融资,政府逐步从中退出。此外,实行法人投资责任制和建设项目资本金制度,强化投资风险约束机制。对于符合国家产业政策、由企业投资的竞争性项目,其可行性研究报告和初步设计,由企业法人自主决策;项目建设与生产所需的外部条

① 参见田江海、张昌彩:《投资体制改革的突破》,江苏人民出版社1985年版,第27页。

② 竞争性项目主要是指投资收益比较高、市场调节比较灵敏、具有市场竞争能力的项目,其中包括大量的加工工业。

③ 基础性项目主要包括建设周期长、投资大而收益较低、需要政府扶植的基础设施和一部分基础工业项目以及直接增强国力的符合经济规模的支柱产业项目。

④ 公益性项目主要包括科技、教育、文化、卫生、体育、环保等事业的建设项目,公、检、法、司等政权机关的建设项目以及政府机关、社会团体办公设施、国防设施建设项目。

件,由企业法人及有关企业签订合同,但需要国家安排资金和外部条件需要国家统筹安排的,应按规定报批。地方的投资权限也进一步扩大,相应地,逐级建立项目申报登记和备案制度。

应该说,经过二十多年渐进的投资体制改革,投资决策权逐步回归到企业手中,投资决策中的风险约束机制也逐步建立,但尚有一些大型国有企业的基建投资项目须报国家计委审批,这也有待于进一步的改革。

第二节 我国上市公司权益融资环境

上市公司相对于非上市公司来说,权益融资具有较多优势。除了能够依靠内部积累(留存收益、折旧)筹集一部分资金外,上市公司还可以进行股权再融资(筹资)。

目前,我国上市公司股权再融资主要有两种方式,一是配股,二是增发。^①根据1995年发布的《上市公司新股发行管理办法》第二条的定义,配股就是向原有股东配售股票,增发则是向社会全体公开发售股票。^②截至1994年底(1993—1994年),粤、沪两市上市公司配股筹资额10.9亿元,增发筹资额2.3亿元。^③从上市公司股权再融资的比例来看,截至1994年12月31日,深、沪两市粤股158家公司中,剔除1994年上市的公司后^④,剩余的157家公司中,有128家公司在再融资时采用过配股或增发的方式(如表1-1所示),并且有128家公司不止一次地进行了股权再融资。这似乎也证实了目前国内流行的观点——我国上市公司偏好权益融资。

① 1995年前,我国上市公司股权再融资只有配股一种方式。

② 证监会于1995年12月18日发布的《上市公司证券发行管理办法》中将增发定义为“向不特定对象公开募集股份”,并在《管理办法》第三章专门提出“上市公司非公开发行股票(又称定向增发)”的概念,即“非公开发行股票是指上市公司采用非公开方式,向特定对象发行股票的行为。”

③ 数据来源:《中国证券期货统计年鉴(1995)》,第127页。

④ 由于配股资格对上市公司最基本的要求是,每次配股距前次发行间隔一个完整的会计年度(12月31—12月31日)以上,由于1994年上市的公司尚未达到此要求,所以从158家公司中将它们剔除,至于配股的其他条件将在下文中进一步讨论。

表 猿源 截至 圆园园年 远月 猿日 粤股上市公司股权再融资次数

配股及增发次数	公司数	占上市公司总数的比例(豫)
园	猿远	猿.猿
员	源园	猿.猿
圆	圆猿	圆.猿
猿次以上	员圆	员.猿
合计	员猿	员.猿

摇 摇 摇 代表 圆园园年以前上市的 粤股上市公司总数。

但我们同时也看到,仍有猿猿的上市公司从未进行过股权再融资。这在很大程度上是因为我国上市公司进行股权再融资有一定的资格要求,即只有符合监管部门制定的再融资条件的上市公司才能进行配股或增发。而我国上市公司配股和增发的相关政策一直处于不断的发展完善之中。下面我们对股权再融资相关政策的变迁作简要介绍。

一、配股规则的演变

上市公司配股规则是影响上市公司配股行为的基本因素,它主要涉及三大方面的内容:一是配股条件;二是实施配股的具体方式,三是配股的信息披露。本书将着重对配股条件的演变进行回顾。从员怨怨年到员怨怨年猿月,有关部门发布了约二十个专门规定配股或有关配股的规则,配股规则几经修订,其中对配股条件影响较大的有《股票发行与交易管理暂行条例》(员怨怨)、《关于上市公司送配股的暂行规定》(员怨怨)、《关于执行公司法规范上市配股的通知》(员怨怨)、《关于员怨怨年上市公司配股工作的通知》(员怨怨)、《关于员怨怨年上市公司申请配股有关问题的通知》(员怨怨)、《关于上市公司配股工作有关问题的通知》(员怨怨)。

员怨怨年之前,上市公司配股并没有统一的规则,配股规则由地方政府与两个交易所分别制定。如深圳市政府于员怨怨年圆月员日发布的《深圳市股份有限公司暂行规定》中的相关规定就成为员怨怨年深交所上市公司申请配股的依据,具体如下:第 远条规定了深交所上市公司申请配股的四个条件:(员)经营状况良好,有稳定的盈利记录;(圆)前一年的有形净资产占净资产的比例不低于猿;(猿)资金有既定的投资方向,预期收益可达同行业平均利润率以上;(源)投资项目符合国家和深圳市产业政策。第 远条规定“公司增资发行新股距上次发行的时间间隔不得少于一年”,第 远

条规定“公司增资时按发行价计算的新股不得超过原有股份账面金额的一倍”。

1993年9月10日,国务院发布了《股票发行与交易管理暂行条例》,其中第13条规定了股份有限公司增资申请公开发行股票的条件,其主要内容与《深圳市股份有限公司暂行规定》规定的条件基本一致,只是强调了“近三年连续盈利”。

1993年10月15日,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)发布了深、沪证券市场第一个关于配股的统一规则——《关于上市公司送配股的暂行规定》(以下简称《1993年配股规则》),对上市公司配股条件、审批程序及信息披露作了明确规定。该规定要求上市公司向股东配股必须符合以下条件:(1)距前一次发行股票的时间间隔不少于12个月,前次发行包括配股等其他发行方式,间隔的计算以前次的招股说明书或其他招募文件公布日期到本次配股说明书公布日期的间隔为准。(2)前一次发行股票所募集的资金用途与当时该公司的《招股说明书》、《配股说明书》或股东大会有关决议相符。(3)公司连续两年盈利。(4)近三年无重大违法行为。(5)本次配股募集资金的用途符合国家产业政策规定。(6)配售的股票限于普通股,配售的对象为根据股东大会决议规定的日期持有该公司股票的全体普通股股东。(7)本次配售的股份总数不超过公司原有总股本的10%;发行月股和匀股的上市公司,还应遵守有关该类别股份的其他法规的规定。(8)配售发行价格不低于本次配股前最新公布的该公司财务报告中每股净资产值。1995年12月15日,证监会又发布了《关于做好上市公司送配股复核工作的通知》,对上市公司配股复合中的几个问题作了补充规定。

1995年12月15日发布的《关于执行〈公司法〉规范上市配股的通知》(以下简称《1995年配股规则》),对配股规则作了更为详细的规定,同时废止了上述两项规则。《1995年配股规则》主要对1993年配股规则中配股前后的公司盈利状况、前后两次募集股份的间隔时间、配股数量进行了修订与补充。修订内容包括以下三个方面:(1)前后两次募集股份间隔时间的计算方法。《1995年配股规则》规定间隔时间从公司前一次募足股份后的工商注册登记日或变更登记日开始计算,至本次配股说明书的公布日,其间隔不少于12个月。(2)配股前公司盈利状况。将公司连续盈利时间由两年改为三年,并且规定公司净资产税后利润率三年平均在10%以上,属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低于10%。(3)配股数量。将公司

一次配股发行股份总数不超过公司原有总股本的**猿豫**,改为不超过该公司前一次发行并募足股份后其普通股股份总数的**猿豫**。另外,《**员怨源**配股规则》还增加了对配股后公司盈利预测的规定,要求公司预期利润率达到同期存款利率水平,即本次配股募集资金后,公司预测的净资产税后利润率应达到同期银行个人定期存款利率。此外,《**员怨源**配股规则》还明确提出了配股申请不予批准的六种情形。^①同年**员园**月和**员员**月,证监会又分别发布了《配股说明书的内容与格式(试行)》、《上市公司配股复审材料的标准格式(试行)》和《上市公司配股法律意见书的内容与格式(试行)》等文件,对上市公司配股申请材料 and 信息披露的内容和格式进行了规范。

员怨年**员月****圆**日,证监会发布的《关于**员怨**年上市公司配股工作的通知》(以下简称《**员怨**配股规则》)又对配股条件中配股前公司盈利状况的标准进行了修订,要求公司在最近三年内净资产税后利润率每年都在**员豫**以上,属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但不低于**怨豫**。而且适当放宽了对配股数量的限制,允许将本次配股募集资金用于国家重点建设项目和技改项目的公司,在发起人承诺足额认购其可配股份的情况下,可不受**猿豫**比例(即公司一次配股发行的股份总数,不得超过该公司前一次发行并募足股份后其普通股股份总数的**猿豫**)的限制。另外,《**员怨**配股规则》还规定,上市不足一年的公司,其配股申请不予批准。《**员怨**配股规则》还将配股申请和信息披露方面的规定纳入其中。

员怨年**远月****猿**日,证监会发布了《关于**员怨**年上市公司申请配股有关问题的通知》(以下简称《**员怨**配股规则》),规定新上市公司申请配股,必须在上市后经过一个完整的会计年度(**员月****员**日—**员月****猿**日);**员怨**年**远月****猿**日以后上市的公司,**员怨**年(**员怨**年度报告公布之后)方可申请配股。

员怨年**猿月****员**日,证监会发布了《关于上市公司配股工作有关问题的通知》(以下简称《**员怨**配股规则》)和四个重要附件,即《上市公司配股申报材料的标准格式》、《前次募集资金使用情况专项报告指引(试行)》、

^① 《**员怨**配股规则》规定,上市公司有下列情形的,地方政府或中央企业主管部门及证监会对其配股的申请不予批准:(**员**)不按有关法律、法规的规定履行信息披露义务的;(**圆**)近三年有重大违法行为,特别是有以违反国家现行规定的方式和范围发行或变相发行股票的行为、有证券欺诈等行为的;(**猿**)前一次发行股票所募集的资金用途与当时该公司的《招股说明书》、《配股说明书》或股东大会有关决议不相符的;(**源**)有关本次配股的股东大会的召集、召开方式和表决方式不符合《公司法》及有关规定的;(**缘**)其申报材料存在虚假陈述的;(**远**)公司所确定的配股价格低于该公司配股前每股净资产的。

《证券公司承销配股尽职调查报告指引(试行)》和《配股说明书的内容与格式》,同时废止了 1995 年、1999 年及 2006 年的配股规则。《1999 年配股规则》在上市公司配股条件上的变化主要有:(员)首次对上市公司的公司治理提出了要求,即“上市公司必须与控股股东在人员、资产、财务上分开,保证上市公司的人员独立、资产完整和财务独立。”(圆)删除了《1995 年配股规则》中的高比例配股的发起人认购规定,即删除了募集资金用于国家重点建设项目和技改项目的公司不受 10% 比例限制的前提条件——发起人承诺足额认购其可配股份。(猿)前一次发行的股份已经募足,募集资金使用效果良好,本次配股距前次发行间隔一个完整的会计年度(1 月 1 日—12 月 31 日)以上。(源)公司上市超过三个完整会计年度的,最近三个完整会计年度的净资产收益率平均在 10% 以上;上市不满三个完整会计年度的,按上市后所经历的完整会计年度平均计算;属于农业、能源、原材料、基础设施、高科技等国家重点支持行业的企业,净资产收益率可以略低,但不得低于 8%;上述指标计算期间内任何一年的净资产收益率不得低于 8%。《1999 年配股规则》还将存在下列两种情形的上市公司列入配股申请不予核准的范围:(员)以公司资产为本公司的股东或个人债务提供担保;(圆)公司资金、资产被控股股东占用,或有重大关联交易,明显损害公司利益。

1999 年之后,随着增发的逐步放开,国家再没有就配股问题发布专门规定,而是在新股发行规则中与增发问题一并规范,配股在上市公司股权再融资中独一无二的地位也随之结束。

2006 年 7 月证监会发布的《上市公司新股发行管理办法》与《关于做好上市公司新股发行工作的通知》(以下简称《2006 年新股发行通知》)进一步放宽了配股的业绩条件,但同时对公司治理提出了更多的要求(具体见本节第二部分)。《2006 年新股发行通知》第一条规定,上市公司申请配股,除应当符合《上市公司新股发行管理办法》的规定外,还应当符合下列条件:(员)经注册会计师核验,公司最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 8%;扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据;设立不满三个会计年度的,按设立后的会计年度计算。(圆)公司一次配股发行股份总数,原则上不超过前次发行并募足股份后股本总额的 10%;如公司具有实际控制权的股东全额认购所配售的股份,可不受上述比例的限制。(猿)本次配股距前次发行的时间间隔不少于一个会计年度。

2008 年 2 月 28 日证监会又修订了上市公司发行股票、可转换公司债券

等规定,发布了《上市公司证券发行管理办法》,同时废止了之前发布的关于上市公司配股、增发、发行可转换公司债券方面的相关规定,具体包括:2006年发布的《上市公司新股发行管理办法》、《关于做好上市公司新股发行工作的通知》、《上市公司发行可转换公司债券实施办法》、《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》以及2008年发布的《关于上市公司增发新股有关条件的通知》。《上市公司证券发行管理办法》对上市公司申请在境内向特定对象非公开发行和向不特定对象公开发行股票、可转换公司债券以及证监会认可的其他品种的证券的相关条件和程序进行了规范。《上市公司证券发行管理办法》第十二条要求申请配股的上市公司,除了符合第二章第一节公开发行证券条件的一般规定^①外(该一般规

① 《上市公司证券发行管理办法》第二章第一节公开发行证券条件的一般规定包括:

第六条 上市公司的组织机构健全、运行良好,符合下列规定:(一)公司章程合法有效,股东大会、董事会、监事会和独立董事制度健全,能够依法有效履行职责;(二)公司内部控制制度健全,能够有效保证公司运行的效率、合法合规性和财务报告的可靠性;内部控制制度的完整性、合理性、有效性不存在重大缺陷;(三)现任董事、监事和高级管理人员具备任职资格,能够忠实和勤勉地履行职务,不存在违反《公司法》第一百四十八条、第一百四十九条规定的行为,且最近三十六个月内未受到过中国证监会的行政处罚、最近十二个月内未受到过证券交易所的公开谴责;(四)上市公司与控股股东或实际控制人的人员、资产、财务分开,机构、业务独立,能够自主经营管理;(五)最近十二个月内不存在违规对外提供担保的行为。

第七条 上市公司的盈利能力具有可持续性,符合下列规定:(一)最近三个会计年度连续盈利。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为计算依据;(二)业务和盈利来源相对稳定,不存在严重依赖于控股股东、实际控制人的情形;(三)现有主营业务或投资方向能够可持续发展,经营模式和投资计划稳健,主要产品或服务的市场前景良好,行业经营环境和市场需求不存在现实或可预见的重大不利变化;(四)高级管理人员和核心技术人员稳定,最近十二个月内未发生重大不利变化;(五)公司重要资产、核心技术或其他重大权益的取得合法,能够持续使用,不存在现实或可预见的重大不利变化;(六)不存在可能严重影响公司持续经营的担保、诉讼、仲裁或其他重大事项;(七)最近二十四个月内曾公开发行证券的,不存在发行当年营业利润比上年下降百分之五十以上的情形。

第八条 上市公司的财务状况良好,符合下列规定:(一)会计基础工作规范,严格遵循国家统一会计制度的规定;(二)最近三年及一期财务报表未被注册会计师出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告;被注册会计师出具带强调事项段的无保留意见审计报告的,所涉及的事项对发行人无重大不利影响或者在发行前重大不利影响已经消除;(三)资产质量良好。不良资产不足以对公司财务状况造成重大不利影响;(四)经营成果真实,现金流量正常。营业收入和成本费用的确认严格遵循国家有关企业会计准则的规定,最近三年资产减值准备计提充分合理,不存在操纵经营业绩的情形;(五)最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十。

第九条 上市公司最近三十六个月内财务会计文件无虚假记载,且不存在下列重大违法行为:(一)违反证券法律、行政法规或规章,受到中国证监会的行政处罚,或者受到刑事处罚;(二)违反工商、税收、土地、环保、海关法律、行政法规或规章,受到行政处罚且情节严重,或者受到刑事处罚;(三)违反国家其他法律、行政法规且情节严重的行为。

第十条 上市公司募集资金的数额和使用应当符合下列规定:(一)募集资金数额不(转下页)

定还适用于增发公司债券和可转换公司债券),还应当符合下列条件:“(员)拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的百分之三十;(圆)控股股东应当在股东大会召开前公开承诺认配股份的数量;(猿)采用证券法规定的代销方式发行。控股股东不履行认配股份的承诺,或者代销期限届满,原股东认购股票的数量未达到拟配售数量百分之七十的,发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。”《上市公司证券发行管理办法》取消了上市公司申请配股时对其业绩的最低要求,只要求连续三个会计年度盈利。

摇摇综观上市公司配股条件(规则)的变化,其整体趋势是内容日趋丰富、条件日臻完善,具体来说,变化主要集中在四个方面:(员)配股业绩条件由松到紧,又由紧到松;(圆)前后两次募集资金时间间隔逐步扩大;(猿)对公司治理方面的要求逐渐增多;(源)配股数量依据的标准不断更改。但无论配股规则如何变化,有一点是可以肯定的,有很大一部分上市公司是无法达到配股标准的,^①配股标准构成了上市公司股权再融资的一道屏障,只有超越它,上市公司才能融得投资所需要的资金。

二、增发规则的演变

在我国,员995年前上市的公司进行股权再融资的方式只有配股一种。自员995年实施增发后,增发一直处于试点阶段,员995员999年的增发被限制在一定范围内(员995年是资产重组后增发,员999年是改革试点),具有一定的政策导向,直到圆000年源月猿日《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》(以下简称《圆000年增发暂行办法》)发布后,增发才慢慢走上规范之路。《圆000年增发暂行办法》第三条规定,申请公募增发的上市公司原则

(接上页)超过项目需要量;(圆)募集资金用途符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理等法律和行政法规的规定;(猿)除金融类企业外,本次募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资,不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司;(源)投资项目实施后,不会与控股股东或实际控制人产生同业竞争或影响公司生产经营的独立性;(缘)建立募集资金专项存储制度,募集资金必须存放于公司董事会决定的专项账户。

第十一条摇摇上市公司存在下列情形之一的,不得公开发行证券:(员)本次发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏;(圆)擅自改变前次公开发行证券募集资金的用途而未作纠正;(猿)上市公司最近十二个月内受到过证券交易所的公开谴责;(源)上市公司及其控股股东或实际控制人最近十二个月内存在未履行向投资者作出的公开承诺的行为;(缘)上市公司或其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规被中国证监会立案调查;(远)严重损害投资者的合法权益和社会公共利益的其他情形。

^①摇摇虽然有一些公司通过盈余管理来达到配股标准,但毕竟还是少数。

上限于以下范围：(员)符合上市公司重大资产重组有关规定的公司；(圆)具有自主开发核心技术能力、在行业中具有竞争优势、未来发展有潜力的公司；(猿)向社会公开发行股份的比例小于总股本 10%或 5%（总股本为源亿股以上时）的公司；(源)既发行境内上市内资股，又发行境内或境外上市外资股的公司。《~~2014~~增发暂行办法》第四条则对上市公司公募增发的条件进行了规定，具体为：(员)上市公司必须与控股股东在人员、资产、财务上分开，保证上市公司的人员独立、资产完整和财务独立。(圆)前一次发行的股份已经募足，募集资金的使用与招股（或配股）说明书所述的用途相符，或变更募集资金用途已履行法定程序，资金使用效果良好，本次发行距前次发行股票的时间间隔不少于《公司法》的相应规定。(猿)公司在最近三年内连续盈利，本次发行完成当年的净资产收益率不低于同期银行存款利率水平，且预测本次发行当年加权计算的净资产收益率不低于配股规定的净资产收益率平均水平，或与增发前基本相当。属于本办法第三条第一项进行重大资产重组的上市公司，重组前的业绩可以模拟计算，重组后一般应运营 12个月以上。(源)公司章程符合《公司法》和《上市公司章程指引》的规定。(缘)股东大会的通知、召开方式、表决方式和决议内容符合《公司法》及有关规定。(远)本次发行募集资金用途符合国家产业政策的规定。(苑)公司申报材料无虚假记载，在最近三年内财务会计资料无虚假记载，属于本办法第三条第一项的公司应保证重组后的财务会计资料无虚假记载。(愿)公司不存在资金、资产被控股股东占用，或有明显损害公司利益的重大关联交易。

随着申请增发的上市公司不断增多，~~2013~~年 猿月 15日，证监会发布了《上市公司新股发行管理办法》，第一次对上市公司新股发行的发行条件、发行程序、信息披露及法律责任等事项进行了统一规定。同时废止了《~~2002~~配股规则》、~~2004~~年《关于上市公司配股工作有关问题的补充通知》、《~~2004~~增发暂行办法》、~~2005~~年《境内上市外资股（H股）公司增资发行 H股暂行办法》。《上市公司新股发行管理办法》第九条规定，上市公司申请发行新股，应当符合以下具体要求：(员)具有完善的法人治理结构，并对其具有实际控制权的法人或其他组织及其他关联企业在人员、资产、财务上分开，保证上市公司的人员、财务独立以及资产完整；(圆)公司章程符合《公司法》和《上市公司章程指引》的规定；(猿)股东大会的通知、召开方式、表决方式和决议内容符合《公司法》及有关规定；(源)本次新股发行募集资金的用途符合国家产业政策的规定；(缘)本次新股发行募集的资金数

额原则上不超过公司股东大会批准的拟投资项目的资金需要数额 ;(远) 不存在资金、资产被具有实际控制权的个人、法人或其他组织及其关联人占用的情形或其他损害公司利益的重大关联交易 ;(苑) 公司有重大购买或出售资产行为的 ,应当符合中国证监会的有关规定 ;(愿) 中国证监会规定的其他要求。同时发布的《~~2006~~新股发行通知》对上市公司申请发行新股的条件作了补充规定。《~~2006~~新股发行通知》第二条规定 ,上市公司申请增发 ,除应当符合《上市公司新股发行管理办法》的规定外 ,还应当符合下列条件之一 : (员) 经注册会计师核验 ,公司最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 ~~10%~~ ,且预测本次发行完成当年加权平均净资产收益率不低于 ~~10%~~ ;设立不满三个会计年度的 ,按设立后的会计年度计算。 (圆) 经注册会计师核验 ,如公司最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均低于 ~~10%~~ ,则应符合以下规定 : ① 公司及主承销商应当充分说明公司具有良好的经营能力和发展前景 ,新股发行时 ,主承销商应向投资者提供分析报告 ;② 公司发行完成当年加权平均净资产收益率应不低于发行前一年的水平 ,并应在招股文件中进行分析论证 ;③ 公司在招股文件中应当认真做好管理层关于公司财务状况和经营成果的讨论与分析。

~~2006~~年 远月 圆日 ,针对当时增发过热的现象 ,证监会发布了《关于进一步规范上市公司增发新股的通知》(以下简称《~~2006~~规范增发新股通知》) ,严格了上市公司增发新股的条件 ,即上市公司申请增发新股 ,除应当符合《上市公司新股发行管理办法》的规定外 ,还应当符合以下条件 : (员) 最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 ~~10%~~ ,且最近一年加权平均净资产收益率不低于 ~~10%~~。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比 ,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。 (圆) 增发新股募集资金量不得超过公司上年度未经审计的净资产值。资产重组比例超过 ~~20%~~ 的上市公司 ,重组后首次申请增发新股可不受此款限制。 (猿) 最近一期财务报表中的资产负债率不低于同行业上市公司的平均水平。 (源) 前次募集资金投资项目的完工进度不低于 ~~70%~~。 (缘) 增发新股的股份数量超过公司股份总数 ~~10%~~ 的 ,其增发提案还须获得出席股东大会的流通股(社会公众股)股东所持表决权的半数以上通过。股份总数以董事会增发提案的决议公告日的股份总数为计算依据。 (远) 最近一年内公司治理结构不存在重大缺陷(如资金、资产被具有实际控制权的个人、法人或其他组织及其关联人占用 ,原料采购或产品销售的关联交易额占同类交易额的 ~~5%~~ 以上等) ,信息披露未违反有关规定。 (苑) 披露的

最近一期会计报表不存在会计政策不稳健(如资产减值准备计提比例过低等)、或有负债数额过大、潜在不良资产比例过高等情况。(愿)最近两年内公司不存在擅自改变募集资金用途的情况。(怨)中国证监会规定的其他条件。

2014年 苑月 愿日,证监会又发布了《关于上市公司增发新股有关条件的通知》(以下简称《2014增发新股通知》),在《2014规范增发新股通知》的基础上,对上市公司增发新股的有关条件作了补充规定,同时废止了《2014新股发行通知》的第二条。相对于《2014规范增发新股通知》,《2014增发新股通知》对申请增发新股的上市公司的公司治理提出了更明确的要求,即:(员)第六条要求,上市公司及其附属公司最近 12个月内不存在资金、资产被实际控制上市公司的个人、法人或其他组织(以下简称“实际控制人”)及关联人占用的情况。(圆)第七条要求,上市公司及其董事在最近 12个月内未受到中国证监会公开批评或者证券交易所公开谴责。(猿)第九条规定,上市公司及其附属公司违规为其实际控制人及关联人提供担保的,整改已满 12个月。(源)第十条要求,符合《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》(证监公司字[2014]156号)规定的重大资产重组的上市公司,重组完成后首次申请增发新股的,其最近三个会计年度加权平均净资产收益率不低于 15%,且最近一个会计年度加权平均净资产收益率不低于 15%,加权平均净资产收益率按照本通知第一条的有关规定计算;其增发新股募集资金量可不受本通知第二节的限制。

证监会 2014年 缘月 愿日发布的《上市公司证券发行管理办法》第十三条规定:“上市公司向不特定对象公开募集股份(即增发),除符合本章第一节规定^①外,还应当符合下列规定:(员)最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。(圆)除金融类企业外,最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。(猿)发行价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。”对申请增发的上市公司业绩的要求又从最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 15%,降回到 15%。

^① 见猿项注释①。

从上述增发规则的演变可以看出,与配股条件相似,上市公司增发的条件同样经历了多次变化,但总体趋势是日趋成熟和完善。增发与配股条件的相对难易程度,决定了上市公司对两种股权再融资方式的选择。1999年《上市公司新股发行管理办法》和《2001年新股发行通知》颁布后,增发的条件比配股更宽松,公告增发预案的企业迅速增多,但《2004年规范增发新股通知》和《2006年增发新股通知》颁布之后,增发的条件变得更加严格,选择增发的上市公司明显减少。

此外,《上市公司证券发行管理办法》还专门对上市公司非公开发行股票进行了规范。《上市公司证券发行管理办法》第三十六条将非公开发行股票定义为,上市公司采用非公开方式向特定对象发行股票的行为。第三十八条规定:“上市公司非公开发行股票,应当符合下列规定:(员)发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十;(员)本次发行的股份自发行结束之日起,十二个月内不得转让;控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份,三十六个月内不得转让;(猿)募集资金使用符合本办法第十条^①的规定;(源)本次发行将导致上市公司控制权发生变化的,还应当符合中国证监会的其他规定。”第三十九条规定:“上市公司存在下列情形之一的,不得非公开发行股票:(员)本次发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏;(圆)上市公司的权益被控股股东或实际控制人严重损害且尚未消除;(猿)上市公司及其附属公司违规对外提供担保且尚未解除;(源)现任董事、高级管理人员最近三十六个月内受到过中国证监会的行政处罚,或者最近十二个月内受到过证券交易所公开谴责;(缘)上市公司或其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查;(远)最近一年及一期财务报表被注册会计师出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告,保留意见、否定意见或无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者本次发行涉及重大重组的除外;(苑)严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。”

^① 《上市公司证券发行管理办法》第十条规定:“上市公司募集资金的数额和使用应当符合下列规定:(员)募集资金数额不超过项目需要量。(圆)募集资金用途符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理等法律和行政法规的规定。(猿)除金融类企业外,本次募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资,不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。(源)投资项目实施后,不会与控股股东或实际控制人产生同业竞争或影响公司生产经营的独立性。(缘)建立募集资金专项存储制度,募集资金必须存放于公司董事会决定的专项账户。”

无论配股与增发的规则如何演变,我们看到,上市公司要进行股权再融资都需要达到一定的标准,这一标准也就限制了上市公司投资资金中源自权益融资的份额,使得一些达不到配股或增发标准的上市公司不得不继续依赖于负债来筹得投资所需要的资金,同时也就决定了上市公司的融资结构。

第三节 我国上市公司负债融资环境

沿用本章第一节的数据,我们对 1994 年度粤股上市公司负债融资结构进行了统计,结果如表 3-1 所示。在上市公司的负债融资中,短期负债占了大部分,达到 68.8%。短期负债中商业信用占了一半以上,商业信用包括应付票据、应付账款和预收账款,这些都是上市公司可以无偿使用的资金,其次是短期借款,占负债融资总额的 18.4%。长期负债中主要是长期借款,企业债券由于受到国家政策的限制,只占到上市公司债权融资总额的 12.8%。总体来说,上市公司的债务资金主要源于两个方面,一是各种银行信贷(长短期借款占负债融资总额的 31.2%),二是商业信用。下面我们将从银企关系、商业信用环境、企业债券发行规则三个方面对上市公司负债融资环境进行描述。

表 3-1 1994 年粤股上市公司负债融资结构

融资来源	金额(亿元)	比重(%)
短期负债	152.1	68.8
短期借款	33.5	18.4
商业信用	118.6	53.5
其中:应付票据	10.2	4.6
应付账款	33.4	15.1
预收账款	75.0	33.8
其他	10.0	4.5
长期负债	67.9	30.8
长期借款	67.9	30.8
应付债券	0.0	0.0
其他	0.0	0.0
合计	219.0	100.0

一、银企关系

在 1985 年以前,我国实行苏联式的单一银行体制。中国人民银行除作为中央银行负责货币发行的控制外,还经办几乎所有的商业银行业务。从 1985 年开始,中国人民银行开始把它的商业性业务分离出来,设立专业银行办理,人民银行逐渐向专门的中央银行转变。到 20 世纪 90 年代中期,工商银行、农业银行、中国银行和建设银行四大国有商业银行先后成立(或恢复成立)。交通银行和中信银行两家全国性的银行也在 1987 年组建。1995 年开始的金融体制改革进一步促进了商业银行的迅速成长,一批股份制银行也很快发展了起来。不过,新旧体制转轨是逐步完成的,直至目前,国有银行也尚未建成规范化的公司制企业。国有银行的产权改革滞后,还不是完全独立的法人主体,这使得银行与企业的关系还维持着国家所有、行政管理的格局,银行还无法以金融企业的身份与工商企业建立相互选择、平等互利的关系,银行与企业的经营活动在相当程度上还在政府的直接控制之中。由于银行与企业产权的同质性,银行与企业之间债权人和债务人的区别变得较模糊,相互间的金融交易不能完全市场化,企业大量拖欠银行贷款或者低成本占用,银行难以形成对企业的有效约束。

应该说,随着企业和银行改革的进一步深化,企业与银行的产权结构将会逐渐多元化,银企产权同质性程度会减弱,这样银行对企业的约束也就能够逐渐加强。但是,企业改革与银行改革并非一日之功,在经济转轨过程中,传统的银企关系也在慢慢发生变化。首先,上市公司中国有股的比重在逐渐下降,国有股占总股本的比重在 1994 年为 59.1%,1995 年为 58.1%,1996 年为 57.1%。但是,由于我国上市公司多由国有企业改制而来,未上市流通的国有股比重仍高达 50% 以上,有些上市公司甚至接近 70%。截至 1996 年底,在 1000 家上市公司中,超过 500 的上市公司(500 家)的国有股比重大于或等于 50%。上市公司的这种产权特征说明他们还未完全摆脱国有企业的性质,这也使得上市公司与银行间的关系往往还延续着以往的银企关系。其次,企业对国有银行的依赖程度依然很大。表 3-1 列示了近十年来境内股票筹资和银行贷款的增加额以及国有银行贷款占总贷款的比例。我们看到,虽然国有银行贷款增加额占总贷款增加额的比例在 1995、1996 年大幅下降,但仍达到 50% 以上。

表 10-10 国有银行贷款占总贷款的比例

年份	境内筹资额 (亿元)	银行贷款 增加额 (亿元)	国有银行 贷款增加额 (亿元)	境内筹资占 银行贷款 增加额 的比例(豫)	境内筹资占 国有银行贷款 增加额的比例(豫)	国有银行贷款 增加额占银行 贷款增加额 的比例(豫)
1992	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1993	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1994	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1995	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1996	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1997	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1998	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1999	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2000	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2001	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2002	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注 境内筹资额由粤股筹资额和粤月股配股筹资额构成。

数据来源:中国证券期货统计年鉴(2003),第 100 页。

由于一方面上市公司中国有股的比重依然较高,另一方面国有银行在上市公司融资中仍旧扮演着较重要的角色,所以,大部分上市公司与银行之间是一种非常密切的关系,而且还延续着银行对企业的软约束,银行并没有成为真正的债权人。这主要表现在以下四个方面^①:贷款发放、利率制度、事后监控、破产机制。

银行贷款发放的独立性仍然不足,政府对银行的贷款活动干涉过多。在 20 世纪 90 年代中期以前,国有商业银行的贷款决策受中央政府的宏观经济发展政策以及地方政府游说和干预的影响较大,并非由上市公司信用状况和项目的投资回报所决定。并且,政府主导的投资项目(包括政府直接投资或通过国有企业投资)的投资失误和效益不佳形成了大量的不良贷款,大约占不良贷款总额的 1/3。尽管在 90 年代中期以后,国有商业银行在信贷管理方面开始了一系列改革,但目前贷款发放上仍然受到方方面面不同程度的干预。

国家对借款人的监控十分薄弱。国有银行同债务人签订的信贷合同中很少包含对借款人进行审计、允许银行参与借款人战略决策的条款;在有

^① 参见上海证券交易所:《中国公司治理报告(2003)》,复旦大学出版社 2003 年版,第 100 页。

关借款人资产重组、所有权变更、战略调整等方面,债权银行只有知情权,而没有协商和批准的权利,而且即使是知情权也很难得到真正的落实;债权银行关心的主要是贷款本息的及时偿还,一般并不要求债务人严格遵守关键的财务指标。

银行在公司董事会、监事会中缺乏代表。尽管银行是企业的主要债权人,上市公司通常却并不邀请银行的代表出席年度股东大会;在上市公司董事会和监事会中缺乏银行的代表,在董事会作出重大决策时一般都没有银行代表的列席。根据上海证券交易所研究中心的问卷调查(1999),来自银行(包括存在债权关系和股权关系的银行)的董事人数只有 10%左右,而且呈现波动下降趋势(见表 3-1)。

表 3-1 样本公司董事会成员来源

	上市时	1999	2000	2001	2002
股东单位派遣的董事人数	10%	10%	10%	10%	10%
来自第一大股东的董事人数	10%	10%	10%	10%	10%
来自第二大股东的董事人数	10%	10%	10%	10%	10%
来自第三大股东的董事人数	10%	10%	10%	10%	10%
政府部分派遣的董事人数	10%	10%	10%	10%	10%
来自银行的董事人数	10%	10%	10%	10%	10%
来自非银行金融机构的董事人数	10%	10%	10%	10%	10%
来自关联单位的董事人数	10%	10%	10%	10%	10%
来自非关联单位的董事人数	10%	10%	10%	10%	10%
来自行业主管部门	10%	10%	10%	10%	10%

资料来源:上海证券交易所研究中心问卷调查,1999年,转引自上海证券交易所,《中国公司治理报告(1999)》,复旦大学出版社 2000年版,第 100页。

当债务人违约时债权人利益得不到有效保护。当国有企业贷款到期不能还本付息,债权银行提起诉讼时,地方政府往往出于安定团结的考虑,要求法院不予受理;即使法院作出有利于债权银行的判决,也得不到有力的执行。特别是在许多国有企业破产案中,政府剥夺了银行作为贷款抵押品的土地使用权,优先安置员工和发放养老金,银行的债权人利益得不到保障。

银行,尤其是国有商业银行的软约束也使得企业逃废银行贷款的情况

十分严重。据调查统计^①,截至 1995 年末,在工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行开户的改制企业为 100 万户,涉及贷款本息 1000 亿元。经过金融债权管理机构认定的逃废债企业 100 万户,占改制企业 100 万户。逃废银行贷款本息 1000 亿元,占改制企业贷款本息 1000 亿元。在逃废债的企业中,国有企业 100 万户,占逃废债企业总数的 100%。逃废金融机构的贷款本息 1000 亿元,占逃废债总额的 100%;非国有企业 100 万户,占逃废债企业的 100%。逃废金融机构贷款本息 1000 亿元,占逃废债企业贷款本息的 100%。利用改制方式逃废债的国有企业中,中小国有企业占 100% 以上。企业逃废银行债务不仅造成商业银行不良贷款比例升高,增大了银行的运营风险,影响到金融资源的配置效率,而且使我国长期以来面临的信用不足及由此导致的经济秩序失范问题更加突出,直接对国民经济的健康发展构成威胁。

二、商业信用环境

商业信用在我国传统计划经济体制下曾受到禁止,但随着企业经营规模的扩大和企业经营方式的多样化,商业信用自然而然地产生了,并成为我国企业短期负债融资的重要组成部分,如表 10-1 所示,1995 年商业信用融资占 粤股上市公司负债融资的 100%,占短期负债融资的 100%。

商业信用的主要载体——商业票据也得到了普遍的推广,自 1995 年中国人民银行批准部分企业签发商业承兑票据后,经过几年的探索,国家决定从 1995 年起在全国经营票据的承兑和贴现业务,中国人民银行也开始全面推行了以汇票、本票、支票为主体的结算制度,允许票据在经济主体之间使用和流通。随着票据的广泛使用,中国人民银行及一些地方人民政府先后颁布了若干调整票据关系的法律法规。1995 年 12 月上海市人民政府发布了《上海市票据暂行规定》;1995 年 10 月中国人民银行颁布了《银行结算办法》;1995 年 12 月中国人民银行发布了《商业汇票办法》。1996 年 1 月 1 日中华人民共和国第一部《票据法》开始实施。1996 年中国人民银行又先后发布了《票据管理实施办法》与《支付结算办法》。商业信用的法律环境日趋完善,票据的实际交易量也大幅攀升,不过,相对于同期金融机构贷款余额,我国企业商业汇票的发生额还相对偏低(见表 10-2)。

^① 参见《中国金融年鉴(1996)》,专题与调研篇《关于企业逃废金融债务有关情况的报告》,第 100 页。

表 10-1 1995—2000年我国企业商业汇票发生额与金融机构贷款余额

单位:亿元

年份	1995	1996	1997	1998	1999
商业汇票发生额	1292.0	1755.2	2230.2	2799.9	3486.9
金融机构贷款余额	4503.8	5382.8	6288.5	7296.4	8386.7

数据来源:胡维熊,《利率理论与政策》,上海财经大学出版社1999年版,第170页;《中国金融年鉴(1996)》,第282页;《中国金融年鉴(1997)》,第282页。

但与此同时,我们也看到我国缺乏完善的商业信用体系,商业信用环境仍较恶劣。票据市场很不规范,大部分的商业信用还是以挂账方式提供,没有法律约束。另外,也没有专门的机构对票据流通和转让进行管理,压单压票现象严重,每年因信用问题造成的损失相当巨大。商务部中国外经贸企业协会信用评估部和北京国商国际资信评估公司于1999年10月共同完成的一份调查报告《中国外贸企业信用体系白皮书》显示,我国每年因信用缺失造成企业直接和间接损失高达3000亿元,相当于全国财政收入的30%,受此影响,利润减少约两个百分点。其中逃废债1500亿元,因三角债和现款交易增加财务费用3000亿元。而且,我国目前的商业信用环境还存在相应的社会信用体系尚未建立、相关法律法规缺乏、政府的有关管理措施相对滞后、企业自身信用管理水平较差等诸多问题,这些都为一些信用不佳的企业提供了可乘之机,使得逾期应收账款居高不下。据统计^①在发达市场经济中,企业间的逾期应收账款发生额约占贸易总额的10%—15%,而在我国,这一比率高达20%以上,且呈逐年增长势头。涉及信用的经济纠纷、债权债务案件以及各种诈骗案件也大量增加。1999年全国法院受理的经济纠纷和债权债务民事纠纷案件为185万件,约占法院全部受理案件的20%。《中国外贸企业信用体系白皮书》的调查也同样证明了我国企业间拖欠款项的严重程度,有42%的被调查者认为,我国企业信用方面存在的主要问题是“拖欠货款、贷款、税款”。

此外,我国企业的商业信用结构不合理,商业票据,尤其是商业汇票的使用频率偏低。如表10-2所示,商业信用中应付票据只占5%,企业间大量的往来款仍然不通过商业汇票进行结算。虽然中国人民银行多次发文鼓励商业票据的使用,财政部也早在1993年制定的《国营工业企业会计制度》中对企业如何使用商业承兑汇票作出了明确规定,但到目前为止,商

^① 参见王文:《我们离“征信国家”有多远》,《经济日报》1999年12月20日。

业票据,尤其是商业承兑汇票的使用在我国仍非常有限。据粗略计算,1983年我国商业票据的结算量约相当于企业存款余额的1/10,而美国在1940年代中期,其商业票据年结算量就已经达到企业活期存款余额的1/10倍。^①商业汇票作为商业票据中主要的信用工具,在我国只在煤炭、电力、冶金、铁道、化工等五大行业和少数国有大中型企业中才有使用。如表1-1所示,1987年,我国商业汇票年度发生额为1500亿元,仅相当于当年末全部金融机构贷款余额的1/10。

三、企业债券相关规则

我国企业可发行的企业债券有两种,一是普通公司债,二是可转换公司债券。在我国,企业债券在公司融资中占的份额很小。这与相关法律法规的限制以及我国债券市场发展不完善有着密不可分的关系。下面分别对普通公司债与可转换公司债券的发行条件与发行现状予以描述。

(一) 普通公司债发行条件

我国企业债券市场始于1985年,当时沈阳数十家国有企业因资金缺乏自发发行债券融通资金,随后各地企业纷纷效仿,企业债券开始发展。1987年11月,为防止企业债券出现失控状况,国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》,首次对企业债券的发行进行了规范。为了整顿1988年的“集资热”、“债券热”,1988年11月10日,国务院颁布了修订后的《企业债券管理条例》,该条例第十条规定:“国家计划委员会会同中国人民银行、财政部、国务院证券委员会拟订全国企业债券发行的年度规模和规模内的各项指标,报国务院批准后,下达各省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府和国务院有关部门执行。未经国务院同意,任何地方、部门不得擅自突破企业债券发行的年度规模,并不得擅自调整年度规模内的各项指标。”第十一条规定:“企业发行企业债券必须按照本条例的规定进行审批,未经批准的,不得擅自发行和变相发行企业债券。中央企业发行企业债券,由中国人民银行会同国家计划委员会审批,地方企业发行企业债券,由中国人民银行省、自治区、直辖市、计划单列市分行会同同级计划主管部门审批。”该

^① 参见王文:《我们离“征信国家”有多远》,《经济日报》1988年12月10日。

条款明确规定了企业债发行的审批权在中国人民银行和国家计委。^①

《企业债券管理条例》还对普通公司债的发行条件、发行规模、发行利率及募集资金的使用范围作出了明确规定。条例第十二条规定：“企业发行企业债券必须符合下列条件：（员）企业规模达到国家规定的要求；（圆）企业财务会计制度符合国家规定；（猿）具有偿债能力；（源）企业经济效益良好，发行企业债券前连续三年盈利；（缘）所筹资金用途符合国家产业政策。”第十六条规定：“企业发行企业债券的总面额不得大于该企业的自有资产净值。”第十八条规定：“企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的百分之四十”。第二十条规定：“企业发行企业债券所筹资金应当按照审批机关批准的用途，用于本企业的生产经营。不得用于房地产买卖、股票买卖和期货交易等与本企业生产经营无关的风险性投资。”另外，还禁止银行使用储蓄存款购买企业债券。

此外，1995年7月1日第九届全国人民代表大会常务委员会第十三次会议《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》第一次修正的《公司法》也提及公司债券的发行问题。《公司法》第一百五十九条规定：“股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司，为了筹集生产经营资金，可以依照本法发行公司债券。”即对于有限责任公司而言，只有国有企业才能发行企业债券。第一百六十一条对发行公司债券的条件作了具体规定：“（员）股份有限公司的净资产额不低于人民币一亿元，有限责任公司的净资产额不低于人民币五千元；（圆）累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十；（猿）最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；（源）筹集的资金投向符合国家产业政策；（缘）债券的利率不得超过国务院限定的利率水平；（远）国务院规定的其他条件。并且发行公司债券筹集的资金，必须用于审批机关批准的用途，不得用于弥补亏损和非生产性支出。”第一百六十二条则指出：“凡有下列情形之一的，不得再次发行公司债券：（员）前一次发行的公司债券尚未募足的；（圆）对已发行的公司债券或者其债务有违约或者延迟支付本息的事实，且仍处于继续状态的。”

1995年7月1日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会

^① 事实上，从1985年起，中国人民银行将发行审批的主要权力移交国家发展计划委员会（原国家计委），由它从国家产业政策、项目可行性、企业财务状况、债券发行条款、评级担保等方面进行全面审查，决定企业能否发债，只在确定发行利率时才征求中国人民银行的审批意见。1995年以来每年只有少数大型企业被特批发债。

议修订通过的《证券法》和《公司法》适当放宽了公司债券的发行条件,不再将公司债券的发行限定在股份有限公司和国有有限责任公司中,但仍对公开发行债券公司的净资产额、可分配利润、累计债券总额等作出具体限制。并且要求“违反《证券法》规定,改变公开发行公司债券所募资金用途的公司也不得再次公开发行公司债券”。

(二) 可转换公司债券发行条件

1995年 猿月 缘日国务院证券委员会发布了《可转换公司债券管理暂行办法》,对上市公司发行可转换公司债券进行了规范。办法第二条明确了可转换债券的发行人 of 中华人民共和国境内符合本办法规定的上市公司和重点国有企业。第九、第十条则对可转换债券发行人的条件作出了具体规定,第九条规定:“上市公司发行可转换公司债券,应当符合下列条件:(员)最近三年连续盈利,且最近三年净资产利润率平均在 猿豫以上;属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但是不得低于 苑豫。(圆)可转换公司债券发行后,资产负债率不高于 苑园豫。(猿)累计债券余额不超过公司净资产额的 源园豫。(源)募集资金的投向符合国家产业政策。(缘)可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平。(远)可转换公司债券的发行额不少于人民币 员亿元。(苑)国务院证券委员会规定的其他条件。”第十条规定:“重点国有企业发行可转换公司债券,除应当符合本办法第九条第(猿)、(源)、(缘)、(远)、(苑)项条件外,还应当符合下列条件:(员)最近三年连续盈利,且最近三年的财务报告已经具有从事证券业务资格的会计师事务所审计;(圆)有明确、可行的企业改制和上市计划;(猿)有可靠的偿债能力;(源)有具有代为清偿债务能力的保证人的担保。”第十五条还列示了不得发行可转换公司债券的几种情形:“(员)前一次发行的债券尚未募足的;(圆)对已发行的债券有延迟支付本息的事实,且仍处于继续延期支付状态的。”

2006年 源月 24日证监会发布的《上市公司发行可转换公司债券实施办法》除了要求发行可转换债券的上市公司符合上述《可转换公司债券管理暂行办法》中规定的发行条件外,还要求担任主承销商的证券公司重点核查发行人的以下事项,并在推荐函和核查意见中予以说明:(员)在最近三年特别在最近一年是否以现金分红,现金分红占公司可分配利润的比例,以及公司董事会对红利分配情况的解释。(圆)发行人最近三年平均可分配利润是否足以支付可转换公司债券一年的利息。(猿)是否有足够的

现金偿还到期债务的计划安排。(源) 主营业务是否突出,是否在所处行业中具有竞争优势,表现出较强的成长性,并在可预见的将来有明确的业务发展目标。(缘) 募集资金投向是否具有较好的预期投资回报。前次募集资金的使用是否与原募集计划一致。如果改变前次募集资金用途的,其变更是否符合有关法律、法规的规定。是否投资于商业银行、证券公司等金融机构(金融类上市公司除外)。(远) 发行人法人治理结构是否健全。近三年运作是否规范,公司章程及其修改是否符合《公司法》和中国证监会的有关规定,近三年股东大会、董事会、监事会会议及重大决策是否存在重大不规范行为,发行人管理层最近三年是否稳定。(苑) 发行人是否独立运营。在业务、资产、人员、财务及机构等方面是否独立,是否具有面向市场的自主经营能力,属于生产经营类企业的,是否具有独立的生产、供应、销售系统。(愿) 是否存在发行人资产被有实际控制权的个人、法人或其他关联方占用的情况,是否存在其他损害公司利益的重大关联交易。(怨) 发行人最近一年内是否有重大资产重组、重大增减资本的行为,是否符合中国证监会的有关规定。(员) 发行人近三年信息披露是否符合有关规定,是否存在因虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏而受到处罚的情形。(员) 中国证监会规定的其他内容。其第六条还规定:“发行人有下列情形之一的,中国证监会不予核准其发行申请:(员) 最近三年内存在重大违法违规行为的;(圆) 最近一次募集资金被擅自改变用途而未按规定加以纠正的;(猿) 信息披露存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的;(源) 公司运作不规范并产生严重后果的;(缘) 成长性差,存在重大风险隐患的;(远) 中国证监会认定的其他严重损害投资者利益的情形。”

2015年10月15日,证监会又发布了《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》,进一步明确了上市公司发行可转换公司债券的条件。上市公司发行可转换公司债券,除应当符合《可转换公司债券管理暂行办法》第九条规定的条件外,还应当符合以下要求:(员) 经注册会计师核,公司最近三个会计年度加权平均净资产利润率平均在15%以上;属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但是不得低于12%。① 经注册会计师核,公司扣除非经常性损益后,最近三个会计年度的净资产利润率平均值原则上不得低于12%。公司最近三个会计年度净资产利润率平均低于12%的,公司应当具有良好的现金流量。② 最近三年内发生过重大重组的公司,以重组后的业务以前年度经审计的盈利情况计算净资产利润率。③ 上市不满三年的公司,以最近三个会计年度平均的净资产利润率

与股份公司设立后会计年度平均的净资产利润率相比较低的数据为准。(圆)上市公司发行可转换公司债券前,累计债券余额不得超过公司净资产额的 100%;本次可转换公司债券发行后,累计债券余额不得高于公司净资产额的 100%。公司的净资产额以发行前一年经审计的年报数据为准。此外,还要求:“按照能源、原材料、基础设施类公司的标准计算净资产利润率的公司,必须同时符合下列条件:①公司实际从事的主营业务属于能源、原材料、基础设施类业务;②来自能源、原材料、基础设施类业务的业务收入占公司主营业务收入的 50%以上;③用于能源、原材料、基础设施类业务的资产占公司资产总额的 50%以上。公司使用合并会计报表的,第②、③项所指的指标以发行前一年经审计的合并会计报表的数据为准。”

2015年发布的《上市公司证券发行管理办法》对上市公司发行可转换公司债券的条件作了修订,其第十四条规定:“公开发行可转换公司债券的公司,除应当符合本章第一节规定^①外,还应当符合下列规定:(员)最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。(圆)本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十。(猿)最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息。”《上市公司证券发行管理办法》第二十七条还指出,上市公司可以公开发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券(简称“分离交易的可转换公司债券”)。发行分离交易的可转换公司债券,还应当符合下列规定:(员)公司最近一期未经审计的净资产不低于人民币十五亿元;(圆)最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息;(猿)最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额平均不少于公司债券一年的利息;(源)本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十,预计所附认股权全部行权后募集的资金总量不超过拟发行公司债券金额。

可见,我国对上市公司可转换公司债券的发行同样有着严格的规定,发行可转换公司债券的上市公司必须在组织机构、盈利能力、财务状况、违规记录、募集资金的规模和使用等方面符合一定的要求。

总之,我国企业债券的发行条件、利率确定及投资方向都带有浓厚的计划经济色彩。一是明显向国有企业倾斜;二是将企业债管理置于国家计

① 见猿员注释①。

委管理之下,其管理思路是把企业债当做固定资产投资的资金缺口,而非从企业融资和资本市场金融品种的角度来管理,因此,企业债券市场的规模一直很小,企业债券也没能像西方企业一样成为企业融资的主要来源。

(三) 我国企业债券发行现状

截至 2004 年底(2004—2005 年),我国共发行企业债券 1080.9 亿元(见表 3-2),只有同期股票筹资额的 1/3 左右。2003 年后,我国企业债券发行规模逐步萎缩,尤其 2003—2005 年,企业债券每年发行额都不到 200 亿元,四年中共发行 1080.9 亿元企业债,其中 100 只普通公司债,占 100.9 亿元。

表 3-2 2004—2005 年我国企业债券发行额与股票筹资额 单位:亿元

年份	企业债券发行额 ^释	股票筹资额 ^注
2004	1080.9	—
2005	100.9	100.9
2006	100.9	100.9
2007	100.9	100.9
2008	100.9	100.9
2009	100.9	100.9
2010	100.9	100.9
2011	100.9	100.9
2012	100.9	100.9
2013	100.9	100.9
2014	100.9	100.9
2015	100.9	100.9
2016	100.9	100.9
2017	100.9	100.9
2018	100.9	100.9
2019	100.9	100.9
2020	100.9	100.9
合计	1080.9	100.9

摇摇数据来源:《中国证券期货统计年鉴(2005)》。

释企业债券包括中央企业债券、地方企业债券、短期融资券、内部债券、住宅建设债券及地方投资公司债券。

注股票筹资额包括粤、沪、深、港首次发行筹资额及粤、沪、深、港配股筹资额。

转换债券,占 缘豫豫豫。相对我国的股票市场以及发达国家的企业债规模,我国企业债市场规模较小、发展也比较缓慢。主要表现在以下几方面(见表 猿猿猿)第一,占 鄞鄞鄞鄞比重小。虽然我国企业债余额在 圆园世纪 怨园年代以来有所增长,但是其占 鄞鄞鄞鄞的比重在经历了 怨园年代初的一定幅度提升之后,一直徘徊在 员豫的水平,圆园园园年底只占 员豫豫豫。而公司债市场发达的美国,怨园年代初期该比例就高达 圆豫豫豫,之后稳步增长,圆园园园年底达到 猿豫豫豫。第二,占股票总市值的比重小。在股票市场发展初期,企业债余额曾超过股票市场市值,但是随着我国股票市场的迅猛发展,企业债市场明显落后,到 圆园园园年底,企业债余额只占股票总市值的 圆豫豫豫,远远低于美国 圆豫豫豫的水平。第三,占债券市场的比重小。在美国,公司债余额基本保持在整个债券市场的 圆豫豫豫的份额;但在我国,不仅债券市场不发达,企业债市场相对国债和金融债的发展更加缓慢,员怨缘年以来企业债份额不断下降,到 圆园园园年底只占全部债券余额的 源豫豫豫。

表 猿猿猿 中国企业债市场规模与美国比较表

年份	中 国			美 国				
	企业债 余额 (亿元)	占 鄞鄞鄞鄞 比例	占股票 市值 比例	占债券 余额 比例	公司 债余额 (亿元)	占 鄞鄞鄞鄞 比例	占股票 市值 比例	占债券 余额 比例
员怨园园	员缘	员豫豫豫	员豫豫豫	员豫豫豫	员缘	圆豫豫豫	源豫豫豫	圆豫豫豫
员怨园员	猿员	员豫豫豫	猿豫豫豫	圆豫豫豫	员缘	圆豫豫豫	猿豫豫豫	员豫豫豫
员怨园圆	愿园	猿豫豫豫	苑豫豫豫	猿豫豫豫	员缘	圆豫豫豫	猿豫豫豫	员豫豫豫
员怨园猿	愿园	圆豫豫豫	圆豫豫豫	猿豫豫豫	员缘	圆豫豫豫	猿豫豫豫	员豫豫豫
员怨园源	远园	员豫豫豫	员豫豫豫	圆豫豫豫	员缘	圆豫豫豫	猿豫豫豫	员豫豫豫
员怨园缘	远园	员豫豫豫	员豫豫豫	员豫豫豫	员缘	圆豫豫豫	圆豫豫豫	员豫豫豫
员怨园远	缘愿	圆豫豫豫	远豫豫豫	愿豫豫豫	圆缘	圆豫豫豫	圆豫豫豫	员豫豫豫
员怨园苑	缘员	圆豫豫豫	圆豫豫豫	缘豫豫豫	圆缘	圆豫豫豫	圆豫豫豫	圆豫豫豫
员怨园愿	远苑	圆豫豫豫	猿豫豫豫	源豫豫豫	圆缘	猿豫豫豫	圆豫豫豫	圆豫豫豫
员怨园怨	苑怨	圆豫豫豫	圆豫豫豫	源豫豫豫	猿缘	猿豫豫豫	员豫豫豫	圆豫豫豫
圆园园园	愿园	圆豫豫豫	员豫豫豫	源豫豫豫	猿缘	猿豫豫豫	圆豫豫豫	圆豫豫豫
圆园园员	员员怨	员豫豫豫	圆豫豫豫	源豫豫豫	猿缘	猿豫豫豫	圆豫豫豫	圆豫豫豫

摇摇数据来源:《中国证券期货统计年鉴 圆园园圆》(不包括金融债),载 员月 缘日 圆园园圆 年第 圆期,中国社会科学出版社;王莹,《银行体系失效与公司债券市场发展:理论、实践与政策建议》,深圳证券交易所综合研究所深证综研字第 圆园园圆 号,圆园园圆 年 苑月 怨日,第 猿页。

第四节 我国上市公司投资决策机制

根据《公司法》的相关规定,“决定公司的经营计划和投资方案”是董事会的职权,“决定公司经营方针和投资计划”是股东大会的职权。一般地,相对于股东大会,董事会的职权更加具体。理论上讲,股东大会是公司的最高权力机构,所以股份公司的重大投资由股东大会最终决定。然而在实践中,我国上市公司股东大会权力弱化和形式化的情况严重,股东大会在投资决策中往往只是扮演“傀儡”的角色,很少有董事会的重大投资提案被股东大会否决的情况。由于多数上市公司的流通股占据了绝对控股地位,在很多上市公司中股东大会受到了大股东的操纵,很多小股东选择放弃参加股东大会,甚至存在只有一名股东参加的股东大会。^①在大股东的绝对控制下,董事会与股东大会的效果是完全等价的,董事会完全按照大股东的意愿进行各项经营决策,股东大会蜕变为为大股东履行法律手续的“橡皮图章”。

表 3-1 和表 3-2 分别列示了 1995 年 1 月 1 日以前公布年报的 100 家深沪粤股上市公司 1995 年底总体股权结构以及总体董事席位构成情况。从中我们可以看出,国家机关和国有企业以 100% 的股权比率占有 100% 的董事席位,而粤股股东以 100% 的股权比率却只占有 100% 的董事席位。上海证券交易所研究中心 1995 年问卷调查的结果也显示(见表 3-3),来自第一大股东的董事人数占董事会成员总数的一半以上。可见,非流通股东不仅控制了股东大会,而且通过其在董事会的席位控制了董事会,董事会的决策也将体现大股东的意志。而且在实践中,国有企业改制的上市公司的董事主要来源于原国有企业的领导班子,而不是通过公开招聘。在这种机制下,很多董事对自身职责的认识也存在偏差,上海证券交易所的调查甚至显示:有 100% 的董事认为当利益发生冲突时,应该优先考虑董事所代表的股东利益,而不是公司利益;有 100% 的董事认为董事在实际工作中应该对所派遣的股东单位负责。^②

① 参见夏冬林:《中国上市公司股东大会功能分析》,《会计研究》1999(10)。

② 参见上海证券交易所:《中国公司治理报告(1995)》,复旦大学出版社 1996 年版,第 100 页。

表 1 2005 年上市公司总体股权结构

股权性质	股权比例
国家股及国有法人股	33.9%
社会法人股(含外资法人股)	19.1%
人民币普通股	33.2%
内部职工股	1.2%
境内上市外资股	1.2%
境外上市外资股	1.2%
其他股权	1.2%

资料来源:王中杰,《2005 年上市公司董事会治理蓝皮书》,中国经济出版社 2005 年版,第 10 页。

表 2 2005 年上市公司总体董事席位构成

席位类别	所占比例
国家股及国有法人股	33.9%
社会法人股(含外资法人股)	19.1%
人民币普通股	33.2%
内部职工股	1.2%
境内上市外资股	1.2%
境外上市外资股	1.2%
外部董事	1.2%

资料来源:王中杰,《2005 年上市公司董事会治理蓝皮书》,中国经济出版社 2005 年版,第 10 页。

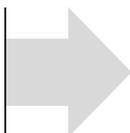
在上述公司治理背景下,企业投资决策实际上是由企业董事会作出的,而且投资决策将体现控股股东的利益,而控股股东拥有的大部分是不能上市流通的国有股或法人股。因此,也就形成了我国上市公司的独特风景线,政府或母公司党委通过行政命令干预企业投资或大股东通过关联交易掏空上市公司。所以,为了进一步优化企业的投资行为、完善企业投资决策机制,迫切需要解决的是我国上市公司的治理机制问题。

在英美等国家,为了使董事会能够健康有效地运作、应对日益复杂的市场环境,上市公司往往在董事会下设若干专门委员会。常设的委员会一般有:审计委员会、提名委员会、薪酬委员会、公司治理委员会、战略委员会和行政委员会等。而根据上海证券交易所的调查,2003 年我国仅有 3.2%

的公司在董事会中设立了下属专门委员会,两年后,连城国际的调查显示,也仅有 1/3 的上市公司设立了专门委员会,而在专门委员会中,上市公司普遍设立的是投资委员会。

中国证券监督管理委员会和国家经济贸易委员会于 2003 年 1 月 31 日联合颁布了《上市公司治理准则》,并自发布之日起施行。《上市公司治理准则》要求上市公司董事会按照股东大会的有关决议,设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会,专门委员会成员全部由董事组成,各专门委员会可以聘请中介机构提供专业意见,有关费用由公司承担;各专门委员会对董事会负责,各专门委员会的提案应提交董事会审查决定。并提出战略委员会的主要职能是对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议。在这一政策指引下,2004 年后,我国上市公司的投资决策机制将发生一些变化,董事会的投资决策更加专门化,战略委员会将负责企业投资决策。随着《上市公司治理准则》的出台,我们也可以预料将有更多的上市公司设立战略委员会,公司的投资决策机制将会有一定程度的改观。

此外,为了保障董事会的独立性,我国自 2003 年起推行独立董事制度。独立董事制度的推行在一定程度上将会优化上市公司的投资决策,使之更符合上市公司整体而非大股东的利益。例如,在 2003 年 1 月,乐山电力(600669)的两位独立董事对公司的有关决策提出了质疑,引发了深沪两市首例上市公司独立董事要求聘请中介机构介入公司审计调查事件。但这一制度尚待完善,寄希望其在短期内改变上市公司制定投资决策时的利益导向是不现实的。



第四章

负债融资与企业投资： 基于模拟的分析

本章意在运用模拟的方法，通过计算典型企业股东—债权人冲突的大小，对我国上市公司负债融资与企业投资之间的关系作一分析。分析的思路是：首先，根据上市公司数据设计一典型企业，并假设该企业将进行一项零净现值的项目投资（即项目投资不会影响企业价值），且项目资金全部通过权益融资；然后，分别计算企业项目投资前后股东、债权人财富的变化，以此确定此零净现值的投资项目对股东、债权人利益的影响，验证股东—债权人冲突引起的投资歪曲现象。最后，变换典型企业的一些参数，如资产负债率、项目现金流的波动幅度、企业所得税税率等，再计算股东、债权人的财富变化，以检验这些因素是如何影响企业投资决策的。企业及投资项目的现金流数据采用蒙特卡罗（Monte Carlo）模拟法生成。

第一节 摇典型企业的财富转移

一、模型及参数设定

摇摇为了计算股东与债权人财富在投资前后的变动情况，我们首先构建一个典型企业，该典型企业各项参数取自我国沪深粤股上市公司同类参数的中位数，具体取值见表 4-1-1。因此典型企业可视为我国一家普通企业。之所以取中位数而不是均值，是因为均值易受极端值的影响，会产生误导。然后，采用蒙特卡罗（Monte Carlo）模拟法模拟典型企业及投资项目各年的息税前利润（EBIT）值，并用估价公式计算项目投资前后股东及债

表 典型企业参数取值

参 数	均 值	中 位 数
年度变动百分比标准差(σ_{Δ}) (豫)	0.02	0.02
付息负债账面价值/付息负债账面价值/股东权益市场价值)① (豫)	0.5	0.5
短期借款/付息负债② (豫)	0.02	0.02
β 值	0.5	0.5

注：年度变动百分比标准差取 1990—1999 年沪、深两市 粤股上市公司息税前利润(年度变动百分比)的标准差；付息负债账面价值/付息负债账面价值/股东权益市场价值)取上述公司 1999 年 12 月 31 日的数值；付息负债包括短期借款、应付债券、长期借款；股东权益市场价值/非流通股股数/每股净资产/流通股股数/每股市价；③短期借款/付息负债取上述公司 1999 年 12 月 31 日的账面值； β 值取 1990—1999 年 12 月 31 日深、沪市 粤股上市公司 β 值。④ 在模拟中均取这些数值的中位数。

权人的价值，每组参数模拟 1000 次^⑤。具体设计如下：

假设典型企业息税前利润 ΔE_{t-1} 服从随机游走时间序列模型，初始值(ΔE_0)为 0.5，即

$$\Delta E_t = \Delta E_{t-1} + \varepsilon_{t-1}$$

其中 ε_{t-1} 为干扰项， $\varepsilon_{t-1} \sim N(0, \sigma_{\Delta}^2)$ 。

σ_{Δ} 取 1990—1999 年沪、深两市 粤股上市公司 年度变动百分比^⑦ 标准差的中位数。

① 此数在本次计算中作为典型企业的资产负债率，即假设典型企业除付息负债外，没有其他负债。（之所以没有考虑其他负债是因为其他负债的资本成本接近于 0，可忽略不计。）另外，为便于计算，在模拟中，典型企业资产负债率取为 0.5。

② 为便于计算，在模拟中，典型企业短期借款/付息负债取为 0.02。

③ 此处每股市价单位为人民币元，对于上市公司发行的 A 股股票，深沪两市分别按 1999 年 12 月 31 日港币及美元对人民币汇率的中间价调整（1 美元 = 7.75 港币，1 美元 = 8.27 人民币）。由于 A 股市价较难取得，计算上述参数时，将发行 A 股的粤股上市公司剔除。

④ 每个上市公司（剔除上市不满半年的公司）的 β 值根据 1990 年 1 月 1 日—1999 年 12 月 31 日公司周收益率计算所得，以自然周（即遇到周内节假日的按剩余交易日计算）为标准，模型为：
$$\Delta E_t = \beta \Delta E_{t-1} + \varepsilon_t$$
 其中 ΔE_t 为股价， ΔE_{t-1} 为综合 粤股指数。

⑤ 本书附录 1 中列示了模拟次数分别为 1000、10000 时的股东及债权人的财富变化情况。附录 1 表明，模拟次数为 1000、10000 时的股东及债权人财富变化趋势与模拟次数为 10000 次时的财富变化趋势完全一致，因此，我们认为，模拟次数 1000 次已经能够充分说明项目投资前后的财富转移情况，无须再增加模拟次数。

⑥ 根据定义，息税前利润(EBIT) = 利润总额 - 利息费用，但由于我国上市公司没有披露利息费用的数据，在本书中，以财务费用替代利息费用，即 $\Delta E_t = \Delta E_{t-1} + \Delta CF_t - \Delta Int_t$ 。

⑦ 第 t 年 年度变动百分比 $\Delta E_t = \frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}}$ 。

表 源 参数取值

项 目	数 值
企业所得税税率(栽)	猿 猿 豫
无风险收益率(则)	园 缘 豫
市场风险溢价(砸 越 砸 原 砸)	员 圆 豫
短期借款利率(砸)	缘 豫
长期负债利率(砸)①	缘 豫

摇摇注 企业所得税税率取我国现行企业所得税税率;无风险收益率取 圆 圆 年发行的十年期记账式国债利率;市场风险溢价取 员 圆 年 圆 月 粤股股指收益率②与当年年末一年定期整存整取存款利率③差额的均值;短期借款利率取 圆 圆 年 圆 月 圆 日中国人民银行发布的六个月以内(含六个月)短期贷款基准利率;长期负债利率取 圆 圆 年 圆 月 圆 日中国人民银行发布的五年以上中长期贷款基准利率。

从上述模型可见, 耘 也服从正态分布,均值为 耘,标准差 越 伊 伊。

同样,投资项目 耘 也服从随机游走时间序列模型,初始值(耘)为 伊,即

$$耘_{t+1} = 耘_t + \epsilon_{t+1}$$

摇摇 ϵ_{t+1} 干扰项 $\epsilon_{t+1} \sim \text{N}(0, \sigma_{\epsilon}^2)$ 。

σ_{ϵ} 投资项目 耘 年度变动标准差,在研究中将取不同的值,在本节计算中取为 园,即 $\sigma_{\epsilon} = 园$ 。

那么, 耘 也服从正态分布,均值为 耘,标准差 越 伊 伊。

企业 耘 与投资项目 耘 的相关系数(ρ)设为 园 缘。项目资金全部通过权益融资,项目期限 圆 年。

① 在我国上市公司中,企业债券占总负债的比例很小,所以,为便于计算,在计算负债资本成本时,将企业债券利率等同于银行长期借款利率。

② 第 员 年股指收益率 越 股票指数(股票指数 原 员) 原 员。

③ 之所以在计算资本成本时选用 员 年期国债利率作为无风险收益率(即 则),而在计算市场风险溢价时却选用 员 年定期整存整取存款利率作为无风险收益率(即 砸),主要基于以下理由: 圆 圆 年之前我国国债利率的确定市场化程度较低,国债利率一般高于同期银行整存整取存款利率几个百分点,所以,选用国债利率作为无风险收益率不太合适,之前的一些文献也大多选用 员 年定期整存整取存款利率作为无风险收益率,如赵宇龙、易琮(员 圆 圆 圆)、陈信元、陈冬华(圆 圆 圆 圆),我们在计算市场风险溢价时也采用了这种做法。但最近几年,随着国债规模的扩大,国债利率水平逐渐回归 圆 圆 年国债利率普遍低于同期银行整存整取存款利率,所以,我们认为,以 圆 圆 年为窗口,运用 悦 模型计算权益资本成本时选用 圆 圆 年国债利率作为无风险收益率更合适,而且本章模拟的项目期限为 圆 年,是长期项目,选用 员 年期国债利率更贴近企业及项目现金流量期限,此外,国外文献在计算企业价值时也一般采用 员 年期国库券利率作为无风险利率。

二、债权人及股东现金流的计算

根据自由现金流的定义,自由现金流 CF_t 为折旧原资本性支出 Y_t 新增营运资本,为便于计算,在此,假设折旧 Y_t 资本性支出 Y_t 新增营运资本,则模拟企业第 t 期自由现金流 CF_t 为:

假设企业的自由现金流的分配顺序如下:若 $CF_t < I_t$ (当期借款利息) 则先支付当期借款利息,剩余部分交完所得税后全部作为股利发放给股东;若 $CF_t > I_t$ (当期借款利息) 则举借新债,新债数量为不足支付的利息部分,即 $CF_t - I_t$,新债一般为短期借款,用下一年支付利息和所得税后多余的现金流归还,归还该债务在发放股利之前,依此类推。

三、负债价值计算

根据银行短期借款利率、长期负债利率及短期借款 I_t 息负债比例,计算得典型企业付息负债账面利率 r_t 为 r_t ,计算公式如下:

$$r_t = \frac{I_t}{B_t} = \frac{I_t}{Y_t - I_t} \quad (1)$$

摇摇迄今为止,我国企业银行贷款利率没有完全放开,仍然实行国家统一管制,由中国人民银行制定金融机构贷款基准利率,只允许商业银行在一定范围内(一般为基准利率的 0.9 — 1.1) 上下浮动。此外,从大部分商业银行的贷款现状来看,以基准利率贷款的居多,而且款项一旦出借,只要国家基准利率不变,账面利率很少调整。可见,贷款利率除主要受国家货币政策影响外,企业财务状况对其的影响还很有限,因此,本书假设银行均以基准利率出借资金,企业财务状况对付息负债账面利率没有影响,即项目实施前后企业付息利息不变。同样,企业举借新债的利率也就等于短期贷款基准利率 r_t 。

另外,假设短期借款每半年归还一次,长期借款每五年归还一次,但企业在归还借款的同时又借入相同数量款项,利率不变。正因为企业的负债可以循环使用,利率又保持不变,我们可将其视同一笔 5 年期的长期借款,利率为 r_t ,每年付息一次,到期还本。负债价值计算公式如下:

$$B_t = \sum_{i=1}^5 \frac{I_t}{(1+r_t)^i} + \frac{Y_t}{(1+r_t)^5}$$

摇摇 I_t : 每年支付的利息 I_t
 Y_t : 本金(即负债总额)

如前所述,虽然我国企业银行贷款利率的市场化程度不高,没有公开的市场价格,但随着近几年商业银行风险意识的加强,各大商业银行开始推行贷款质量五级分类管理,并纷纷制定了客户信用评价办法,针对不同信用等级的贷款人确定贷款利率。中国人民银行也逐步放宽贷款利率的波动幅度约束,贷款利率最高可上浮10%。本书中,我们收集了一些粤股上市公司1990年贷款利率的数据,并建立了利率溢价比例(再)与滞后一期的利息保障倍数(载)之间的计量模型^①,以此确定负债市场利率(无项目时负债市场利率)与(有项目时负债市场利率)。在计算负债市场利率时,我们假设企业都能按期还本付息,没有呆账、坏账。

项目投资后,项目经营的波动与企业经营的波动存在差异;另外,项目若全部通过权益融资,企业经营风险与财务风险会发生改变。因此,负债折现率随着项目的投资而变化。本节计算假定项目经营的波动为0,而企业经营的波动为10%,所以,项目经营风险小于企业经营风险,即项目投资后,企业经营风险会降低,又因为项目资金全部通过权益融资,项目投资后,企业资产负债率下降,企业财务风险同样降低,因此,负债市场利率也将随之下降,假设项目投资后利率溢价比例为1,则

$$\frac{r}{r_0} = \frac{I_0}{I_1} \quad \text{伊(员垣再)} \quad \text{垣再} \quad \text{伊(员原再)} \quad \text{伊(员垣再)}$$

$$\frac{r}{r_0} = \frac{I_0}{I_1} \quad \text{伊(员垣再)}$$

四、股东价值计算

股东价值=越每年支付给股东的股利折现值+垣年后的终止价值的折现值。根据前述假设,再在支付完利息与所得税后,全部作为股利发放给股东,所以,当再时,每年支付给股东的股利=越(再,原)伊(员原);当再时,每年支付给股东的股利等于0。另外,假设垣年后支付给股东的现金流是一个永续年金,其每年的金额等于第垣年支付给股东的股利,那么,权益价值计算公式如下:

^① 利率溢价比例再=越(实际利率-原人民银行规定的相同借款期限的基准利率)/基准利率,利息保障倍数载=越再。当载≥0时,再=越原再伊(员原);当载<0时,再=越原再伊(员原)。在本章中,我们用上述两个模型预测不同利息保障倍数下的利率溢价比例,然后计算负债市场利率,即市场利率=越基准利率伊(员垣利率溢价比例)。

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{V_T}{(1+r)^T}$$

式(4-1)为第 t 期支付给股东的股利

式(4-2)为第 T 期支付给股东的股利

根据 Modigliani 模型,无杠杆企业权益资本成本为 r_U ,有杠杆企业权益资本成本为 r_E 。假设表 4-1 中的 β 值为无杠杆企业的 β 值,即 β_U ,则计算得 $r_E = r_U + \beta_U \frac{D}{E}$ 。再根据下列公式计算 V ,公式中各变量定义见表 4-1。

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_E)^t} + \frac{V_T}{(1+r_E)^T}$$

式(4-3)为企业价值 V 。

上述公式根据 Modigliani 模型及 Modigliani 和 Miller (1958) 中提出的 $r_E = r_U + \beta_U \frac{D}{E}$ 计算所得。

五、项目资本成本及项目初始投资的计算

项目第 t 期的现金流等于 $C_t - I_t$,当 $t=0$ 时项目的初始投资额(I_0)就等于项目各期现金流的折现值之和,计算公式如下:

$$I_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t - I_t}{(1+r)^t}$$

式(4-4)为项目资本成本

本节假定模拟企业项目 C_t 标准差为 0,所以项目各期的现金流也就等于项目 C_t 初始值(C_0)。则 $t=0$ 时项目初始投资额为:

$$I_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_0 - I_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_0 - I_t}{(1+r)^t}$$

因为项目 C_t 与企业 C_t 的相关系数(ρ)为 1,此项目又全部由权益融资,所以在计算项目资本成本(r_E)时,可将企业 C_t 与项目 C_t 视为两个不同的投资组合(项目 C_t 投资组合相对于企业 C_t 投资组合的 β 值的计算过程见附录 A)。然后根据企业 C_t 年度变动标准差(σ_C)、项目 C_t 年度变动标准差(σ_P)、 r_U 、 r_E 及 D/E 确定 r_E ,具体方法如下:

当 $\rho \frac{\sigma_{\text{责}}}{\sigma_{\text{资}}} < 1$ 时(表示项目经营风险小于企业经营风险),

$$W_{\text{原}} = W_{\text{原}} \left(\frac{\sigma_{\text{责}}}{\sigma_{\text{资}}} \right)^{\rho}$$

当 $\rho \frac{\sigma_{\text{责}}}{\sigma_{\text{资}}} > 1$ 时(表示项目经营风险大于企业经营风险),

$$W_{\text{原}} = W_{\text{原}} \left(\frac{\sigma_{\text{责}}}{\sigma_{\text{资}}} \right)^{\rho}$$

本节计算假定项目 $\sigma_{\text{责}}$ 标准差为 0.1, 因此, 项目资本成本就等于有项目时的负债折现率 r_{W} 。随着项目 $\sigma_{\text{责}}$ 标准差的变化, 项目资本成本也将随之变化。

另外, 项目投资还会使企业需支付的利息发生变化, 因此, 在计算项目初始投资额时, 一般将项目投资所引起的利息税盾的变化考虑在内, 如前所述, 在本书的计算中, 我们假设项目投资前后企业银行借款账面利率保持不变, 在负债总额不变的情况下, 债权人的利息总额也将保持不变, 所以, 在计算项目初始投资额时, 将其忽略不计。

六、计算结果

项目 $\sigma_{\text{责}}$ 标准差为 0.1 时, 典型企业原有股东及债权人财富的变化情况如表 10-1 所示:

表 10-1 项目 $\sigma_{\text{责}}$ 标准差为 0.1 时的财富变化表

	灾	灾
无项目	源 1.0000	愿 1.0000
有项目	缘 1.0000	愿 1.0000
财富变化	员 0.0000	猿 0.0000
项目初始投资(零次 0)	员 0.0000	园 0.0000
原有股东及债权人财富变化	原 0.0000	猿 0.0000

摇摇说明 模拟企业各项参数取值如下:(员)资产负债率为 0.5;(圆)短期借款与负债比例为 0.5;(猿)企业 $\sigma_{\text{责}}$ 年度变动百分比标准差为 0.1;(源)项目 $\sigma_{\text{责}}$ 为 0;(缘)企业所得税税率为 0.25;(远)企业 $\sigma_{\text{责}}$ 与投资项目 $\sigma_{\text{责}}$ 相关系数为 0.5;(苑)项目资金全部通过权益融资;(愿)项目期限 5 年;(怨)模拟次数 1000 次。

从表 10-1 的计算中, 可以看出, 项目投资后, 股东财富增加了 0.0000, 但减去项目初始投资 0.0000 后, 原有股东财富反而减少了 0.0000, 而债权人财富却增加了 0.0000, 即由于项目的投资, 使得财富由股东向债权人转移

了。原因是项目经营风险小于企业经营风险,项目的实施使企业整体经营风险下降,负债市场利率下降,负债价值增加,而净现值为0的项目投资前后企业价值不变,由此导致原有股东价值减少。可见,即使这一投资项目没有任何风险,也不会改变企业价值,原有股东仍会放弃该项投资。

第二节 摇摆影响因素分析

本节将在上一节的基础上,考察项目现金流的波动幅度、资产负债率、企业所得税税率等因素对企业投资行为的影响。我们仍然沿用上一节的方法,每次改变一种参数的取值,计算参数变化后股东、债权人财富在项目投资前后的变化,以检验这些因素是如何影响企业投资决策的。

一、项目现金流波动幅度

在上一节中,我们发现,当企业投资一个净现值为0且现金流固定(即项目现金流标准差为0)的项目后,企业价值不变,而原有股东价值减少,债权价值增加,股东价值最大化与企业价值最大化在项目投资后产生了分歧,为追求股东价值最大化,股东会放弃这个对企业价值没有任何影响的投资项目,从而产生投资不足。那么,是不是所有的投资项目都会产生上述结果?

我们沿用上一节中典型企业的各项参数值,仍假设投资项目的净现值为0,分别对不同项目现金流波动幅度下,项目投资前后的股东价值与负债价值进行了计算,计算结果见表 4-1。表 4-1 中,企业现金流期望值为0,项目现金流的期望值为0,项目现金流年度变动标准差则从0到1,每一列表示项目现金流年度变动标准差取某一特定值下的模拟结果。正如表 4-1 所示,同样是净现值为0的项目,但当项目现金流的波动幅度不同时,项目投资后原有股东财富发生变化的幅度与方向也不一致。随着项目现金流年度变动标准差的增加,使项目净现值为0的项目初始投资额越来越小,因为随着项目系统风险及预期现金流波动幅度的增加,项目资本成本上升,由股东向债权人转移的财富越来越少,负债价值也逐渐减少。当项目现金流年度变动标准差等于1时,股东、债权人之间的财富转移约等于0,但当项目现金流年度变动标准差超过1后,净现值为0的项目会使财富由债权人向股东转移。例如,当项目现金流年度变动标准

表 源源瑶不同项目 耘月戴年度变动标准差下的财富变化表

项目	项目 耘月戴年度变动标准差 ($\sigma_{\text{源}}$)									
	园	员	员	员	员	员	员	员	员	员
耘月戴	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
耘月戴	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
有项目负价值(灾)	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
无项目负价值(灾)	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
债权人财富变化	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
有项目权益价值(灾)	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
无项目权益价值(灾)	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
股东财富变化	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
项目初始投资(孕)	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
(孕)	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
原有股东财富变化	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
模拟次数	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员

说明:模拟企业各项参数取值如下:(员)资产负利率为员;(园)短期借款利率比例为员;(猿)企业 耘月戴年度变动百分比比标准差为员;(源)项目 孕为园;(缘)企业所得税率为员;(远)企业 耘月戴与投资项目 耘月戴相关系数为园;(苑)项目资金全部通过权益融资;(愿)项目期限 园年。

差等于 0 时,项目投资后,原有股东财富增加了 ΔV ,债权人财富则减少了 ΔV 。项目投资使得财富由债权人向股东转移了 ΔV ,所以,股东愿意进行此项投资,因为该投资虽然没有增加企业价值,却增加了原有股东的价值。而且,即使在某些情况下,投资项目净现值小于 0 (即项目投资后企业价值下降),只要项目投资能使原有股东价值增加,股东同样会接受该投资,从而产生过度投资。项目 σ 年度变动标准差越大,由债权人向股东转移的财富越多,过度投资越严重;相反,项目 σ 年度变动标准差越小,由股东向债权人转移的财富越多,投资不足越严重。

除了项目现金流波动幅度对企业投资决策有影响外,企业其他参数的变动是否也会对企业投资决策产生影响?下面我们主要讨论资产负债率与企业所得税税率的变动对原有股东财富变化和企业投资决策的影响。

二、资产负债率

表 4-1 是资产负债率与项目 σ 年度变动标准差同时变动时原有股东财富的变化情况。表中每一行表示相同资产负债率下,不同项目 σ 年度变动标准差对应的原有股东财富变化值;每一列为相同项目 σ 年度变动标准差下,不同资产负债率对应的原有股东财富变化值。如表 4-1 所示,随着企业资产负债率的增加,原有股东丧失的财富越来越多,当资产负债率为 0 时,投资于净现值为 0 现金流固定的项目使原有股东财富减少 ΔV ,而当资产负债率上升到 1 时,原有股东财富将减少 $2\Delta V$,可见,资产负债率加大了企业投资不足的程度,资产负债率越高,企业放弃的投资越多。这一结果也表明资产负债率越高的企业,负债代理成本越高。

此外,不同的资产负债率下,项目现金流波动幅度对企业投资决策的影响也有所不同。当企业资产负债率为 0、1 时,不管项目现金流波动幅度多大,股东都不会放弃净现值等于 0 的投资,因为投资都会增加原有股东的财富,而且项目现金流波动越大,原有股东增加的财富越多;而当企业资产负债率大于 1 时,不管项目现金流波动幅度多大,股东都不会接受净现值等于 0 的投资,因为投资都会减少原有股东的财富,而且项目现金流波动越大,原有股东减少的财富越多。而当企业资产负债率为 0 时,原有股东财富出现相反结果,即项目现金流波动越大,财富由股东向债权人转移得越多,股东越会放弃投资,投资不足越严重;项目现金流波动越小,财富由债权人向股东转移得越多,股东越会接受投资,过度投资越严重。

表 源瑶不同资产负债率下的原有股东财富变化表

资产负债率	项目 耗月藏年度变动标准差 ($\sigma_{\text{年}}$)							
	园象	员源象	园源象	猿源象	源源象	缘源象	远源象	苑源象
员源象	员源象	员源象	园源象	园源象	员源象	员源象	员源象	员源象
缘源象	缘源象	苑源象	员源象	员源象	员源象	员源象	员源象	员源象
员源象	园源象	猿源象	远源象	员源象	员源象	员源象	员源象	员源象
员源象	园源象	猿源象	员源象	员源象	园源象	源源象	苑源象	苑源象
猿源象	园源象	员源象						
缘源象	园源象	员源象						
苑源象	园源象	员源象						
苑源象	园源象	员源象						

摇摇说明 模拟企业各项参数取值如下：(员)短期借款率(园)企业耗月藏年度变动百分比标准差为(园)项目(苑)项目(猿)企业所得税率为(猿)企业耗月藏与投资项目耗月藏相关系数为(园)项目资金全部通过权益融资(苑)项目期限(愿)模拟次数(员)模拟次数。

三、企业所得税税率

表 4-1 是企业所得税税率与项目 1 年年度变动标准差同时变动时原有股东财富的变化情况。表中每一行表示相同企业所得税税率下,不同项目 1 年年度变动标准差对应的原有股东财富变化值;每一列为相同项目 1 年年度变动标准差下,不同企业所得税税率对应的原有股东财富变化值。如表 4-1 所示,随着企业所得税税率的增大,原有股东丧失的财富越来越少,当企业所得税税率为 30% 时,投资于净现值为 100 现金流固定的项目使原有股东财富减少 100,而当企业所得税税率增加一倍,即 60% 时,原有股东财富则增加了 100。这是因为随着企业所得税税率的增加,负债的税盾作用越明显。企业所得税税率上升,企业与项目的税后经营现金流同比例下降,但税盾价值上升,使企业价值比项目价值上升得更快,从而使得原有股东财富增加。可见,企业所得税税率与原有股东财富正相关。

另外,不同的企业所得税税率下,项目现金流波动幅度对企业投资决策的影响也有所不同。当企业所得税税率为 30%、60% 时,不管项目现金流波动幅度多大,股东都不会放弃净现值等于 100 的投资,因为投资都会增加原有股东的财富;而当企业所得税税率为 0 时,不管项目现金流波动幅度多大,股东都不会接受净现值等于 100 的投资,因为投资都会减少原有股东的财富。

四、小结

本章运用模拟的方法,通过计算净现值为 100 的项目投资前后原有股东及债权人财富的变化,验证了股东—债权人冲突引起的投资歪曲行为。在第一节中我们发现,典型企业会放弃项目现金流固定的无风险项目,原因是这一项目虽然不会降低企业价值,却会使财富由股东向债权人转移,引起原有股东财富的减少。在第二节中,我们进一步讨论了项目现金流波动幅度、企业资产负债率、企业所得税税率等因素对企业投资决策的影响。本章发现,项目现金流波动幅度越大,过度投资越严重;反之,项目现金流波动幅度越小,投资不足越严重。而企业资产负债率加大了股东—债权人冲突引起的投资歪曲程度,随着资产负债率的提高,投资不足越严重。企业所得税税率则与原有股东财富正相关,企业所得税税率越高,过度投资越严重。这些都将为后续章节有关上市公司负债融资与企业投资之间关系的实证研究的开展提供更多的依据。

表 源位摇不同所得税率下的原有股东财富变化表

企业所得税率	项目 耗日戴年度变动标准差 ($\sigma_{\text{年}}$)							
	园象	员象	园象	猿象	源象	缘象	远象	愿象
园象	原园象	原缘象	原缘象	原猿象	原源象	原缘象	原远象	原愿象
员象	原缘象	原缘象	原缘象	原猿象	原源象	原缘象	原远象	原愿象
猿象	原缘象	原缘象	原缘象	原猿象	原源象	原缘象	原远象	原愿象
源象	原缘象	原缘象	原缘象	原猿象	原源象	原缘象	原远象	原愿象
远象	原缘象	原缘象	原缘象	原猿象	原源象	原缘象	原远象	原愿象
愿象	原缘象	原缘象	原缘象	原猿象	原源象	原缘象	原远象	原愿象

摇说明:模拟企业各项参数取值如下:(员)资产负债率为愿象;(园)短期借款与项目投资项目耗日戴相关系数为园象;(远)项目资金全部通过权益融资;(苑)项目期限 愿年;(愿)模拟次数 员圆圆圆次。



第五章

负债融资与企业投资： 基于资本市场数据的实证分析

本章利用资本市场数据描述负债融资与投资之间的关系,主要检验三个方面的关系:(1) 负债融资对投资规模的影响,首先对不同资产负债率(或利息保障倍数)区间的企业的投资情况进行简单统计分析,然后,根据文献建立多元回归模型考察负债比例与投资规模之间的关系,最后,变换样本、回归模型及被解释变量的取值等对负债融资与投资之间的关系进行稳定检验。(2) 负债类型对投资规模的影响,我们分别考察不同来源(商业信用与银行借款)及不同期限(长期负债与短期负债)的负债与企业投资之间的关系,并结合我国实际分析差异的原因。(3) 负债融资对投资波动的影响,我们将样本分为高负债企业与低负债企业两组,比较两组样本投资波动的幅度。

第一节 负债融资与投资规模

如第二章所述,关于负债融资影响投资决策的文献主要是从代理成本角度研究的,由于股东的目标是最大化股东价值,而不是企业价值,所以,企业有负债的情况下,股东会作出损害债权人利益的投资决策,产生负债代理成本(见 Jensen 和 Meckling (1976)、Myer (1984)、Myer 和 Majluf (1984))。同时负债又可以降低股东—经理之间的代理成本,从而减少股东—经理冲突带来的过度投资,提高投资效率(见 Jensen 和 Meckling (1976)、Myer 和 Majluf (1984)、Myer (1984) 和 Jensen 和 Meckling (1976))。上述两种理论对负债比例与投资之间关系的预测并不完全一致,那么,我国上市公司的负债比例与投资规模之间究竟是一种什么样的关系呢?

首先,我们对我国上市公司负债比例与投资规模之间的关系作一个描述性统计分析。我们选取 2004 年 1 月 1 日之前上市的深、沪两市各项数据完整的非金融、保险行业 粤股 100 家上市公司,以 2004—2006 年为窗口,选用资产负债率(1)、投资—资本存量比例(2)①分别作为反映负债比例与投资规模的统计量。分别统计样本公司各年各资产负债率(年初)区间的投资状况,以描述企业年初资产负债率与本期投资额之间的关系。分区间描述性统计结果见表 2。

表 2 处于各资产负债率(年初)区间的投资—资本存量比例的均值与中位数

(1)	0—10%	10%—20%	20%—30%	30%—40%	40%—50%	50%—60%	60%—70%
2004	均值	0.15	0.18	0.22	0.25	0.28	0.32
	中位数	0.15	0.18	0.22	0.25	0.28	0.32
	标准差	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10
	样本数	10	15	20	25	30	35
2005	均值	0.16	0.19	0.23	0.26	0.29	0.33
	中位数	0.16	0.19	0.23	0.26	0.29	0.33
	标准差	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10
	样本数	10	15	20	25	30	35
2006	均值	0.17	0.20	0.24	0.27	0.30	0.34
	中位数	0.17	0.20	0.24	0.27	0.30	0.34
	标准差	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10
	样本数	10	15	20	25	30	35

注: 1. 投资—资本存量比例 = (投资—固定资产、长期投资及在建工程的年度变化值) / 年初总资产。

资料来源:巨灵信息网(www.juling.com.cn)。

如表 2 所示:(1)对于资产负债率小于 50% 的样本公司,除 2004 年各区间样本公司当年的投资额均值呈倒 U 型特征外(在 10%—20% 处达到最大),其余两年都呈单边下降趋势,即样本公司当年的投资额均值随着滞后一期资产负债率的增加而减少,滞后一期资产负债率越低的公司,

① 资产负债率 = 负债总额 / 资产总额;投资—资本存量比例 = (投资—固定资产、长期投资及在建工程的年度变化值) / (即等于本年末余额减去上年末余额,如 2004 年的投资—资本存量比例 = (2004 年 1 月 1 日固定资产、长期投资及在建工程期末余额 - 2003 年 1 月 1 日固定资产、长期投资及在建工程期末余额) / 2003 年初总资产)。之所以用投资与资本存量之间的相对数作为表示投资规模的变量,是为了消除企业规模对投资的影响。

当年的投资额越大。(圆)当资产负债率大于阈值后,三个时间段样本公司当年的投资额均值均为负数,说明样本公司在资产负债率超过阈值后,不仅不再进行新的投资,还要收回一些原有投资。(猿)对于资产负债率超过阈值的样本公司,其投资额均值也都为负,但其数值并不都比前一个区间(资产负债率处于阈值—阈值)的样本小。

从表缘缘的描述性统计分析来看,我国上市公司负债比例与投资规模之间呈现负相关关系,资产负债率越高的企业,投资越少,而且当资产负债率达到一定比例后,出现负投资。那么,负债比例与投资之间的这种负相关关系是否经得起实证检验,又是否会因企业新增投资项目风险的不同而有所不同呢?下面我们将对这一问题作一回答。

一、研究假设

综上所述,负债融资对企业投资行为的影响有三种可能的结果:一是过度投资,二是投资不足,三是抑制过度投资。第一种结果下负债比例与投资规模之间正相关,后两种结果下负债比例与投资规模之间负相关。上述不同的理论关于负债融资对企业投资行为影响有着不同的解释和预测,这给实证研究带来了一定的难度。这也就意味着,研究假设的提出既要依据已有理论,更需要基于我国资本市场和上市公司制度背景的分析。

我国学术界的一些研究发现,中国上市公司普遍存在过度投资行为。周立(圆园园圆)以白酒行业为研究对象,发现员怨怨愿—圆园园圆年白酒行业效益稳定但发展缓慢,自由现金流充裕,上市公司广泛投资其他行业,并由此推断出白酒行业存在自由现金流代理问题,指出上市公司可能存在投资过度的现象。李秉祥(圆园园猿)研究了财务危机企业的投资行为,指出这类企业投资行为偏移的主要原因在于内部人控制、银行对企业负债的软约束和信息不对称。正如第三章对我国上市公司融资状况的分析表明,我国上市公司的负债主要来自银行及供应商,而目前我国银行对企业负债仍处于软约束状态。银行对企业负债的预算软约束之所以可能导致我国企业中股东—债权人冲突引发的过度投资和投资不足,是由于我国银行贷款基准利率由中国人民银行统一规定,商业银行贷款利率只允许在一定范围内围绕基准利率上下浮动,一些商业银行虽然已建立了资信评级制度,但贷款利率尚不能完全与之挂钩,即在目前的银企关系下,债权人并不能够通过提高资金成本或签定约束性债务契约对股东滥理通过投资损害债权人利益的行

为进行有效的抑制。

根据前述文献中对股东—债权人冲突引起的过度投资和投资不足的分析可以发现,如果企业的新增投资项目的风险比企业投资新项目前的风险大,则易于出现过度投资问题;如果新增投资项目的风险比企业投资新项目前的风险小,则易于出现投资不足问题。这是因为,如果企业新增投资项目的风险比企业投资新项目前的风险大,则项目投资后企业风险增加,那么即使该新增投资项目的 ΔV 等于零,但由于该项目的实施使得企业破产风险增加,所以债权人的财富会转移到股东那里。这就会导致股东愿意投资于 ΔV 小于零的项目,造成过度投资。同理,如果企业的新增投资项目的风险比企业投资新项目前的风险小,则项目投资后企业风险减小,那么即使该新增投资项目的 ΔV 等于零,但由于该项目的实施使得企业破产风险减小,所以股东的财富会转移到债权人那里。这就会导致股东不愿意投资于 ΔV 大于零的项目,造成投资不足。马朝晖和 宰海峰(2005)的研究表明,在股东—经理利益一致,且其他条件(如负债比例、企业经营风险等)一定的情况下,新增项目风险越大,过度投资越严重;新增项目风险越小,投资不足越严重,并且过度投资与投资不足的程度随着负债比例的上升而加大。

综合上述分析,我们可以得出以下推论:对于新增投资项目风险小于投资新项目前企业风险的企业(下称低项目风险企业),一方面银行预算软约束导致股东—债权人冲突引发的投资不足,另一方面负债的相机治理作用在一定程度上约束了股东—经理冲突引发的投资过度。所以在此类企业中负债比例越高,投资规模越小;而对于新增投资项目风险大于投资新项目前企业风险的企业(下称高项目风险企业),负债比例上升一方面使股东—债权人冲突引起的过度投资行为更严重,另一方面又减轻了股东—经理冲突引起的过度投资行为,前者使投资额增加,后者使投资额减少,两者对投资产生的影响在一定程度上相互抵消。所以,随着负债比例的上升,这类企业投资额的下降幅度小于低项目风险企业投资额的下降幅度,而且负债比例与投资规模之间还可能出现正相关关系。

我们可以将上述推论归纳为三个研究假设。

假设 1:低项目风险企业,负债比例与投资规模显著负相关。

假设 2:高项目风险企业,负债比例与投资规模显著相关(正相关或负相关)。

假设高项目风险企业负债比例与投资规模之间的相关程度小于低项目风险企业。

二、研究样本及其描述性统计

我们以 1999 年为研究窗口,选取 1998 年 1 月 1 日之前上市的深、沪两市各项数据完整的 100 家非金融、保险行业 A 股上市公司作为研究样本。用投资—资本存量比例衡量被解释变量投资规模,以资产负债率^①衡量解释变量负债比例。考虑到股东—债权人冲突下,负债比例与投资之间的关系受新增投资项目风险的影响,我们用 1999 年前后三年间公司 经营 波动幅度的差异表示 1999 年公司新增投资项目风险与投资新项目前企业风险的相对大小,将其记为 $\Delta悦灾$, $\Delta悦灾$ 越悦灾。原悦灾,悦灾,悦灾 分别表示 1998—1999 年和 1999—2000 年样本公司 经营 标准离差率绝对值。若 $\Delta悦灾约园$ 即悦灾 约悦灾,则表明新增投资项目风险较小,因为新项目实施后,企业整体风险下降;反之,若 $\Delta悦灾跃园$ 即悦灾 跃悦灾,则表明新增投资项目风险较大,因为新项目实施后,企业整体风险上升。^②

首先,分别对 1999 年新增投资项目风险与投资新项目前企业风险大小不同的样本公司各资产负债率区间的投资额进行描述性统计,按照上述分类法,100 个样本公司中有 50 个属于高项目风险企业,50 个属于低项目风险企业。分区间描述性统计分析结果如表 5-1 所示。统计结果显示:(员)对于高项目风险企业,投资额随企业资产负债率呈倒 U 型变化,投资额在资产负债率为 0.4—0.5 处达到最大;(圆)对于低项目风险企业,投资额随企业资产负债率呈单边下降趋势;(猿)低项目风险企业各资产负债率区间的投资额波动幅度(该类样本公司投资额的标准差为 0.0001)大于高项目风险企业的波动幅度(该类样本公司投资额的标准差为 0.0002),说

① 我们认为滞后一期的资产负债率比当期资产负债率对企业投资更具解释力,因为当企业进行当期投资决策时,股东、债权人之间的利益分配关系一般由期初融资结构决定。后文我们分别以滞后一期的资产负债率与当期资产负债率为解释变量进行了回归,回归结果(见表 5-2)支持上述观点,即滞后一期的资产负债率比当期资产负债率与当期投资的相关性更大。

② 理论上,企业经营风险会随产业周期波动而波动,那么,1999 年前后三年间公司 经营 波动幅度的差异有可能源于产业周期波动。为验证这一点,我们以 $\Delta悦灾$ 为被解释变量,行业虚拟变量为解释变量建立回归模型,结果表明 $\Delta悦灾$ 与行业没有显著相关关系(回归模型没有通过云检验,且绝大部分行业虚拟变量未通过显著性检验),也就是说,产业周期波动对本书研究的样本期间 经营 波动没有显著性影响。

明新增投资项目风险与投资新项目前企业风险大小不同的企业的资产负债率与投资额之间的关系存在差异,即低项目风险企业投资额随资产负债率的上升而下降得更快。这是因为高项目风险企业资产负债率上升,一方面使股东—债权人冲突引起的过度投资行为更严重,另一方面又减少了股东—经理冲突引起的过度投资行为,前者使投资额增加,后者使投资额减少,两者对投资额产生的影响在一定程度上相互抵消,所以,随着资产负债率的上升,这类企业投资额的下降幅度小于低项目风险企业投资额的下降幅度。

表 2 2006—2009 年不同项目风险下处于期初各资产负债率区间的投资额

(单位) 数	区间	0—10%	10%—20%	20%—30%	30%—40%	40%—50%	总体
高项目 风险企业	均值	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
	中位数	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
	标准差	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
	样本数	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
低项目 风险企业	均值	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
	中位数	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
	标准差	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
	样本数	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24

注: 固定资产、长期投资及在建工程的年度变化值/年初总资产。

资料来源:巨灵信息网(www.gtdata.com.cn)。

三、回归模型

我们对上述研究样本建立多元回归模型,对负债与投资之间的关系进行实证检验。诸多文献^①表明,影响投资的因素很多,如企业现金流(悦云)、企业价值(托宾 匝)、销售额(孕)等变量都会影响企业投资的大小,因此,我们在模型中引入这些变量作为控制变量。此外,行业因素也可能会影响企业投资的大小,所以,在模型(缘园)中我们还设置了 圆个行业虚拟变量

^① 参见 匀(员圆)、云(员圆)、宰(员圆)、匀(员圆)。

(圣世宗新增投资额)作为控制变量。^①同时,我们引入表示新增投资项目风险的虚拟变量 孕砸及新增投资项目风险与负债比例的交叉项 阅月伊孕砸^②,用以考察新增投资项目风险大于或小于投资新项目前企业风险这两种情况下,负债比例与投资规模之间的关系。新增投资项目风险虚拟变量取值如下:Δ悦跃园时,孕砸取园;Δ悦跃园时,孕砸取员。分别对当期资产负债率与滞后一期的资产负债率建立回归模型(缘园)、(缘员)、(缘圆),其中模型(缘园)、(缘圆)以滞后一期的资产负债率为解释变量,模型(缘员)以当期资产负债率为解释变量。模型(缘园)、(缘圆)的区别是模型(缘圆)中不含行业虚拟变量。

$$\begin{aligned} \left(\frac{\Delta \text{限}}{\Delta \text{运}}\right)_{\text{截}} &= \alpha_{\text{园}} + \theta_{\text{园}} \text{孕砸} + \beta_{\text{园}} \text{阅月}_{\text{截}} + \beta_{\text{园}} \text{阅月}_{\text{截}} + \text{伊孕砸} + \theta_{\text{园}} \beta_{\text{园}} \text{伊孕砸} \\ &+ \theta_{\text{园}} \beta_{\text{园}} \left(\frac{\Delta \text{悦}}{\Delta \text{运}}\right)_{\text{截}} + \theta_{\text{园}} \beta_{\text{园}} \left(\frac{\Delta \text{杂}}{\Delta \text{运}}\right)_{\text{截}} + \theta_{\text{园}} (\text{圣世宗新增投资额})_{\text{截}} + \theta_{\text{园}} \epsilon_{\text{截}} \quad (\text{缘园}) \\ \left(\frac{\Delta \text{限}}{\Delta \text{运}}\right)_{\text{截}} &= \alpha_{\text{园}} + \theta_{\text{园}} \text{孕砸} + \beta_{\text{园}} \text{阅月}_{\text{截}} + \beta_{\text{园}} \text{阅月}_{\text{截}} + \text{伊孕砸} + \theta_{\text{园}} \beta_{\text{园}} \text{伊孕砸} \\ &+ \theta_{\text{园}} \beta_{\text{园}} \left(\frac{\Delta \text{悦}}{\Delta \text{运}}\right)_{\text{截}} + \theta_{\text{园}} \beta_{\text{园}} \left(\frac{\Delta \text{杂}}{\Delta \text{运}}\right)_{\text{截}} + \theta_{\text{园}} (\text{圣世宗新增投资额})_{\text{截}} + \theta_{\text{园}} \epsilon_{\text{截}} \quad (\text{缘员}) \\ \left(\frac{\Delta \text{限}}{\Delta \text{运}}\right)_{\text{截}} &= \alpha_{\text{园}} + \theta_{\text{园}} \text{孕砸} + \beta_{\text{园}} \text{阅月}_{\text{截}} + \beta_{\text{园}} \text{阅月}_{\text{截}} + \text{伊孕砸} + \theta_{\text{园}} \beta_{\text{园}} \text{伊孕砸} \\ &+ \theta_{\text{园}} \beta_{\text{园}} \left(\frac{\Delta \text{悦}}{\Delta \text{运}}\right)_{\text{截}} + \theta_{\text{园}} \beta_{\text{园}} \left(\frac{\Delta \text{杂}}{\Delta \text{运}}\right)_{\text{截}} + \theta_{\text{园}} \epsilon_{\text{截}} \quad (\text{缘圆}) \end{aligned}$$

摇摇上述模型中,限表示投资,计算方法同上;运表示资本存量,即期初总资产;阅月表示企业资产负债率;孕砸表示新增投资项目风险的虚拟变量,Δ悦跃园(即悦跃园-悦跃园-圆)时取员,Δ悦跃园(即悦跃园-悦跃园-圆)时取园;悦表示现金流量,等于经营活动现金流量净额;杂表示销售额,等

^① 行业虚拟变量根据《圆园园年证监会行业分类指引》确定,考虑到制造业上市公司较多,且不同制造业企业之间差异较大,所以,每一制造业二级分类设置一行业虚拟变量,加上其他 员个行业虚拟变量(未包括金融、保险业),共设置 圆个行业虚拟变量,具体为:粤—农、林、牧、渔业,月—采掘业,悦园—食品、饮料制造业,悦员—纺织、服装、皮毛制造业,悦圆—木材、家具制造业,悦猿—造纸、印刷制造业,悦源—石油、化学、塑胶、塑料制造业,悦缘—电子制造业,悦远—金属、非金属制造业,悦苑—机械、设备、仪表制造业,悦愿—医药、生物制品制造业,悦怨—其他制造业,阅—电力、煤气及水的生产和供应业,耘—建筑业,云—交通运输、仓储业,郟—信息技术业,匀—批发和零售贸易,允—房地产业,运—社会服务业,蕴—传播与文化产业,郞—综合类。每个样本的行业虚拟变量取园或员属于该行业的公司取员,其他取园。例如,农、林、牧、渔业虚拟变量,粤、农、林、牧、渔业公司取员,其余取园,依此类推。

^② 之所以引入交叉项 阅月伊孕砸是为了区别高项目风险企业与低项目风险企业这两类企业,负债比例与投资额之间关系的差异。

于主营业务收入, β 表示托宾 β , 等于企业股权市场价值与债权账面价值^①之和除以资本存量, 具体计算公式为:

$$\beta = \frac{\text{流通股股数} \times \text{伊每股股价} + \text{非流通股股数} \times \text{伊每股净资产}}{\text{总负债账面价值} + \text{总资本}}$$

摇摇根据假设, 我们预计 $\beta_{\text{园}} > \beta_{\text{员}} > \beta_{\text{跃}}$

四、统计结果

表 缘源是模型(缘源)各变量间 孕变量的相关系数矩阵及单尾检验结果。可以看出, 投资规模与新增投资项目风险、滞后一期的资产负债率、滞后一期的资产负债率与新增投资项目风险的交叉项、现金流量、销售额及托宾的 β 都显著相关。

表 缘源 愿家样本公司 孕变量的相关系数矩阵

	(陈园) 数	孕 跃	阅月 数	阅月 伊孕 数	伊孕 跃 (悦云园) 数	(杂园) 数	伊 数
(陈园) 数	员 跃	原园 跃	原园 跃	原园 跃	摇园 跃	摇园 跃	原园 跃
孕 跃		摇园 跃	原园 跃	摇园 跃	原园 跃	原园 跃	原园 跃
阅月 数			摇园 跃	原园 跃	摇园 跃	原园 跃	原园 跃
阅月 伊孕 数				摇园 跃	原园 跃	原园 跃	原园 跃
(悦云园) 数					摇园 跃	原园 跃	原园 跃
(杂园) 数						摇园 跃	原园 跃
伊 数							摇园 跃

摇摇注: * * * 在 员 跃水平上显著相关; * * 在 缘 跃水平上显著相关; * 在 孕 跃水平上显著相关。

模型(缘源)、(缘源)、(缘源)的多元回归结果如表 缘源所示。表 缘源中, 阅月的系数 $\beta_{\text{园}}$ 均显著小于 园, 阅月伊孕的系数 $\beta_{\text{员}}$ 均大于 园, 且 $\beta_{\text{园}}$ 均 $\beta_{\text{员}}$ 小于 园。这一结果表明新增投资项目风险与投资新项目企业风险大小关系不同的企业, 其负债比例与投资规模之间的关系并不一致, 这种区别对于滞后一期的资产负债率尤为突出, 因为 阅月伊孕前系数为 园, 在 孕 跃水平上显著异于 园, 而 阅月伊孕前系数为 园, 未通过显著性检验。这也说明滞后一期的资产负债率比当期资产负债率与当期投资的相关性更强, 所以, 我们在后面的研究中只考察滞后一期负债比例与投资的关系, 不再考

^① 考虑到中国上市公司的负债大部分是银行借款与商业信用, 没有公开的市场价值, 所以在计算托宾 β 时, 用负债账面价值代替。另外, 中国上市公司股权是二元结构, 由流通股与非流通股组成, 非流通股不能上市流通, 所以其价值不能简单地用股价来度量, 一般用每股净资产进行衡量和交易, 所以在计算股权市场价值时, 我们分别用每股净资产和每股股价来代表非流通股和流通股价值。

(续表)

	模型(续前)			模型(续前)			模型(续前)		
	参数估计	贼	灾损	参数估计	贼	灾损	参数估计	贼	灾损
阅	园缘园	源缘缘**	员缘园	园缘园	源缘缘**	员缘园	园缘园	源缘缘**	员缘园
耘	远缘园缘缘缘园	员缘园缘	员缘园缘	远缘园缘缘缘园	员缘园缘	员缘园缘	远缘园缘缘缘园	员缘园缘	员缘园缘
云	远缘园缘缘缘园	员缘园缘	员缘园缘	远缘园缘缘缘园	员缘园缘	员缘园缘	远缘园缘缘缘园	员缘园缘	员缘园缘
邠	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘
匀	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘
允	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘
运	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘
蕴	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘	原缘园缘缘缘园	原缘园缘	原缘园缘
酝	园缘园缘缘缘园	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘缘缘园	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘缘缘园	园缘园缘	园缘园缘
砸	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘
粤	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘	园缘园缘
云	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园
孛	园缘园	园缘园	园缘园	园缘园	园缘园	园缘园	园缘园	园缘园	园缘园
阅	员缘园	员缘园	员缘园	员缘园	员缘园	员缘园	员缘园	员缘园	员缘园
晕	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园	缘园园

摇摇注:***在缘豫水平上显著相关;**在缘豫水平上显著相关;*在缘豫水平上显著相关。
 说明:本表以缘园年园月猿日之前上市的深、沪两市各项数据完整的缘园家非金融、保险行业粤股上市公司为研究样本,以缘园年为研究窗口。模型(续前)、(续前)以滞后一期的资产负债率为解释变量,模型(续前)以当期资产负债率为解释变量。模型(续前)、(续前)中含行业虚拟变量,模型(续前)中不含行业虚拟变量。孕圆表示项目风险的虚拟变量,孕圆表示项目风险的虚拟变量,孕圆表示项目风险的虚拟变量。

察当期资产负债率。 $\beta_{\text{高}} > \beta_{\text{低}}$ 表示高项目风险企业投资规模随负债比例增加而下降的幅度较小。以滞后一期的资产负债率为例,低项目风险企业的负债比例与投资之间的相关系数为 $\beta_{\text{低}} > 0$, 而高项目风险企业这两者之间的相关系数为 $\beta_{\text{高}} > 0$ 且 $\beta_{\text{高}} > \beta_{\text{低}}$, 说明企业滞后一期的资产负债率同样增加, 但低项目风险企业要比高项目风险企业少减少投资, 这也就证实了股东—债权人冲突的存在及其对企业投资行为的影响。

但同时, 我们也看到 $\beta_{\text{高}} < 0$, 即高项目风险企业负债比例与投资规模之间并不是正相关关系, 负债的增加没有引起企业投资规模增加, 反而减少了。如第二章所述, 股东—债权人冲突对投资的影响是建立在股东—经理利益一致的假设上的, 但在我国众多上市公司中, 由于股权过多集中于无法真正行使股东职权的国家手中, 使得经理成为了上市公司的实际控制人, 内部人控制严重, 经理出于自身利益的考虑, 会将多余的现金投资于非盈利项目, 从而损害股东利益, 股东—经理之间的利益并不一致。因此, 我们在考察我国上市公司负债比例与投资之间关系时, 需要将负债的相机治理作用考虑也在内, 即负债可以减少股东—经理冲突引起的过度投资行为。负债的这种相机治理作用在一定程度上抵消了高项目风险企业负债与投资规模之间的正相关关系, 同时也加大了低项目风险企业负债与投资规模之间的负相关关系。所以, 高项目风险企业的投资规模随负债增加而下降的幅度相对较小, 负债比例与投资规模之间的关系是两种理论共同作用的结果。负债对高项目风险企业投资规模的影响程度与对低项目风险企业投资规模的影响程度不同, 证实了我们的原假设。另外, 高项目风险企业投资规模与负债之间的负相关关系(即 $\beta_{\text{高}} < 0$), 说明负债抑制股东—经理冲突引起的过度投资的作用大于负债本身引起的股东—债权人冲突引起的过度投资。

从模型(5.1)、(5.2)的回归结果中, 我们可以看到, 是否加入行业虚拟变量对解释变量的符号与显著性影响不大, 而且模型(5.1)、(5.2)中大部分行业虚拟变量都未通过显著性检验, 表明行业对企业投资规模的影响不大, 因此在后面的研究中, 我们都未将行业因素考虑在内。此外, 模型(5.1)、(5.2)的 F 统计值都超过了 F_{α} , 说明存在多重共线性。为减少多重共线性对回归结果的影响, 我们将研究样本根据新增投资项目风险分成两类, 直接比较两类样本间投资—资产负债率敏感度的大小(具体见本节第四部分中的稳定检验)。

另外,表 5-10 中,新增投资项目风险与投资规模显著负相关,这与 5.1 节中 5.1.1 节及第四章模拟的结果不一致,这可能是由于多重共线性改变了参数的方向。此外,现金流量对投资没有显著影响,这一结论与传统的投资的融资约束理论相左。

五、稳定检验^①

下面我们分别变换研究样本、研究方法、被解释变量及解释变量的取值方法,对上述实证结果进行稳定检验。

(一) 以 2007 年底前上市的 200 家上市公司为研究样本

我们又以 2007 年 12 月 31 日之前上市的深、沪两市各项数据完整的 200 家非金融、保险行业 粤股上市公司作为研究样本,采用模型(5-1)对负债比例与投资规模之间的关系进行了回归,研究方法、各变量的取值同前。各变量间 5.1 节中相关系数矩阵及单尾检验结果如表 5-11 所示。可以看出,投资规模与滞后一期的资产负债率、现金流量、销售额及托宾 Q 都显著相关,而项目风险、滞后一期的资产负债率与项目风险的交叉项与投资规模相关性较弱,且不显著。

表 5-11 200 家样本公司 5.1 节中相关系数矩阵

	(1) 资产负债率	(2) 现金流量	(3) 销售额	(4) 托宾 Q	(5) 项目风险	(6) 滞后一期资产负债率	(7) 滞后一期现金流量	(8) 滞后一期销售额	(9) 滞后一期托宾 Q	(10) 滞后一期项目风险
(1) 资产负债率	1	0.1234**	0.1567**	0.1890**	0.2123**	0.1345**	0.1678**	0.1901**	0.2234**	0.2456**
(2) 现金流量		1	0.1123**	0.1456**	0.1789**	0.1234**	1	0.1345**	0.1678**	0.1901**
(3) 销售额			1	0.1234**	0.1567**	0.1890**	0.1345**	1	0.1678**	0.1901**
(4) 托宾 Q				1	0.1345**	0.1678**	0.1901**	0.1234**	1	0.2234**
(5) 项目风险					1	0.1456**	0.1789**	0.2123**	0.1567**	1
(6) 滞后一期资产负债率						1	0.1567**	0.1890**	0.2123**	0.2456**
(7) 滞后一期现金流量							1	0.1678**	0.1901**	0.2234**
(8) 滞后一期销售额								1	0.1789**	0.2123**
(9) 滞后一期托宾 Q									1	0.2234**
(10) 滞后一期项目风险										1

摇摇注:***,在 1%水平上显著相关;** ,在 5%水平上显著相关;* ,在 10%水平上显著相关。

多元回归结果如表 5-12 所示。表 5-12 中, 5.1 节中 5.1.1 节前系数 β_{10} 、 β_{11} 符号同前, β_{10} 小于 0, β_{11} 大于 0, 但显著度有所降低, 而且 β_{10} 、 β_{11} 均小于 0, 所以, 总体上来说, 研究样本变更后, 负债比例与投资规模之间的关系并没有发生太大的变化, 两者之间仍呈现负相关关系, 并且, 高项目风险企业负债

^① 稳定检验是为了检验回归结果的稳定性。

比例与投资规模之间的敏感度小于低项目风险企业。同时, 阅月伊孕砸孕砸的灾宏值都超过了缘, 说明存在多重共线性。此外, 现金流量与投资规模显著正相关。

表 缘瑶瑶 多元回归结果

	参数估计	杂	贼	杂	灾宏
(常数)	园	园	猿	园	园
孕砸	原	园	原	园	远
阅月	原	园	原	园	员
阅月伊孕砸	园	园	员	园	苑
(悦云)	园	园	员	园	员
(杂云)	园	园	愿	园	员
匠	原	园	原	园	员

摇摇注: * * * 在 员豫水平上显著相关; * * 在 缘豫水平上显著相关; * 在 员豫水平上显著相关。

说明 本表以 员忽忽年 员月 猿日之前上市的深、沪两市各项数据完整的 怨国家非金融、保险行业 粤股上市公司为研究样本, 以 员忽忽年为研究窗口。孕砸表示新增投资项目风险的虚拟变量 Δ 悦云取 员, Δ 杂云取 园

(二) 不引入交叉变量的研究方法

我们知道, 在回归模型中引入交叉变量易引起多重共线性问题, 在模型(缘圆)、(缘圆)、(缘圆)的回归中, 虽然交叉项 阅月伊孕砸以及 阅月孕砸的灾宏值未超过 员, 但也达到了 远, 存在一定的多重共线性问题。为减少多重共线性对回归结果的影响, 我们根据新增投资项目风险与投资新前企业风险大小的不同将研究样本分成两类, 即高项目风险企业(孕砸越员)与低项目风险企业(孕砸越园), 分别进行回归, 回归模型如下(各变量定义同前)。

$$\left(\frac{\text{限}}{\text{运}}\right)_{\text{截}} \text{越} \alpha_{\text{园}} \text{垣} \beta_{\text{园}} \text{阅月} \text{垣} \beta_{\text{员}} \text{匠} \text{垣} \beta_{\text{圆}} \left(\frac{\text{悦云}}{\text{运}}\right)_{\text{截}} \text{垣} \beta_{\text{猿}} \left(\frac{\text{杂云}}{\text{运}}\right)_{\text{截}} \text{垣} \varepsilon \quad (\text{缘圆})$$

摇摇表 缘为模型(缘圆)各变量间孕砸取 员孕砸取 园上相关系数矩阵及单尾检验结果, 其中①以 员忽忽年 员月 猿日之前上市的 怨国家 粤股上市公司为研究样本, ②以 员忽忽年 员月 猿日之前上市的 怨国家 粤股上市公司为研究样本。可以看出, 除了②中高项目风险企业投资规模与滞后一期的资产负债率相关系数较低且不显著外, 其余情况下投资规模与滞后一期的资产负债率均在 员豫水平上显著负相关。而且两种样本下, 高项目风险企业投资规模与滞后一期资产负债率的相关系数均小于低项目风险企业两者间的相关系数。此外, 各解释变量间相关系数较低, 表明变量之间不存在多重共线性。

表 缘瑶模型(缘)各变量孕期缘上相关系数矩阵

		(缘)	阅	(悦)	(杂)	匹	
①	孕越	(缘)	阅	原缘**	摇缘*	摇缘**	摇缘**
		阅		摇缘	原缘**	原缘缘	原缘**
		(悦)			摇缘	摇缘*	摇缘
		(杂)				摇缘	原缘
		匹					摇缘
②	孕越	(缘)	阅	原缘**	摇缘**	摇缘**	摇缘
		阅		摇缘	原缘**	摇缘缘	原缘**
		(悦)			摇缘	摇缘**	摇缘**
		(杂)				摇缘	摇缘
		匹					摇缘
③	孕越	(缘)	阅	原缘**	摇缘*	摇缘**	原缘**
		阅		摇缘	原缘**	摇缘	原缘*
		(悦)			摇缘	摇缘*	摇缘缘
		(杂)				摇缘	原缘
		匹					摇缘
④	孕越	(缘)	阅	原缘**	摇缘**	摇缘**	原缘**
		阅		摇缘	原缘**	摇缘**	原缘**
		(悦)			摇缘	摇缘**	摇缘**
		(杂)				摇缘	摇缘
		匹					摇缘

摇摇注：***,在缘水平上显著相关；**,在缘水平上显著相关；*,在缘水平上显著相关。

表 缘为模型(缘)的多元回归结果。表 缘中①以缘年缘月猿日之前上市的缘家粤股上市公司为研究样本,②则以缘年缘月猿日之前上市的缘家粤股上市公司为研究样本。根据假设,我们预计 $\beta_{\text{阅(孕越)}}$ 、 $\beta_{\text{阅(孕越)}}$ 、 $\beta_{\text{阅(孕越)}}$ 均小于园,且滞后一期的资产负债率与投资规模在缘水平上显著负相关,但②中 $\beta_{\text{阅(孕越)}}$ 未通过显著性检验①,这说明无论是低项目风险企业,还是高项目风险企业,滞后一期的资产负债率与投资规模都显著负相关。回归结果还显示, $\beta_{\text{阅(孕越)}}$ 、 $\beta_{\text{阅(孕越)}}$ 、 $\beta_{\text{阅(孕越)}}$ 这也就表明在新增投资项目风险与投资新项目前企业风险大小不同的情况下,滞后一期的资产负债率与企业投资规模之间的相关性存在差异,高项目风险企业投资规模随负债比例增加而下降的幅度小于低项目风险企业,这一回归结果与引入交叉变量的模型(缘)、(缘)、

① 我们从模型(缘)中去掉现金流量变量(悦)后再回归,发现②中高项目风险企业阅与(缘)在缘水平上显著负相关。

表 2 线性模型(续)多元回归结果

	①			②		
	参数估计	t值	F值	参数估计	t值	F值
(常数)	源	源	源	源	源	源
岗	源	源	源	源	源	源
(忆)	源	源	源	源	源	源
(杂)	源	源	源	源	源	源
匹	源	源	源	源	源	源
硬	源	源	源	源	源	源
粤	源	源	源	源	源	源
云	源	源	源	源	源	源
尔	源	源	源	源	源	源
阅	源	源	源	源	源	源
尔	源	源	源	源	源	源
世	源	源	源	源	源	源
灶	源	源	源	源	源	源

说明：* * * 在 5% 水平上显著相关；* * * 在 10% 水平上显著相关；* * * 在 15% 水平上显著相关。
 说明：表中①是以 1990 年 1 月 1 日之前的深、沪两市各项数据完整的 100 家非金融、保险行业 粤股上市公司为研究样本的回归结果，②是以 1990 年 1 月 1 日之前的深、沪两市各项数据完整的 100 家非金融、保险行业 粤股上市公司为研究样本的回归结果。

(续前)的结果一致,同样在一定程度上证明了股东—债权人冲突对投资的影响。如第二章所述,负债从两个方面对投资产生影响,一是股东—债权人冲突,二是股东—经理冲突,前者使得在不同的项目风险下,负债对投资的影响方向不同,后者则使负债与投资负相关。在这里,我们很难将两者严格区分开,即我们看到的负债与投资之间的关系应该是两者共同作用的结果,所以,如果 $\beta_{\text{高项目风险}} < \beta_{\text{低项目风险}}$ 且没有显著差异,则说明只有股东—经理冲突影响负债与投资之间的关系;如果 $\beta_{\text{高项目风险}}$ 在数值上显著小于 $\beta_{\text{低项目风险}}$,则说明两者都对负债与投资之间的关系产生了影响,股东—经理冲突引起的负债与投资之间的负相关关系在一定程度上抵消了高项目风险企业中股东—债权人冲突引起的过度投资行为。

我们用邹检验来检验不同项目风险下,滞后一期资产负债率与投资规模的回归参数之间是否存在显著差异。以对表 2-10 中 $\beta_{\text{高项目风险}}$ 与 $\beta_{\text{低项目风险}}$ 的检验为例。首先假设 $\beta_{\text{高项目风险}} = \beta_{\text{低项目风险}}$;接着计算无约束残差平方和($SS_{\text{无}}$),无约束残差平方和就等于表 2-10 中两个 $SS_{\text{残}}$ 之和,计算得 $SS_{\text{无}}$ 之后对模型(2-10)进行约束回归,约束条件为 $\beta_{\text{高项目风险}} = \beta_{\text{低项目风险}}$,计算得有约束残差平方和($SS_{\text{有}}$)等于 $SS_{\text{无}}$,然后计算云值^①,

$$\text{云值} = \frac{(SS_{\text{有}} - \text{原}SS_{\text{无}}) / \text{转}SS_{\text{有}}}{SS_{\text{无}} / \text{转}SS_{\text{无}}}$$

$$\text{云值} = \frac{(SS_{\text{有}} - \text{原}SS_{\text{无}}) / \text{转}SS_{\text{有}}}{SS_{\text{无}} / \text{转}SS_{\text{无}}}$$

最后比较云值与 $F_{\text{临界}}(1, \text{转}SS_{\text{有}})$,因为 $\text{云值} > F_{\text{临界}}(1, \text{转}SS_{\text{有}})$,所以拒绝原假设,即表 2-10 中 $\beta_{\text{高项目风险}}$ 与 $\beta_{\text{低项目风险}}$ 在 5%水平上有显著差异。同理,我们检验得表 2-10 中 $\beta_{\text{高项目风险}}$ 与 $\beta_{\text{低项目风险}}$ 在 5%水平上有显著差异。^③ 这也表明不同项目风险下,滞后一期的资产负债率与企业投资规模之间的相关性存在差异,低项目风险企业投资规模随滞后一期资产负债率增加而下降的幅度大于高项目风险企业,说明我国上市公司股东、债权人之间有冲突,而且股东会通过歪曲投资来损害债权人的利益。此外,表 2-10 中解释变量的方差膨胀因子(VIF)均小于 10,说明模型(2-10)不存在多重共线性问题。

① 公式中 k 表示自由度。

② $F_{\text{临界}}(1, \text{转}SS_{\text{有}}) \approx F_{\text{临界}}(1, \text{转}SS_{\text{有}})$

③ 计算得 $\text{云值} = 1.12 > F_{\text{临界}}(1, \text{转}SS_{\text{有}}) = 1.12$, $\text{云值} = 1.12 > F_{\text{临界}}(1, \text{转}SS_{\text{有}}) = 1.12$

(三) 变更被解释变量的定义

下面我们用样本公司 t 年投资规模的相对数 $\Delta(\text{运})_{i,t}$ 表示被解释变量, 建立模型(缘缘)进行回归。其中 $\Delta(\text{运})_{i,t}$ 为原行业相对投资规模, 行业相对投资规模取当年各行业^①内上市公司 $\text{运}_{i,t}$ 的均值, 由于在计算投资规模时已将行业因素考虑在内, 所以, 在模型(缘缘)中不再引入行业虚拟变量作为控制变量。

$$\Delta(\text{运})_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{阅}_{i,t-1} + \beta_2 \text{阅}_{i,t-2} + \beta_3 \left(\frac{\text{悦}}{\text{运}}\right)_{i,t} + \beta_4 \left(\frac{\text{杂}}{\text{运}}\right)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{缘缘})$$

摇摇表 缘缘 为模型(缘缘)各变量间 t 期数据上相关系数矩阵及单尾检验结果。可以看出 $\Delta(\text{运})$ 与滞后一期的资产负债率都在 t 水平上显著负相关。此外, 各解释变量间相关系数较低, 表明变量之间不存在多重共线性。

表 缘缘 模型(缘缘)各变量 t 期数据上相关系数矩阵

	$\Delta(\text{运})_{i,t}$	$\text{阅}_{i,t-1}$	$\text{阅}_{i,t-2}$	$\left(\frac{\text{悦}}{\text{运}}\right)_{i,t}$	$\left(\frac{\text{杂}}{\text{运}}\right)_{i,t}$	$\text{匹}_{i,t}$
$\Delta(\text{运})_{i,t}$	1	原	原	原	原	原
$\text{阅}_{i,t-1}$		1	原	原	原	原
$\text{阅}_{i,t-2}$			1	原	原	原
$\left(\frac{\text{悦}}{\text{运}}\right)_{i,t}$				1	原	原
$\left(\frac{\text{杂}}{\text{运}}\right)_{i,t}$					1	原
$\text{匹}_{i,t}$						1

摇摇注：*** 在 t 水平上显著相关；** 在 t 水平上显著相关；* 在 t 水平上显著相关。

表 缘缘 是模型(缘缘)的多元回归结果。如表 缘缘 所示, 无论是高项目风险企业, 还是低项目风险企业, 滞后一期资产负债率前系数 $\beta_{\text{阅}}$ 均显著小于 0, 且 $\beta_{\text{阅}}^{\text{高项目风险企业}}$ 绝对值小于 $\beta_{\text{阅}}^{\text{低项目风险企业}}$, 即 $\beta_{\text{阅}}^{\text{高项目风险企业}} > \beta_{\text{阅}}^{\text{低项目风险企业}}$, 这与表 缘缘 中以 运 为被解释变量的回归结果一致, 也与假设一致。而且邹检验表明 $\beta_{\text{阅}}^{\text{高项目风险企业}}$ 与 $\beta_{\text{阅}}^{\text{低项目风险企业}}$ 在 t 水平上有显著差异。^② 此外, 解释变量的 t 统计量均小

① 行业仍按前面的分类方法, 分为 6 个行业。
 ② 计算得 $\text{云}(\text{运})_{i,t} = \text{云}(\text{阅})_{i,t-1} - \text{云}(\text{阅})_{i,t-2}$, $\text{云}(\text{悦})_{i,t} = \text{云}(\text{悦})_{i,t} - \text{云}(\text{悦})_{i,t-1}$, $\text{云}(\text{杂})_{i,t} = \text{云}(\text{杂})_{i,t} - \text{云}(\text{杂})_{i,t-1}$ 。

于员源,说明不存在多重共线性。回归结果再一次验证了企业负债比例与投资规模之间的负相关关系,且这种负相关关系因新增投资项目风险与投资新项目目前企业风险间关系的不同而有所差异,高项目风险企业负债比例与投资规模之间的负相关关系较弱,但也并没有如股东—债权人冲突理论所预期的呈正相关关系,这主要归因于负债的相机治理作用在一定程度上抵消了股东—债权人冲突引起的高项目风险企业的过度投资行为。

表 缘园 摇播模型(缘缘)多元回归结果

	孕砸越园			孕砸越员		
	参数估计	贼	灾宏	参数估计	贼	灾宏
(常数)	园源源	摇园源源*		原源源源缘	原员源源源	
阅月	原园源源	原源源源**	员源源源	原源源源缘	原园源源源*	员源源源
(悦云云)源	原员源源源缘	原园源源源	员源源源	员源源源缘	园源源源	员源源源
(杂云云)源	园源源源	缘源源源**	员源源源	苑源源源缘	源源源源**	员源源源
匝	原园源源源缘	原园源源源*	员源源源	员源源源缘	园源源源	员源源源
砸		园源源源			园源源源	
粤当砸		园源源源			园源源源	
云		员源源源			愿源源源	
杂早云		园源源源			园源源源	
阅宰		员源源源			园源源源	
杂云		员源源源			愿源源源	
崖		猿源源			源源源	
灶		猿源源			源源源	

摇播注:***在员源水平上显著相关;**在缘源水平上显著相关;*在员源水平上显著相关。

六、小结

本节研究表明,在我国上市公司中,负债融资影响着企业的投资行为,负债比例与企业投资规模之间呈现负相关关系。为了识别股东—债权人冲突和负债相机治理作用各自对企业投资行为产生的影响,我们根据新增投资项目风险与投资新项目目前企业风险的大小,将样本分为高项目风险企业和低项目风险企业。研究发现,在低项目风险企业中,既存在股东—债权人冲突引发的投资不足,又存在负债相机治理作用对过度投资的约束,使得负债比例与企业投资规模负相关。在高项目风险企业中,既存在股东—债权人冲突引发的过度投资,也存在负债相机治理作用,但由于负债的相机治理作用更强些,所以负债比例与企业投资规模仍然负相关,但其

相关程度比低项目风险企业小。本节的研究为股东—债权人冲突对投资行为的影响和负债相机治理作用的存在都提供了证据,表明我国上市公司中负债对企业投资行为的影响是两种理论共同作用的结果。这也验证了我国上市公司股东会通过歪曲投资来损害债权人的利益。

第二节 摇负债类型与投资规模

在上一节中,我们从总体上考察了负债比例对投资的影响。事实上,负债有很多种类,如根据负债期限长短,可以将负债分为流动负债与长期负债,根据筹资来源不同,又可将负债分为银行借款、商业信用与企业债券等。不同种类的负债在公司治理中所起的作用不同,不同种类债权人的权利及对公司的监控程度也有所差异,那么,不同种类的负债是否会对企业投资产生不同影响?其影响又有些什么特点?在本节中,我们将分别根据负债来源与负债期限对负债进行细分,进一步考察不同负债种类对企业投资的影响。

一、负债来源对企业投资的影响

一般来说,企业负债主要有三大来源,即银行借款、商业信用与企业债券。相比较而言,企业债券持有人在公司治理中所起的作用最大,银行借款次之,商业信用最弱。银行借款的公司治理作用之所以不如企业债券是因为企业债券的债权人比较分散,一旦企业处于财务困境时,企业需要与债权人逐个谈判,谈判成本较高,而银行借款的债权人只有一个,企业与债权人的协商比较容易,谈判成本较低,尤其在我国的银行体系及上市公司股权结构下,国有商业银行与大部分上市公司都属于国家所有,谈判成本更低。而作为自然负债的商业信用的债权人,如供应商等通常不参与公司经营,对企业基本上没有什么约束力,在公司治理中起的作用很少。

如第三章所述,我国上市公司的负债主要来源于银行借款和商业信用,而在西方作为长期负债重要来源的公司债券融资在我国上市公司负债中所占比重很少,因此,在本节中,我们只考察银行借款与商业信用对投资的影响,而不考虑公司债券。

(一) 研究假设

商业信用是企业的经营过程中自然形成的负债,通常期限较短,而且

一般与特定的交易行为相联系。它在信用期内可以无偿使用,无需支付利息。由于商业信用比较分散,单笔交易的金额一般又较小,商业信用债权人对债务人基本上没有约束,表现在:(员)事前无保障。商业信用以购销合同为依据,企业之间的赊销与赊购完全依据之前的付款记录,也就是完全凭信用,而不可能像银行借款一样设立抵押或担保品。(圆)事中监控难。商业信用的债权人,如供应商很少参与企业的经营活动,作为债务人的企业也没有义务向其报告企业的经营状况,他们大多处于消极被动的地位,即使企业出现滥用商业信用资金的行为,例如挪用商业信用资金用于投资活动、向股东分红等,债权人也很难干涉。(猿)事后维权难。作为商业信用的债权人,唯一能够保护自己利益的途径就是借助法律手段,在到期债权未得到清偿时,向法院提出破产申请,但在我国,企业破产机制的缺陷阻碍了债权人利益的实现。从我国实际情况来看,一方面,企业破产难,企业特别是国有企业,尽管经营绩效低下、无法偿还到期债务的情形极为普遍,但破产的比例仍很低,其中一个原因就是部分地方政府出于维护本地区稳定和利益的考虑,对法院决策进行行政干预。另一方面,债权人往往被排除在破产程序之外,根据我国《国有企业破产法》,企业破产申请需经主管当局审批,清算组成员主要包括破产公司股东、主管部门和地方政府,债权人很难参与,往往成为破产程序中事实上的局外人。而且,在破产清偿顺序中,债权人处于不利地位,破产企业的财产在支付破产费用、缴纳所欠税款和安置职工之后,到债权人序列时已经所剩无几。^①另外,商业信用期限通常短于一年,因此,一般只能供企业短期使用,较难用来进行长期项目投资,所以,商业信用占总负债比例越高的企业,长期投资应该越少。^②

与商业信用不同,银行借款一般金额较大、期限长、需要支付利息,而且其债权人是专业性的借贷机构,拥有一大批信贷方面的专业人才。虽然银行借款在控制代理成本方面同样存在缺陷:流动性低,一旦投入企业则被“套牢”;信贷资产缺乏由充分竞争产生的市场价格,不能及时对企业实际价值的变动作出反应,面临较大的道德风险,尤其是必须面对借款人经常将银行借款挪作他用或改变投资方向,以及其他转移、隐匿企业资产的

① 参见上海证券交易所:《中国公司治理报告(圆园园猿)》,复旦大学出版社圆园园猿年版,第圆愿页。

② 我们建立模型对当期和滞后一期的商业信用占负债总额比例(月猿月)与投资(月猿月)之间的关系进行了验证,结果表明两者显著负相关。由于篇幅问题,本书没有列示上述实证结果。

行为。^①但相对而言,其债权人对债务人(借款企业)约束比商业信用的债权人强,这主要体现在事前与事中的约束上。一般而言,借款之前要接受债权人银行规范的信贷审核,通过审核后还要签定正规的借款合同,有的还需提供抵押物或担保品,^②有的借款合同中甚至包括一系列的限制性条款,如对企业财务状况、再融资行为、股利分配行为等提出要求,以防止银行的利益受到侵害。而且,银行较供应商对企业的参与程度更多些,在大多数情况下,银行都是债权人参与公司治理的主要代表,有能力对企业进行干涉和对债权资产进行保护。此外,银行借款的期限明显长于商业信用,虽然我国上市公司的银行借款主要是短期借款,但这些短期借款很大一部分都是循环使用的,借新债还旧债的情况相当普遍,短期借款的实际使用年限往往超过1年,用以进行长期投资比较合适。所以,相对于商业信用,银行借款债权人的利益不易被侵害,而且此类负债的相机治理作用相对较强。

综上所述,我们认为,在我国上市公司中,不同来源的负债在公司治理中所起的作用不同,不同来源的负债所引发的股东—债权人冲突的程度也有所不同。因此,我们提出了三个假设。

假设1:低项目风险企业的商业信用、银行借款均与投资规模显著负相关;

假设2:高项目风险企业的商业信用、银行借款均与投资规模显著相关(正相关或负相关);

假设3:商业信用与投资规模之间的相关程度和银行借款与投资规模之间的相关程度存在显著差异,且商业信用对投资规模的影响更大。

(二) 研究样本及其描述性统计

我们以上一节中1995年10月1日之前上市的深、沪两市各项数据完整的非金融、保险行业A股上市公司中的150家^③为研究样本,其中高项目风险企业100家,低项目风险企业50家。我们以银行借款对总资产比例(简称 LEV)与商业信用对总资产比例(简称 CC)为解释变量,分

^① 参见陈耿、周军:《企业债务融资结构研究——一个基于代理成本的理论分析》,《财经研究》1999年第(4)期,第1—12页。

^② 有证据表明,我国企业抵押借款、担保借款的比例有上升趋势。

^③ 由于上市公司赣能股份银行借款与商业信用的数据不全,所以,在本节研究中将其从样本中剔除。

别表示来源不同的两种负债。银行借款对总资产比例 越 长期借款 垣短期借款) 辕总资产 ;商业信用对总资产比例 越 应付票据 垣应付账款 垣预收账款) 辕总资产。

表 缘园为样本公司当期与滞后一期的银行借款对总资产比例与商业信用对总资产比例的简单统计值。表 缘园的统计值有三个特点 : (员) 无论是银行借款对总资产比例 还是商业信用对总资产比例 ,最小值都为 园;(圆) 银行借款对总资产比例的各项统计指标均大于商业信用对总资产比例 ;(猿) 项目风险较小的企业的银行借款对总资产比例高于项目风险较大的企业。

表 缘园为不同 (蕴圆) 辕 (月圆) 辕 区间样本公司投资规模的描述性统计。统计结果显示 : (员) 对于高项目风险企业 ,投资额均值随银行借款对总资产比例呈倒 栽型变化 ,投资额在 圆(猿) 辕 处达到最大 ;对于低项目风险企业 ,投资额均值随银行借款对总资产比例呈波浪形波动 ,在 圆(猿) 辕 处达到最大 ,圆(猿) 辕 处达到最小。(圆) 无论是低项目风险企业 ,还是高项目风险企业 ,投资额均值都随商业信用对总资产比例呈单边下降趋势 ,即商业信用对总资产比例越大 ,投资额越少。(猿) 无论是银行借款对总资产比例 还是商业信用对总资产比例 ,低项目风险企业比高项目风险企业在各 圆(猿) 辕 区间投资额均值的波动幅度大 ,即低项目风险企业的投资额随银行借款对总资产比例及商业信用对总资产比例变化的波动较大。①

(三) 回归模型

我们建立回归模型(缘园)对假设进行检验。模型(缘园)中引入了银行借款对总资产比例、商业信用对总资产比例与项目风险 孕砸的交叉项 ,以区别新增投资项目风险大于或小于投资新目前企业风险这两种情况下 ,银行借款与商业信用对投资的影响。根据上述三个假设 ,我们预计 $\beta_{圆}$ 约 园, $\beta_{猿}$ 跃 园, $\beta_{源}$ 约 园, $\beta_{猿}$ 跃 园; 渣圆 渣天渣 渣天渣 渣天渣 渣天渣 渣天渣

$$\left(\frac{\text{陨}}{\text{运}}\right)_{\text{源}} \text{越} \alpha_{\text{圆}} \text{垣} \alpha_{\text{猿}} \text{孕砸} \text{垣} \beta_{\text{圆}} \left(\frac{\text{蕴}}{\text{圆}}\right)_{\text{源}} \text{垣} \beta_{\text{圆}} \left(\frac{\text{蕴}}{\text{圆}}\right)_{\text{源}} \text{伊孕砸} \text{垣} \beta_{\text{圆}} \left(\frac{\text{月}}{\text{圆}}\right)_{\text{源}} \text{垣} \beta_{\text{圆}} \left(\frac{\text{月}}{\text{圆}}\right)_{\text{源}} \text{伊孕砸} \text{垣} \beta_{\text{圆}} \left(\frac{\text{悦}}{\text{运}}\right)_{\text{源}} \text{垣} \beta_{\text{圆}} \left(\frac{\text{杂}}{\text{运}}\right)_{\text{源}} \text{垣} \varepsilon \quad (缘园)$$

摇摇 蕴圆:银行借款对总资产比例 蕴圆越 (长期借款 垣短期借款) 辕总资产。

① 这里“圆(猿) 辕”指“四分位”,圆(猿) 辕 员 圆(猿) 辕 圆 圆(猿) 辕 猿 圆(猿) 辕 源 分别指第一、第二、第三、第四个四分位区间。

表 5-2 样本公司 资产负债率简单统计值

统计变量	高项目风险企业					低项目风险企业				
	最小值	分位数	中位数	分位数	最大值	最小值	分位数	中位数	分位数	最大值
(资产负债率)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(资产负债率)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(资产负债率)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(资产负债率)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注：资产负债率表示银行借款对总资产比例，资产负债率表示长期借款对总资产比例，资产负债率表示商业信用对总资产比例，资产负债率表示应付票据对应收账款、预收账款、总资产。

表 续 瑞信样本公司分区间投资额均值与中位数

(风险) 目	(瑞信) 瑞信				(月 瑞信) 瑞信			
	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信
高项目 风险企业	均值	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信
	中位数	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信
	样本数	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信
低项目 风险企业	均值	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信
	中位数	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信
	样本数	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信	瑞信

瑞信注：瑞信表示银行借款对总资产比例，瑞信表示长期借款，瑞信表示商业信用对总资产比例，瑞信表示应付票据，瑞信表示应收账款，瑞信表示资产。

商业信用对总资产比例、应付票据、应付账款、预收账款)总资产。

其他变量定义同前。

(四) 统计结果

表 5-10 为模型 (5-10) 各变量间的相关系数矩阵及单尾检验结果。可以看出,投资规模与滞后一期的商业信用对总资产比例、银行借款对总资产比例以及 $(\text{月})_{i,t-1}$ 、 $(\text{月})_{i,t-2}$ 、 $(\text{月})_{i,t-3}$ 都显著负相关。此外, $(\text{月})_{i,t-1}$ 与 $(\text{月})_{i,t-2}$ 、 $(\text{月})_{i,t-2}$ 与 $(\text{月})_{i,t-3}$ 、 $(\text{月})_{i,t-1}$ 与 $(\text{月})_{i,t-3}$ 的相关系数都超过了 0.95,表明变量之间可能存在多重共线性。

模型 (5-10) 的回归结果见表 5-11。表 5-11 中 ① 只以银行借款对总资产比例为解释变量,② 只以商业信用对总资产比例为解释变量,③ 则以两种比例为解释变量。如表 5-11 所示:(员) $(\text{月})_{i,t-1}$ 的系数 $\beta_{\text{月}}$ 在 5% 水平上显著小于 0,即低项目风险企业银行借款对总资产比例与投资规模负相关,与原假设一致。(圆) $(\text{月})_{i,t-1}$ 的系数 $\beta_{\text{月}}$ 在 5% 水平上显著小于 0,即低项目风险企业商业信用对总资产比例与投资规模负相关,与原假设一致。(猿) $(\text{月})_{i,t-1}$ 与 $(\text{月})_{i,t-2}$ 交叉项的系数 $\beta_{\text{月}}\beta_{\text{月}}$ 均大于 0,但都未通过显著性检验,而且 $\beta_{\text{月}}\beta_{\text{月}}$ 、 $\beta_{\text{月}}\beta_{\text{月}}$ 都小于 0,说明在高项目风险企业中,银行借款和商业信用对投资规模的影响小于低项目风险企业,与原假设一致。原因是负债的相机治理作用抵消了高项目风险企业股东的一部分过度投资行为。(源) $(\text{月})_{i,t-1}$ 以及 $(\text{月})_{i,t-2}$ 、 $(\text{月})_{i,t-3}$ 的系数的绝对值分别大于 $(\text{月})_{i,t-1}$ 以及 $(\text{月})_{i,t-2}$ 、 $(\text{月})_{i,t-3}$ 的系数,即 $\beta_{\text{月}} > \beta_{\text{月}}$ 、 $\beta_{\text{月}} > \beta_{\text{月}}$ 、 $\beta_{\text{月}} > \beta_{\text{月}}$ 与原假设一致,说明银行借款与商业信用对投资规模的影响存在差异,商业信用对投资的影响更大。(缘) 项目风险不同的企业之间,商业信用对投资规模影响的差异更大,即 $\beta_{\text{月}} > \beta_{\text{月}}$ 、 $\beta_{\text{月}} > \beta_{\text{月}}$ 。(远) 悦云的结果均不显著。

(五) 稳定检验

下面我们用不引入交叉变量的方法对上述回归结果进行稳定检验。仍选用上述 100 家粤股上市公司为研究样本,为减少多重共线性的影响,我们同样将研究样本根据项目风险分成两类,即高项目风险企业 ($\text{月} > 0$) 与低项目风险企业 ($\text{月} < 0$)。我们以投资—资本存量比例为被解释变量,以商业信用对总资产比例 (月) 与银行借款对总资产比例 (月) 为解释变量,建立模型 (5-11),并对高项目风险企业与低项目风险企业分别进行回

表 2 线性模型(源码)各变量孕激素水平相关系数矩阵

	(孕酮) _原	孕酮	(孕酮) _原	孕酮	孕酮	孕酮	孕酮	孕酮	孕酮
(孕酮) _原	1	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**
孕酮	0.45**	1	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**
(孕酮) _原	0.45**	0.45**	1	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**
(孕酮) _原	0.45**	0.45**	0.45**	1	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**
(孕酮) _原	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	1	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**
(孕酮) _原	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	1	0.45**	0.45**	0.45**
(孕酮) _原	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	1	0.45**	0.45**
(孕酮) _原	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	1	0.45**
(孕酮) _原	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	0.45**	1

注：*** 在孕酮水平上显著相关；** 在孕酮水平上显著相关；* 在孕酮水平上显著相关。
 孕酮表示银行借款对总资产比例，孕酮表示商业信用对总资产比例，孕酮表示项目风险。

表 缘瑶瑶模型(缘瑶)多元回归结果

	①		②		③	
	参数估计	贼	参数估计	贼	参数估计	贼
(常数)	园缘缘	摇缘缘缘缘**	园缘缘	摇缘缘缘缘**	园缘缘苑	摇缘缘缘缘**
孕匝	原缘缘缘缘缘缘缘缘	原园缘缘缘**	原缘缘缘缘缘缘缘缘	原园缘缘缘**	原缘缘缘缘缘缘缘缘	原园缘缘缘**
(缘缘)	原园缘缘缘	原缘缘缘缘缘**	原园缘缘缘	原缘缘缘缘缘**	原园缘缘缘	原园缘缘缘**
孕匝伊(缘缘)	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
(月缘)	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
孕匝伊(月缘)	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
孕匝伊(缘云缘)	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
(杂缘)	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
匝	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
砸	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
粤缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
云	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
缘缘云	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘
灶	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘	园缘缘缘	缘缘缘缘

摇摇注：***在缘缘水平上显著相关；**在缘缘水平上显著相关；*在缘缘水平上显著相关。
 说明：本表以缘缘年缘缘月缘缘日之前上市的深、沪两市各项数据完整的缘缘家非金融、保险行业粤股上市公司为研究样本，以商业信用对总资产比例(月缘)与银行借款对总资产比例(缘缘)为解释变量，商业信用对总资产比例(应付款)与应付账款、应付账款(款)缘缘资产，银行借款对总资产比例(长期借款)缘缘资产。表中①只以银行借款对总资产比例为解释变量，②只以商业信用对总资产比例为解释变量，③则以两种比例为解释变量。缘缘表示项目风险。

归(各变量定义同前)。回归结果见表 缘远

$$\begin{pmatrix} \text{限} \\ \text{运} \end{pmatrix}_{\text{数}} \text{越} \begin{pmatrix} \text{园} \\ \text{员} \end{pmatrix}_{\text{数}} \begin{pmatrix} \text{蕴} \\ \text{鸫} \end{pmatrix}_{\text{数}} \begin{pmatrix} \text{月} \\ \text{鸫} \end{pmatrix}_{\text{数}} \begin{pmatrix} \text{悦} \\ \text{运} \end{pmatrix}_{\text{数}} \begin{pmatrix} \text{杂} \\ \text{运} \end{pmatrix}_{\text{数}} \begin{pmatrix} \text{缘} \\ \text{远} \end{pmatrix}_{\text{数}}$$

表 缘远为模型(缘远)各变量间孕缘缘上相关系数矩阵及单尾检验结果。表 缘远显示 限运与滞后一期的商业信用对总资产比例、银行借款对总资产比例都显著负相关。而且低项目风险企业银行借款对总资产比例、商业信用对总资产比例与投资之间的负相关程度高于高项目风险企业。解释变量间的相关系数都未超过 园缘,表明变量之间不存在严重的多重共线性。

表 缘远缘模型(缘远)各变量孕缘缘上相关系数矩阵

	(限运)数	(杂运)数	匹数	(蕴鸫)数	(月鸫)数	(悦运)数
孕缘越园	(限运)数	员缘缘园	摇园缘缘**	原园缘缘**	原园缘缘**	原园缘缘**
	(杂运)数		摇员缘缘园	原园缘缘**	原园缘缘**	摇园缘缘**
	匹数			摇员缘缘园	原园缘缘**	原园缘缘**
	(蕴鸫)数				摇员缘缘园	原园缘缘**
	(月鸫)数					摇员缘缘园
孕缘越员	(限运)数	员缘缘园	摇园缘缘**	原园缘缘**	原园缘缘**	原园缘缘**
	(杂运)数		摇员缘缘园	原园缘缘**	原园缘缘**	摇园缘缘**
	匹数			摇员缘缘园	原园缘缘**	原园缘缘**
	(蕴鸫)数				摇员缘缘园	原园缘缘**
	(月鸫)数					摇员缘缘园
	(悦运)数					摇员缘缘园

摇摇注:*** 在 员缘水平上显著相关; ** 在 缘缘水平上显著相关; * 在 园缘水平上显著相关。

蕴鸫表示银行借款对总资产比例,月鸫表示商业信用对总资产比例,孕缘表示项目风险。

表 缘远是模型(缘远)回归的结果。如表 缘远所示,回归结果与模型(缘远)的回归结果基本一致。表现在以下三点:(员)无论是低项目风险企业,还是高项目风险企业,(蕴鸫)前的系数 $\beta_{\text{蕴鸫}}$ 都显著小于 园,但前者的绝对值大于后者,即 渣(孕缘越园) > 渣(孕缘越员) > 渣,这表明银行借款增加相同百分比,高项目风险企业总是比低项目风险企业少减少投资,即随着银行借款对总资产比例的增加,高项目风险企业的投资额减少得较慢。(圆)无论是低项目风险企业,还是高项目风险企业,(月鸫)前的系数 $\beta_{\text{月鸫}}$ 均在 员缘水平上显著小于 园,且低项目风险企业系数的绝对值大于高项目风险企业

的,即渣_{员孕砸越园}、渣天渣_{员孕砸越园}。渣这表明商业信用增加相同百分比,高项目风险企业总是比低项目风险企业少减少投资,即随着商业信用对总资产比例的增加,高项目风险企业的投资额减少得较慢。(猿)无论是低项目风险企业,还是高项目风险企业,(月(猿))前系数的绝对值都大于(蕴(猿))前系数的绝对值,即渣_{员孕砸越园}、渣天渣_{员孕砸越园}。渣这表明商业信用对投资额的影响大于银行借款对投资额的影响,也就是说,商业信用比银行借款对总资产比例增加相同百分点引起的投资额变动幅度更大,从而支持了原假设。

表 缘圆 摇摇模型(缘圆)多元回归结果

	孕砸越园			孕砸越员		
	参数估计	贼	灾宏	参数估计	贼	灾宏
(常数)	园毅苑	猿猿毅源**		忽毅源	猿毅源**	
(蕴(猿))	原园毅员	原园毅员	员毅员	原园毅源	原园毅源*	员毅苑
(月(猿))	原园毅猿	原园毅源**	员毅源	原园毅愿	原园毅源**	员毅源
(悦云(猿))	缘毅源	园毅源	员毅源	苑毅源	员毅源	员毅源
(杂(猿))	园毅愿	缘毅源**	员毅苑	苑毅源	源毅员**	员毅愿
匠	原园毅源	原园毅源*	员毅苑	原园毅源	原园毅源	员毅愿
砸		园毅源			园毅源	
粤岩		园毅员			园毅源	
云		员毅源			远毅源	
杂早云		园毅源			园毅源	
阅宰		员毅员			园毅源	
杂耘		园毅源			愿毅源	
渊		猿毅源			源毅源	
灶		猿毅员			源毅员	

摇摇注:***在员%水平上显著相关; **在5%水平上显著相关; *在10%水平上显著相关。

说明 本表以员998年员月猿日之前上市的深、沪两市各项数据完整的愿园家非金融、保险行业粤股上市公司为研究样本,以商业信用对总资产比例(月(猿))与银行借款对总资产比例(蕴(猿))为解释变量,商业信用对总资产比例(越) 应付票据 垣 应付账款 垣 预收账款)/总资产,银行借款对总资产比例(越) 长期借款 垣 短期借款)/总资产。孕砸代表项目风险,孕砸越园表示新项目风险较低(即新项目实施后,企业整体风险下降);反之,孕砸越员表示新项目风险较高(即新项目实施后,企业整体风险上升)。

邹检验表明 $\beta_{\text{园孕砸越园}}$ 与 $\beta_{\text{园孕砸越员}}$ 、 $\beta_{\text{员孕砸越园}}$ 与 $\beta_{\text{员孕砸越员}}$ 在园%水平上有显著差异。①此外,解释变量的灾宏均小于员,不存在严重的多重共线性。

① 计算得云越毅源/云(园苑园)云(园苑园)约云(园苑园)云(园苑园)云(园苑园)云(园苑园)

（六）结论

综上所述,在我国上市公司中,不同来源的负债对投资规模的影响存在差异,这也就表明不同来源的负债在公司治理中所起的作用不同,不同来源的负债所引起的股东—债权人冲突的程度也有所不同。究其原因,主要是因为不同的债权人对企业实施监督的程度不同。与银行借款相比,作为自然负债的商业信用的债权人对企业的约束相对较少,所以,股东更易通过歪曲投资来损害他们的利益。实证的结果验证了这一点,商业信用对投资额的影响大于银行借款对投资额的影响,这也表明资产负债率对投资额的影响主要来自商业信用,或者说企业的投资歪曲主要源于股东对商业信用债权人利益的损害。而且,与资产负债率对投资额的影响一样,商业信用与银行借款对投资额的影响也因企业新增投资项目风险的不同而有所差异,新增投资项目风险较小的企业,企业投资额随商业信用对总资产比例及银行借款对总资产比例的上升而下降得较快,这也进一步验证了股东—债权人冲突对投资的影响。

基于上述研究,我们认为,消除股东对债权人利益的侵害是当前公司治理改革中亟待解决的主要问题之一。我国上市公司股东对银行这个主要债权人利益的侵害,源于历史原因造成的股东与银行的同质性。我国上市公司多由国有企业改制而来,国有股居于控股地位。虽然近几年上市公司中国有股的比重有所下降,但总体而言依然很高。而且国有银行在上市公司融资中仍旧扮演着较重要的角色。由于银行与企业产权的同质性,银行与企业之间债权人和债务人的区别变得较模糊,相互间的金融交易不能完全市场化,企业大量拖欠或者低成本占用银行借款,银行难以形成对企业的有效约束。而与此同时,国有银行的产权改革滞后,使其还未能完全以金融企业的身份与工商企业建立相互选择、平等互利的关系,银行与企业的交易活动在相当程度上还受到政府的干预。所以,要解决上市公司股东对银行利益的侵害问题,必须进一步深化企业和银行的改革,改变企业与银行产权结构单一的现状,通过产权结构的多元化,逐步降低银企产权的同质性程度,从而逐渐加强银行对企业的约束。

同时,我们也看到,企业与供应商之间的利益冲突更为严重。由于缺乏完善的商业信用体系与商业信用环境,我国企业间的逾期应收账款长期居高不下。所以,要减少股东对供应商利益的侵害,必须建立完善的商业信用体系和偿债保障机制。一方面,针对市场信用不足的突出矛盾,重点

解决信用评级、信用担保、支付清算等问题,加快商业信用结构调整,大力鼓励商业票据,尤其是商业汇票的使用。另一方面,也需要健全相关法律法规和强化政府管理措施,以有效抑制企业之间恶意拖欠商业信用负债的行为。此外,也需要进一步完善债券市场,改善银企关系,以充分发挥负债的相机治理作用。

此外,还应该大力发展企业债券市场。虽然早在 1985 年我国企业就开始发行企业债券,但债券市场的发展却远远落后于股票市场,我国企业通过债券融资的比重很小,这也阻碍了企业债券作用的发挥。债券市场的发展可以为广大债权人提供充分的企业信息,债权人还可以通过债券市场自由买卖企业债券,保护自己的利益,所以,它能够在一定程度上缓解股东对债权人利益的侵害。

二、负债期限对企业投资的影响

根据负债期限的长短,可以将负债分为长期负债与短期负债。一般认为,长、短期负债的代理成本存在差异,长、短期负债引起的资产替代和投资不足程度也有所区别。

(一) 研究假设

如前所述,由于特殊的股权结构和债权的软约束,我国上市公司负债比例与投资规模之间的关系会呈现股东—债权人冲突及负债的相机治理两种理论共同作用的结果,即对于低项目风险企业,负债比例越高,投资规模越小,而对于高项目风险企业,负债一方面使股东—债权人冲突引起的过度投资行为更严重,另一方面又减少了股东—经理冲突引起的过度投资行为,前者使投资额增加,后者使投资额减少,两者对投资产生的影响在一定程度上相互抵消,所以,随着负债比例的上升,这类企业投资额的下降幅度小于低项目风险企业投资额的下降幅度,而且负债比例与投资规模之间还可能呈现正相关关系。在这点上,无论是长期负债比例,还是短期负债比例,它们与投资规模之间的关系应该是相同的。

因此,我们提出两个假设。

假设源:低项目风险企业的长、短期负债比例均与投资规模负相关。

假设缘:高项目风险企业的长、短期负债比例均与投资规模相关(可能正相关,也可能负相关)。

国外文献表明,负债期限越长,股东—债权人冲突越严重,负债代理成

本越高,由此引起的过度投资、投资不足程度也越大。而短期负债对企业的过度投资与投资不足行为则有着天然的抑制作用,以短期负债为主的企业负债代理成本很低。那是因为在负债期限较短的情况下,企业面临较大的流动性压力,这种压力对企业的投资选择产生了较大的约束。为了保持偿债能力和避免破产,企业一般不会用短期资金投资于高风险项目。此外,由于负债期限短,企业很快就会面临再融资问题,如果存在将低风险债务资金用于高风险投资的行为,滚动融资则容易遭到债权人的抵制,企业资金将难以为继。

而在我国,上市公司负债期限结构呈现如下特点:短期负债占主导地位,长期负债占负债总额的比重很小,有些企业的短期负债一般是其长期负债的数倍,甚至数十倍。虽然上市公司的负债大部分是短期负债,长期负债所占比例较少(见表 2-1),但由于我国很大一部分短期负债存在循环使用即短期负债长期化的情况,所以,短期负债给企业带来的流动性压力及短期内再融资的压力较小,再加上《破产法》的不完善及一些地方政府的保护措施,资金短缺无法及时偿还债务时的破产风险也很小,所以,企业挪用短期资金投资于高风险项目也比较普遍,因此,我们认为,我国上市公司短期负债在性质上与长期负债没有本质的区别,短期负债的代理成本并不低于长期负债,短期负债引起的投资歪曲行为同样严重。

基于上述分析,我们提出假设:远、长、短期负债比例与投资规模之间的敏感度差异不大。

(二) 研究样本及其描述性统计

我们以上一节的 1990 年粤股上市公司为研究样本,以长期资产负债率(长期负债/总资产)与短期资产负债率(短期负债/总资产)衡量解释变量的长、短期负债比例,长期资产负债率越高(长期负债越多),短期资产负债率越低(短期负债越少)。以 1993 年为研究窗口,样本公司描述性统计见表 2-1。

表 2-1 为样本公司当期与滞后一期的短期资产负债率与长期资产负债率的简单统计值。由表 2-1 我们可以清晰地看到我国上市公司负债期限结构的特点:短期负债占主导地位,一个企业的短期负债一般是其长期负债的数倍,甚至数十倍。

表 2-2 为不同项目风险区间样本公司投资规模的描述性统计。统计结果显示:(1)对于高项目风险企业,投资额均值随短期资产负债率呈倒 U 型变化,投资额在 0.5 左右达到最大;对于低项目风险企业,投

表 5-2 样本公司资产负债率简单统计值

统计变量	高项目风险企业					低项目风险企业				
	最小值	分位数	中位数	分位数	最大值	最小值	分位数	中位数	分位数	最大值
资产负债率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注：△表示短期资产负债率，△表示长期资产负债率，△表示长期资产，△表示短期资产，△表示高项目风险企业，△表示低项目风险企业。

表 1 线性模型 (线性) 多元回归结果

	①		②		③	
	参数估计	t 统计	参数估计	t 统计	参数估计	t 统计
(常数)						
年份	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
年份 ²	-0.000	-0.00	-0.000	-0.00	-0.000	-0.00
年份 ³	0.000	0.00	0.000	0.00	0.000	0.00
年份 ⁴	0.000	0.00	0.000	0.00	0.000	0.00
年份 ⁵	0.000	0.00	0.000	0.00	0.000	0.00
(行业)						
化学	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
医药	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
电子	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
机械	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
金属	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
塑料	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
纺织	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
食品	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
其他	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
地区						
北京	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
上海	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
广东	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
浙江	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
江苏	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
山东	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
河南	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
湖北	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
四川	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
湖南	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
福建	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
江西	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
安徽	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
山西	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
陕西	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
内蒙古	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
辽宁	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
吉林	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
黑龙江	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
宁夏	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
青海	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
甘肃	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
新疆	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
西藏	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
海南	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
香港	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
澳门	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00
台湾	0.001	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00

注: ** 在 1% 水平上显著相关; * 在 5% 水平上显著相关; * 在 10% 水平上显著相关。
 说明: 本表以 1990 年 1 月 1 日之前上市的深、沪两市各项数据完整的非金融、保险行业上市公司为研究样本,以短期资产负债率 (短期) 与长期资产负债率 (长期) 为解释变量,短期资产负债率 (短期) 为解释变量,长期资产负债率 (长期) 为解释变量。① 只以短期资产负债率为解释变量,② 只以长期资产负债率为解释变量,③ 则以两种比例为解释变量。* 表示项目风险。

模负相关^①。(圆) 滞后一期前系数 $\beta_{\text{圆}}$ 在 5% 水平上显著小于 0 表明低项目风险企业的长期资产负债率与投资规模负相关,但相关性相对较弱。(猿) 滞后一期伊伊交叉项前系数 $\beta_{\text{伊伊}}$ 均大于 0 表明长短期资产负债率增加相同比例时,高项目风险企业比低项目风险企业少减少投资。(源) $\beta_{\text{源}}$ 、 $\beta_{\text{源}}$ 小于 0、 $\beta_{\text{源}}$ 、 $\beta_{\text{源}}$ 大于 0 说明高项目风险企业长、短期资产负债率与投资规模有可能正相关,也有可能负相关,原因是负债的相机治理作用抵消了高项目风险企业股东的一部分过度投资行为。(缘) 滞后一期前系数 $\beta_{\text{缘}}$ 在数值上略大于 滞后一期前系数 $\beta_{\text{缘}}$ 表明低项目风险企业滞后一期的短期资产负债率增加 1 个百分点比滞后一期的长期资产负债率增加相同百分点减少更多投资。(远) 滞后一期与 滞后一期前系数 $\beta_{\text{远}}$ 、 $\beta_{\text{远}}$ 分别为 0.001、0.001,两者之间的差异远小于相同样本下商业信用与银行借款变动引起的投资额变动之间的差异(0.001 与 0.001,见表 5.10); 滞后一期伊伊与 滞后一期伊伊前系数 $\beta_{\text{伊伊}}$ 、 $\beta_{\text{伊伊}}$ 分别为 0.001、0.001,两者差异同样小于相同样本下 滞后一期伊伊(伊伊)与 滞后一期伊伊(伊伊)变动引起的投资额变动之间的差异(0.001 与 0.001,见表 5.10)。

(五) 稳定检验

下面我们不用引入交叉变量的方法对上述结果进行稳定检验。仍选用上述 100 家粤股上市公司为研究样本,为减少多重共线性对回归结果的影响,我们将研究样本根据项目风险分成两类,即高项目风险企业(伊伊越员)与低项目风险企业(伊伊越圆),以短期资产负债率(伊伊)与长期资产负债率(伊伊)为解释变量,建立回归模型(伊伊)进行回归(各变量定义同前)。回归结果见表 5.11。

$$\left(\frac{\text{伊伊}}{\text{伊伊}}\right)_{\text{伊伊}} = \alpha_{\text{伊伊}} + \beta_{\text{伊伊}} \text{伊伊}_{\text{伊伊}} + \beta_{\text{伊伊}} \text{伊伊}_{\text{伊伊}} + \beta_{\text{伊伊}} \text{伊伊}_{\text{伊伊}} + \beta_{\text{伊伊}} \left(\frac{\text{伊伊}}{\text{伊伊}}\right)_{\text{伊伊}} + \beta_{\text{伊伊}} \left(\frac{\text{伊伊}}{\text{伊伊}}\right)_{\text{伊伊}} + \epsilon_{\text{伊伊}} \quad (5.11)$$

表 5.11 为模型(伊伊)各变量间 滞后一期伊伊相关系数矩阵及单尾检验结果。表 5.11 显示,伊伊与滞后一期的短期资产负债率在 5% 水平上显著负相关,但与滞后一期的长期资产负债率相关性很小。而且低项目风险企业短期资产负债率、长期资产负债率与投资之间的相关程度高于高项目风险

^① 我们把滞后一期的解释变量换为当期短期资产负债率与长期资产负债率进行了回归,回归结果显示,滞后一期短期资产负债率前系数的绝对值明显大于当期的绝对值,说明滞后一期的短期资产负债率与投资规模之间的敏感度更高。由于篇幅原因,上述结果在本书中未予列示。

企业。解释变量间的相关系数都未超过 0.5,表明变量之间不存在严重的多重共线性。

表 5-10 模型(5)各变量与投资额的相关系数矩阵

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
投资额	1	0.45**	0.38**	0.25**	0.18**	0.12**
(1)		1	0.42**	0.35**	0.22**	0.15**
(2)			1	0.32**	0.28**	0.18**
(3)				1	0.25**	0.22**
(4)					1	0.18**
(5)						1
(6)						

注：*** 在 1% 水平上显著相关；** 在 5% 水平上显著相关；* 在 10% 水平上显著相关。

(1) 表示短期资产负债率, (2) 表示长期资产负债率, (3) 表示项目风险。

表 5-10 是模型(5)回归的结果。如表 5-10 所示,回归结果与模型(5)的回归结果基本一致。表现在以下四点:(1) 无论是低项目风险企业,还是高项目风险企业, $\beta_{(1)}$ 的系数 $\beta_{(1)}$ 都在 1% 水平上显著小于 0,但前者的绝对值大于后者,即 $|\beta_{(1)}|_{低项目风险} > |\beta_{(1)}|_{高项目风险}$ 。这表明短期资产负债率增加相同百分比,高项目风险企业总是比低项目风险企业少减少投资,即随着短期资产负债率的增加,高项目风险企业的投资额减少得较慢。(2) 无论是低项目风险企业,还是高项目风险企业, $\beta_{(2)}$ 前的系数 $\beta_{(2)}$ 均不显著,表明长期资产负债率对企业投资规模的影响力较弱,这与我国上市公司中长期负债所占比重很小有着密切关系。(3) 无论是低项目风险企业,还是高项目风险企业, $\beta_{(3)}$ 前系数的绝对值都大于 $\beta_{(2)}$ 前系数的绝对值,即 $|\beta_{(3)}|_{低项目风险} > |\beta_{(3)}|_{高项目风险}$ 。这表明短期负债与投资额的敏感度大于长期负债与投资额的敏感度,短期资产负债率比长期资产负债率增加相同百分点引起的投资额的变动幅度更大。(4) 邹检验表明 $\beta_{(1)}_{低项目风险}$ 与 $\beta_{(1)}_{高项目风险}$ 、 $\beta_{(2)}_{低项目风险}$ 与 $\beta_{(2)}_{高项目风险}$ 在 1% 水平上有显著差异^①,这就说明不同项目风险企业,长、短期负债对投

① 计算得 $F_{(1, 10)} = 10.24 > F_{(1, 10)}(0.01) = 10.24$, $F_{(1, 10)} = 10.24 > F_{(1, 10)}(0.01) = 10.24$ 。

资的影响程度不同,即低项目风险企业长、短期负债与投资之间的负相关程度更大,证明了与长期负债一样,短期负债也会带来代理成本,而非西方文献预期的那样短期负债基本上没有代理成本。此外,模型(缘怨)解释变量的灾宏均小于员员,不存在多重共线性。

表 缘圆 缘缘模型(缘怨)多元回归结果

	孕砸越园			孕砸越员		
	参数估计	贼	灾宏	参数估计	贼	灾宏
(常数)	园源圆	猿源圆**		怨猿猿猿	猿猿猿**	
杂	原园猿猿	原园猿猿**	员猿猿	原园猿猿	原园猿猿**	员猿猿
缘	原园猿猿	原园猿猿	员猿猿	猿猿猿	园猿猿	员猿猿
(悦云)	愿猿猿	园猿猿	员猿猿	远猿猿	园猿猿	员猿猿
(杂云)	园猿猿	源猿猿**	员猿猿	远猿猿	源猿猿**	员猿猿
匹	原园猿猿	原园猿猿**	员猿猿	园猿猿	园猿猿	员猿猿
砸		园猿猿			园猿猿	
粤		园猿猿			园猿猿	
云		员猿猿			猿猿猿	
杂云		园			园	
阅		员猿猿			员猿猿	
杂云		园猿猿			愿猿猿	
渊		猿猿			源猿	
灶		猿猿			源猿	

摇摇注:***在员%水平上显著相关;**在5%水平上显著相关;*在10%水平上显著相关。

说明 本表以 员怨怨年 员圆月 猿日之前上市的深、沪两市各项数据完整的 愿圆家非金融、保险行业 粤股上市公司为研究样本,以短期资产负债率(杂)与长期资产负债率(缘)为解释变量,短期资产负债率 越短期负债 辕 资产,长期资产负债率 越长期负债 辕 总资产。孕砸表示项目风险。孕砸越园表示新项目风险较低(即新项目实施后,企业整体风险下降);反之,孕砸越员表示新项目风险较高(即新项目实施后,企业整体风险上升)。

(六) 结论

西方诸多文献研究表明,负债期限结构会影响负债代理成本,短期负债可以减少股东—债权人冲突引起的过度投资和投资不足问题,故此认为,短期负债的代理成本显著小于长期负债的代理成本,有些学者甚至认为短期负债的代理成本是微不足道的。而基于我国上市公司的实证检验却没有证明上述观点。我们发现,短期负债与投资规模显著负相关,而且项目风险不同的上市公司的长、短期负债对投资规模的影响不一致,新增

投资项目风险较小的企业,投资额随各种负债比例的上升而下降得较快。这表明我国上市公司股东与管理与长、短期负债债权人之间都存在利益冲突,短期负债的代理成本不仅不是微不足道的,甚至可能高于长期负债的代理成本。

所以,我们可以看到,虽然短期负债融资在我国上市公司中得到广泛使用(截至2004年底,我国非金融保险业上市公司短期负债占负债总额的46.5%),但这并没有减少企业的投资歪曲行为。也就是说,短期负债并没有像西方文献中所指出的那样减少股东—债权人冲突引起的过度投资和投资不足问题。原因是我国上市公司普遍存在“借新债、还旧债”、“短期负债长期占用”的情况。长、短期负债之间实质上的无差别性使得短期负债的相机治理作用失去效果,也使债权人处于“高风险、低回报”的境地。可见,负债期限形式上的缩短不仅没能减少,反而加重了债权人面临的风险。实际上,大量短期负债的使用给债权人以风险较小的错觉,减弱了债权人防范风险的意识。因此,为了减少股东对债权人利益的侵害,防范企业的投资歪曲行为,必须还短期负债以“本来面目”,尽量减少短期负债实际上被长期占用的比例。这可以从两个方面着手:一方面大力完善商业信用体系和偿债保障机制,减少企业间因信用缺失造成的呆账、坏账,降低商业信用负债被长期占用的机会;另一方面,加快银行体制改革,建立健全银行公司治理结构,进一步放宽借款利率波动的幅度,减少政府对银行业务的干预,促使银行成为真正意义上的企业,依靠市场化手段防控经营风险。

三、小结

不同类型的负债对投资规模的影响存在差异。在本节中,我们考察了不同来源的负债(商业信用与银行借款)和不同期限的负债(短期负债与长期负债)与投资规模的关系。实证结果表明:(员)商业信用与投资之间的敏感度大于银行借款与投资之间的敏感度,股东更易通过歪曲投资来损害商业信用的债权人的利益;(圆)短期负债与投资规模显著负相关,短期负债也存在代理成本。而且,与资产负债率对投资的影响一样,商业信用、银行借款、短期负债、长期负债对投资的影响也因企业新增投资项目风险的不同而有所差异,新增投资项目风险较小的企业,投资额随各种负债比例的上升而下降得较快,这也进一步验证了股东—债权人冲突对投资的影响。

第三节 债务融资与投资波动

如第二章所述,投资的融资约束理论认为,内部融资会影响企业的投资决策,其影响程度取决于企业外部融资的能力。由于公司经理与资金提供者之间的信息不对称,使得外部资金的成本高于内部资金。这是因为在不对称信息下,投资者不能有效监督公司经理的行为,公司经理有可能做出损害投资者利益的行为,因此,资金提供者一般会要求一个较高的回报率,以弥补经理浪费资源的可能性。所以,内部资金的边际成本低于外部资金。内部资金的增加可以降低资本成本,从而刺激投资的增加。因此,当其他条件不变时,拥有大量现金流的企业倾向于多投资。

而不同类型的企业的投资随现金流波动的程度不同。平均现金流较多的企业通常储备了大量的内部资金,这些资金在某一年度现金流减少时,足以维持企业的投资项目;而杠杆企业要向债权人支付较多的利息,平时资金的储备较少,它们就要在现金流减少时大量削减投资,当收入和内部资金增加时,杠杆企业更易于增加资本性支出。总之,杠杆企业投资(随现金流)的波动幅度较大,或者说高杠杆企业投资—现金流的敏感度较高,饶建刚(2005)验证了这一观点。所以,我们提出如下研究假设:资产负债率越高的企业,投资波动幅度越大。

一、研究设计

我们选取 1999 年前上市的数据完整的 1000 家深、沪两市粤股非金融、保险行业上市公司为研究样本。样本公司资产负债率与投资波动的描述性统计见表 3-1。平均资产负债率定义为 1999—2005 年资产负债率的中位数,投资波动定义为相同区间企业各年投资(随现金流)的标准差,限运的取值同前。如表 3-1 所示,投资波动随平均资产负债率的上升呈波浪形波动,平均资产负债率处于 0.4—0.5 之间的企业,投资的波动幅度最大,而平均资产负债率处于 0.2—0.3 之间的企业,投资的波动幅度最小。

表 处于各平均资产负债率区间的 标准差的均值与中位数

平均资产负债率(豫)		园-园	园-源	源-远	远-愿	跃
豫的标准差	均值	园	园	园	园	园
	中位数	园	园	园	园	园
	样本数	缘	园	猿	员	员

资料来源：巨灵信息网(法：增增增增增增增增增增)。

根据平均资产负债率的高低将样本公司分为两类。一般来说，企业的资产负债率处于 源-远 之间，所以我们将平均资产负债率高于 远 的企业定义为高负债企业(匀组)，将平均资产负债率低于 源 的企业定义为低负债企业(猿组)，比较这两组企业投资波动的大小，如果前者大于后者，则验证了上述假设。

为验证上述假设，我们建立如下投资波动模型[见模型(缘)]，在模型(缘)中引入虚拟变量 匀(高负债企业取 员，低负债企业取 园)，以区别不同资产负债率企业投资波动的幅度。根据假设，高负债企业投资波动的幅度较大，所以，我们预期 $\beta_{猿}$ 跃 同时，我们还引入现金流波动、销售波动以及行业虚拟变量作为控制变量。

$$\Delta \frac{\text{运}}{\text{运}} = \alpha + \beta_{\text{员}} \Delta \frac{\text{云}}{\text{运}} + \beta_{\text{圆}} \Delta \frac{\text{杂}}{\text{运}} + \beta_{\text{猿}} \text{匀} + \beta_{\text{源}} \Delta \frac{\text{云}}{\text{云}} + \beta_{\text{缘}} \Delta \frac{\text{杂}}{\text{杂}} + \epsilon \quad (缘)$$

$\Delta(\frac{\text{运}}{\text{运}})$ 投资波动，取 员-园 年间 运 波动的标准差(运取样本公司各年年初总资产)；

$\Delta(\frac{\text{云}}{\text{云}})$ 现金流波动，取 员-园 年间 云 波动的标准差；

$\Delta(\frac{\text{杂}}{\text{杂}})$ 销售波动，取 员-园 年间 杂 波动的标准差；

匀：平均资产负债率虚拟变量，平均资产负债率高于 远 的样本公司取 员，平均资产负债率低于 源 的样本公司取 园；

限 杂 的定义与取值同前。

二、实证结果

模型(缘)回归结果见表 缘 第一列。如表 缘 第一列所示， $\beta_{\text{猿}}$ 越 园，即高负债企业投资的波动较小，与我们的假设相反。我们进一步考察造成高负债企业投资波动较小的原因，从上述回归结果我们发现，现金流与销售波动对投资波动也有显著影响，那么，不同资产负债率企业之间的投资波动差异是否源于这些企业不同的现金流或销售波动呢？

表 1 线性回归模型（线性回归）—（线性回归）回归结果^①

	模型（线性回归）			模型（线性回归）			模型（线性回归）		
	参数估计	t值	灾云	参数估计	t值	灾云	参数估计	t值	灾云
（常数）	摇园园园园园	贼	灾云	摇园园园园园	贼	灾云	摇园园园园园	贼	灾云
△（杂云）	园园园园园	缘缘缘缘	园园园园园	园园园园园	缘缘缘缘	园园园园园	园园园园园	缘缘缘缘	园园园园园
△（悦云）	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园
匀	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园
匀伊△（杂云）	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园
匀伊△（悦云）	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园
砸	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园
粤苦砸	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园
云	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园
云云	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园
阅宰	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园
灶	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园	园园园园园

插注：***在员水平上显著相关；**在缘水平上显著相关；*在园水平上显著相关。

△（悦云）表示投资波动，取园园园—园园园年 悦云波动的标准差（运取样本公司各年年初总资产）；

△（悦云）表示现金流波动，取园园园—园园园年 悦云波动的标准差；

△（杂云）表示销售波动，取园园园—园园园年 杂云波动的标准差；

匀表示平均资产负债率虚拟变量，平均资产负债率高于园缘的样本公司取员，平均资产负债率低于园缘的样本公司取园

① 表中未列示行业虚拟变量的回归结果。

率虚拟变量的交叉值后,我们发现资产负债率与投资波动呈正相关关系。这说明不同资产负债率的企业,现金流与销售波动对投资波动的影响存在差异,由于高负债企业投资对现金流与销售波动的敏感性较小,在一定程度上影响了资产负债率与投资波动之间的关系,使得模型(续前)的实证结果出现相反的结果。



第六章

股权结构、融资结构与企业投资

在四、五两章中,我们分别运用模拟及实证研究的方法考察了融资结构与企业投资之间的关系,我们发现,资产负债率对企业的投资行为产生较大的影响。本章我们将在前两章的基础上,进一步考察股权结构对负债融资与企业投资之间关系的影响。

第一节 我国上市公司的股权结构

股东—债权人冲突发生于股东追求股权价值最大化,而不是企业价值最大化时,因为当股权价值最大化和企业价值最大化出现矛盾时,股东为使自身效用最大,就有可能损害债权人的利益,将债权人的财富转移到自己名下。而不同股东之间的目标不一致,也可能会导致有着不同股权结构的企业之间具体目标的一定差异。那么,不同股权结构下,负债融资与企业投资之间的关系是否也因此存在差异呢?我国上市公司的二元股权结构为我们提供了良好的研究条件。

我国上市公司的股东有多种分类法,根据所持股份是否可流通可分为流通股与非流通股,根据股东身份又可分为国家股股东、法人股股东、社会公众股股东、内部职工股股东等。表 2-1 和表 2-2 分别列示了 2004—2005 年我国上市公司股权结构及 2004 年我国上市公司非流通股与国家股占总股本的比重。

从表 2-1 和表 2-2 我们可以看到,我国上市公司股权结构有以下特点:流通股比重低,绝大部分股份不能上市流通。可上市交易的股本只占上市公司总股本的 1/3 左右,其余 2/3 都是非流通股份,非流通股本约为流通股本的两倍。就 2004 年而言,超过半数(52.9%)公司的非流通股占总股本的比

重在 20%—40% 之间,个别公司甚至高达 60%,只有约 10% 的公司的非流通股本比重低于 10%,没有非流通股的全流通公司更是少得可怜,只占全部上市公司的 10%。此外,由于我国绝大部分上市公司系由国企改革而成,所以在非流通股中国家股占大部分,国家股占总股本比重达 50% 以上,有些上市公司甚至接近 60%。截至 2004 年底,在 1000 家上市公司中,超过 500 家的上市公司(50%)的国家股重大于或等于 20%。

表 2-2-1 2004—2006 年我国上市公司股权结构

年份	2004	2005	2006
总股本	50000 亿元	50000 亿元	50000 亿元
非流通股份	20000 亿元	20000 亿元	20000 亿元
发起入股	10000 亿元	10000 亿元	10000 亿元
国家股	10000 亿元	10000 亿元	10000 亿元
外资法人股	10000 亿元	10000 亿元	10000 亿元
境内法人股	10000 亿元	10000 亿元	10000 亿元
募集法人股	10000 亿元	10000 亿元	10000 亿元
其他	10000 亿元	10000 亿元	10000 亿元
流通股份	30000 亿元	30000 亿元	30000 亿元
粤股	10000 亿元	10000 亿元	10000 亿元
月股	10000 亿元	10000 亿元	10000 亿元
其他	10000 亿元	10000 亿元	10000 亿元

资料来源:上海证券交易所研究中心,《中国公司治理报告(2006年)》,复旦大学出版社 2006 年版,第 55 页。

表 2-2-2 2004 年我国上市公司非流通股与国家股占总股本比重分布

	非流通或国家股比重(豫)						合计
	0—10%	10—20%	20—30%	30—40%	40—50%	50—60%	
相应非流通股分布的公司数量(豫)	1000	1000	1000	1000	1000	1000	5000
相应国家股分布的公司数量(豫)	1000	1000	1000	1000	1000	1000	5000

资料来源:上海证券交易所研究中心,《中国公司治理报告(2006年)》,复旦大学出版社 2006 年版,第 55 页。

另外,我国上市公司股权结构中,非流通股过于集中,流通股则过于分散。非流通股过于集中,导致“一股独大”。2004 年底,我国粤股上市公司第一大股东的持股比例平均在 30%—40% 以上的粤股上市公司第一大

股东的持股比例超过 5%，前 5 大股东的合计持股比例超过 50% 的上市公司占全部 粤股上市公司的比重高达 70%。而流通股股东中机构投资者比重很小，据统计，在 2004 年末上海证券交易所 1 亿 1 千万个股票账户中，个人投资者的比重高达 93%，机构投资者开户的比重仅占 7%。^① 流通股过于分散使得公众股东对上市公司缺乏有效的直接控制力，并有着强烈的“搭便车”倾向。这些都导致上市公司治理机制薄弱，不能形成较为完善的内部治理机制，一些上市公司出现严重的内部人控制现象^②。

所以，从我国上市公司的控股股东来看，大部分是非流通股股东，控股股东是流通股股东的为数很少。^③ 上市公司的非流通控股股东又可分为两类：一是私人企业主通过改制上市或买壳上市的方式转变为上市公司的控股股东。这类企业在我国证券市场上所占比例较少。二是国有公司或国有控股公司的发起人以改制或重组的方式获得上市地位并成为控股股东。与私人控股股东的所有权和经营权合一的运作方式不同，国有性质的控股股东通常以授权经营的方式指派经理人实现对上市公司财富的管理权。^④

第二节 理论假设

在我国上市公司的二元股权结构下，企业一部分股权不能上市交易，形成流通股与非流通股之分。对于这两部分股东来说，他们的目标并不完全一致，流通股股东希望股票市场价值最大，而非流通股股东希望每股净资产最大。不同目标的股东与债权人之间的利益冲突是否也有差异？

^① 参见上海证券交易所研究中心：《中国公司治理报告（2004 年）》，复旦大学出版社 2004 年版，第 150 页。

^② 内部人控制是指由于缺乏有效的监督和控制内部人的机制，包括控股股东和公司管理层在内的内部人通常保持着对公司的超额控制，极易出现偏离公司最佳利益而追求控制权私人收益的败德行为和机会主义行为。

^③ 截至 2004 年末，第一大股东为流通 粤股股东的上市公司有 5 家，它们是深发展、武汉中百、方正科技、莱兴业、嘉宝集团、飞乐音响、爱使股份、中华控股、天地源、东软股份及四砂股份；第一大股东为 月股股东的上市公司只有 1 家，即莱织华；第一大股东为 匀股股东的上市公司有 1 家，分别是 莱东北电和深高速。

^④ 参见吴晓求：《中国上市公司：资本结构与公司治理》，“分论之七：现代公司治理结构困境与出路”，中国人民大学出版社 2004 年版，第 150 页。

一、股东的目标是股票市场价值最大

假设企业：(员) 没有公司税和破产成本；(圆) 经理与股东利益一致；(猿) 项目风险与企业风险类似(即项目投资不会改变企业风险)。

企业现有资产的市场价值为 V_0 (V_0 全部为非现金与有价证券)，首先假定企业全由权益融资，企业现有一投资项目，该项目初始投资 I_0 投资净现值为 NPV_0 。该项目资金通过在企业原有股东中发行股票进行融资(即采用配股融资)。

那么，如果企业不进行投资，股权市场价值 $V_1 > V_0$ ；如果进行投资， $V_1 > V_0 + NPV_0$ ，所以，对于股东来说，他只有在 $NPV_0 > 0$ 时，才会投资。

但如果企业有负债融资，且负债在项目投资后到期，负债到期时需向债权人支付 D ，则投资与不投资状态下企业的简明资产负债表如下：

资产负债表(投资)

资产	$V_1 > V_0 + NPV_0$
负债	D

资产负债表(不投资)

资产	$V_1 > V_0$
负债	D

当 $NPV_0 > 0$ 时，如果不进行投资， $V_1 > V_0$ ；如果进行投资， $V_1 > V_0 + NPV_0$ ，所以，对于股东来说，他只有在 $NPV_0 > 0$ 时，才会投资。

但当 $NPV_0 < 0$ 时，如果不进行投资， $V_1 > V_0$ ；如果进行投资， $V_1 > V_0 + NPV_0$ ，所以，对于股东来说，他只有在 $NPV_0 > 0$ 时，才会投资。此时， $V_1 > V_0$ ，所以，股东会放弃一些 $NPV_0 < 0$ 的正的投资项目，即投资不足。

因为 $V_1 > V_0$ 表示企业现有资产足以偿还企业的负债，对于企业来说，超过初始投资的投资收益都将归股东所有，即所有净现值大于 I_0 的项目都会增加股东价值。而当 $NPV_0 < 0$ 时，企业现有资产不足以偿还企业负债，债权人会侵吞一部分项目投资收益，对于股东来说，投资净现值小于 $(V_1 - V_0)$

的项目不仅不能获得收益,而且还要赔上“老本”(即初始投资)(因为获得的收益首先要用于偿还负债),降低股东价值,因此,股东会放弃这些净现值为正的项目。

二、股东的目标是每股净资产最大

我国大部分上市公司的股权结构中,国家股与法人股占主导地位,但由于这部分股份不能上市交易,因此,对于这部分股权的价值往往用每股净资产进行考核和转让交易。所以,非流通股股东一般以企业每股净资产最大化为目标。设企业现有资产的账面价值为月,其他条件同上。

企业全由权益融资时,股东的投资条件同上,即 晕灾跃园,而企业有负债融资情况下,投资与不投资状态下企业的简明资产负债表为:

贼员(投资)

月	灾 _粤 越粤(月垣垣晕灾,阅)
陨垣晕灾	灾 _粤 越粤(园,月垣垣晕灾原阅)
灾	灾

贼员(不投资)

月	灾 _粤 越粤(月,阅)
灾	灾 _粤 越粤(园,月原阅)
灾	灾

摇摇当月跃阅时,如果不进行投资,灾_粤越月原阅;如果进行投资,灾_粤越月垣垣晕灾原阅,所以,对于股东来说,他只有 晕灾跃园时,才会投资。

但当月约阅时,如果不进行投资,灾_粤越园;如果进行投资,灾_粤越月垣垣晕灾原阅,所以,对于股东来说,他只有在 月垣垣晕灾原阅跃陨即 晕灾跃阅原月时,才会投资。我国大部分上市公司资产的市场价值都大于账面价值(即 粤跃月),则 阅原月跃阅原粤跃园,所以,非流通股股东会放弃更多的 晕灾为正的投资项目,即在我国企业现有股权结构下,投资不足会更严重。

第三节 摇实 证 检 验

一、研究设计

我们仍以上一章中 2005 年 12 月 31 日之前上市的深、沪两市各项数据完整的 1000 家非金融、保险行业 粤股上市公司为研究样本,以 2005 年为研究窗口。为考察不同股东目标下,股东与债权人之间的冲突是否存在差异,我们根据 2005 年流通股比例将样本公司分为两组,即流通股比例大于 50% 的和流通股比例小于 50% 的。^①我们将流通股比例大于 50% 的样本公司定义为高流通公司,记为 匀杂组,共 500 家,占总样本的 50%;流通股比例小于 50% 的样本公司定义为低流通公司,记为 蕴杂组,共 500 家,占总样本的 50%。比较两组样本公司负债比例—投资之间的敏感度。

两组样本各变量描述性统计见表 3-2。表中 蕴杂组的投资额均值为 1.05,大于 匀杂组的投资额均值(0.95),表明低流通公司的投资规模大于高流通公司,但 蕴杂组滞后一期资产负债率的均值却小于 匀杂组。

表 3-2 摇样本公司各变量描述性统计结果

	蕴杂					匀杂				
	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
(陈云)重	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15
阅月	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15
匹	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15
(悦云)重	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15
(杂)重	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15	0.95	0.95	0.05	0.75	1.15

根据本章第二节的理论推导,我们知道,由于流通股股东与非流通股股东之间的目标不一致,非流通股股东更易产生投资不足,而前一章的实证结果又表明负债比例将增加企业的投资歪曲程度,所以,我们假设低流

^① 实际上,如果按照上市公司实际控制股东的性质(非流通股股东与流通股股东)进行分类更能说明问题,但正如本章第一节所述,我国绝大部分上市公司的实际控制人都是非流通股股东,只有不到 5% 左右的上市公司掌握在流通股股东手中,就其总数来说,也就十多家,如此低的样本数量将使实证结果失去意义。此外,我们认为,本书的分类方法不会误导实证结果,因为当一个上市公司的流通股比例达到 50% 以上后,即使其实际控制人是非流通股股东,他在进行投资决策时也不得不考虑众多的流通股股东的利益,而不会一意孤行作出严重损害流通股股东利益的行为。

通公司负债比例前参数的绝对值大于高流通公司,即低流通公司负债比例增加一定比例比高流通公司负债比例增加相同比例引起的投资下降更迅速。

我们仍选用投资—资本存量比例(限运)表示被解释变量投资规模,滞后一期的资产负债率(阅月)表示解释变量负债比例,并引入控制变量托宾的Q(悦云)、杂云,各变量的定义同前,建立模型(远圆)对上述假设进行检验。根据假设,我们预期 $\beta_{\text{阅月}} > \beta_{\text{阅月}} > 0$

$$\left(\frac{\text{限运}}{\text{资本存量}}\right) = \alpha + \beta_{\text{阅月}} \text{阅月} + \beta_{\text{悦云}} \text{悦云} + \beta_{\text{杂云}} \text{杂云} + \varepsilon \quad (远圆)$$

二、实证结果

模型(远圆)的回归结果见表远源。如表远源所示,低流通公司阅月的系数 $\beta_{\text{阅月}}$ 等于原阅月,高流通公司阅月的系数 $\beta_{\text{阅月}}$ 等于原阅月,而且两者都通过了显著性检验,即 $\beta_{\text{阅月}} > \beta_{\text{阅月}} > 0$,表明负债比例同样增加,低流通公司比高流通公司少投资,验证了原假设。

表远源 根据流通比例分类的回归结果

	低流通			高流通		
	参数估计	统计量	显著性	参数估计	统计量	显著性
(常数)	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
阅月	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
悦云	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
(悦云)²	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
(杂云)²	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
阅月²	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
悦云²	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
杂云²	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
阅月³	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
悦云³	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**
杂云³	0.000	0.000	**	0.000	0.000	**

注:*** 在 1% 水平上显著相关; ** 在 5% 水平上显著相关; * 在 10% 水平上显著相关。

三、稳定检验

下面我们通过改变样本公司的分类方法对上述实证结果进行稳定检验。我们根据 2005 年流通股比例对样本公司进行重新分组, 分组方法同前, 仍然将 100 家样本公司分为高流通公司与低流通公司两类, 2005 年流通股比例高于 50% 的为高流通公司, 共计 52 家, 占总样本的 52%; 2005 年流通股比例低于 50% 的为低流通公司, 共计 48 家, 占总样本的 48%。回归模型仍为模型 (2), 回归结果见表 2。

表 2 根据 2005 年流通股比例分类的回归结果

	高流通			低流通		
	参数估计	截	交互	参数估计	截	交互
(常数)	0.000	0.000**		0.000	0.000*	
阅月 _{it}	0.000	0.000**	0.000	0.000	0.000*	0.000
匠 _{it}	0.000	0.000*	0.000	0.000	0.000*	0.000
(悦云运) _{it}	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
(杂转) _{it}	0.000	0.000**	0.000	0.000	0.000**	0.000
砸		0.000			0.000	
粤当砸		0.000			0.000	
云		0.000			0.000	
杂云		0.000			0.000	
阅宰		0.000			0.000	
灶		0.000			0.000	

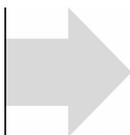
注:*** 在 1% 水平上显著相关; ** 在 5% 水平上显著相关; * 在 10% 水平上显著相关。

表 2 中的回归结果同样验证了原假设, 低流通公司 阅月_{it} 的系数 β_{10} (0.000) 小于高流通公司 阅月_{it} 的系数 β_{11} (0.000), 而且两者都通过了显著性检验。

四、小结

我国上市公司流通股与非流通股股东的目标并不一致, 流通股股东以股票市价最大化为目标, 而非流通股股东以每股净资产最大化为目标。由于我国大部分上市公司资产的市场价值大于账面价值, 因此相对来说, 为

实现股权价值最大化,非流通股股东更易发生投资不足行为。我们的实证结果验证了上述观点,发现低流通公司负债比例—投资之间的敏感度大于高流通公司,即资产负债率上升相同的比例,非流通股股东比流通股股东放弃更多的投资。



结 论

创新及进一步研究的建议

本部分对全书的研究进行总结,指出本书的创新及不足之处,并提出今后研究的方向。

一、研究结论

本书以上市公司为研究对象,运用模拟与多元统计回归等方法考察融资结构对企业投资的影响,以说明我国企业中的股东—债权人冲突问题。本书各章的研究是渐进的,首先在第四章中,我们通过模拟方法分析股东—债权人冲突对企业投资决策的影响,然后在第五章中利用资本市场数据进一步检验第四章的结论,最后在第六章中讨论了股权结构对负债融资与投资之间关系的影响。综合起来,本书的结论主要有以下六点:

模拟结果表明,典型企业会放弃项目现金流固定的无风险项目,原因是这一项目虽然不会降低企业价值,却会使财富由股东向债权人转移,引起原有股东财富的减少。而且项目现金流波动幅度越大,过度投资越严重,项目现金流波动幅度越小,投资不足越严重。资产负债率加大了股东—债权人冲突引起的投资歪曲程度,资产负债率越高,投资不足越严重。企业所得税税率与企业投资规模正相关,企业所得税税率越高,过度投资越严重。

对我国上市公司数据的实证分析表明,企业滞后一期的资产负债率越高,当期投资越少,而且两者之间的敏感度受项目风险的影响。与高项目风险企业相比,低项目风险企业的投资额随负债比例上升而下降得更快。但实证结果没有验证高项目风险企业负债比例与投资额之间的正相关关系,我们认为这是因为负债的相机治理作用在一定程度上抵消了高项目风险企业负债比例与投资之间的正相关关系。

商业信用对总资产的比例与投资之间的敏感度大于银行借款对总

资产的比例与投资之间的敏感度,即资产负债率对投资的影响主要来自商业信用,或者说企业的投资歪曲主要源于股东对商业信用债权人利益的损害。因为与银行借款相比,作为自然负债的商业信用的债权人对企业的约束相对较少,所以,股东更易通过歪曲投资来损害他们的利益。此外,商业信用与银行借款对投资的影响也因企业项目风险的不同而有所差异,项目风险较小的企业,企业投资额随商业信用对总资产比例与银行借款对总资产比例的上升而下降得较快。

源对负债期限结构的考察没有发现与西方文献一致的结果,即我国上市公司的短期负债也有代理成本,滞后一期的短期资产负债率与投资规模负相关,而且两者之间的相关程度略强于滞后一期的长期资产负债率与投资规模的相关程度。此外,在项目风险不同的企业中,长、短期负债对投资的影响程度不同,低项目风险企业长、短期负债与投资之间的负相关程度更大。

缘实证检验结果表明,资产负债率越高的企业,投资波动的幅度越小,这与我们的假设相反。但当我们考虑不同资产负债率下,现金流波动与销售波动对企业投资的不同影响时,我们发现资产负债率与投资波动呈正相关关系,即资产负债率越高的企业,投资波动的幅度越大。这说明高负债企业投资对现金流与销售波动的较小敏感度在一定程度上影响了资产负债率与投资波动之间的关系,使得实证结果与假设相反。

透我国上市公司流通股与非流通股股东的目标不一致,流通股股东以股票市价最大化为目标,而非流通股股东以每股净资产最大化为目标,由于我国大部分上市公司资产的市场价值大于账面价值,因此相对来说,为实现股权价值最大化,非流通股股东更易发生投资不足行为。我们的实证结果验证了上述观点,发现流通股比例较低的公司负债比例—投资之间的敏感度大于流通股比例较高的公司,即资产负债率上升相同比例,非流通股股东会比流通股股东放弃更多的投资。

二、本书的创新

本书的创新之处在于:

第一,从国内研究现状来看,单独研究融资结构与投资的文献较多,而将两者联系起来研究的较少,从股东—债权人冲突角度研究两者关系的更为鲜见。本书从股东—债权人冲突角度出发系统研究了融资结构对企业投资行为的影响及其决定因素,并从负债融资与投资规模、负债类型与投

资规模以及负债融资与投资波动等三个方面进行深入探讨。有助于我们更好地理解企业的投资行为,又可促进对资本结构的研究。

第二,采用模拟与实证研究相结合的方法研究股东—债权人冲突对投资行为的影响,这在以往同类问题的研究中比较少见。国外的同类研究一般采用分析式的研究方法,很少采用实证研究的方法,国内这方面的研究更是少见。本书的研究应该算是一个尝试,将两种方法结合使用,可以互相补充、互相印证,从而使研究结论更加可信,并且还有助于推动此类问题研究方法的改进与创新。

第三,考察了我国上市公司独特的股权结构下,融资结构与投资之间的关系。在我国经济转型期特定的公司治理结构背景下,许多在西方普遍适用的理论在我国企业中并不适用,所以在很多问题的研究上,必须考虑中国企业的特定背景,如流通股与非流通股之分。本书的研究充分考虑了我国上市公司不同股东的目标差异,并就不同目标下的投资行为展开了讨论。

三、本书的局限性

第一,股东—经理冲突的控制问题。在国外关于股东—债权人冲突对投资行为影响的分析式研究中,一般假设股东—经理利益一致。但在对上市公司的实证研究中,我们较难控制股东—经理冲突对企业投资行为的影响。在本书中,我们根据投资前后企业杠杆率标准离差率的变化,将上市公司分为高项目风险企业与低项目风险企业进行研究,也只能在一定程度上减弱股东—经理冲突对投资的影响,却无法彻底消除之。

第二,股权结构的研究样本问题。我国绝大部分上市公司的实际控股股东都是非流通股股东,只有不到 1% 左右的上市公司掌握在流通股股东手中,就其总数来说,也就十多家,因此,在研究不同股权结构下融资结构与企业投资之间的关系时,样本数量明显不足。本书在此问题的研究上采用了变通的方法,即以上市公司流通股比例是否达到 30% 为标准进行分类,以扩大样本量,但这可能会影响到回归结果。

四、未来研究展望

我国上市公司的融资结构有着鲜明的特色。一方面,有别于西方的优序融资理论,我国上市公司偏好股权融资;另一方面,由于我国债券市场不发达,我国上市公司负债主要来源于银行贷款,而且负债期限结构表现为

短期负债占大部分,甚至有部分上市公司几乎没有长期负债。与此同时,我国上市公司的投资行为又呈现出一些耐人寻味的现象,如频繁变更募集资金投向、投资效率和效益低下等。那么,我国上市公司的投资行为是否与其独特的融资结构有关呢?由于大部分银行和上市公司都是国有资本占控制地位,其所导致的企业股东与债权人的同质性会不会使得企业对银行这个主要债权人利益的侵害较为严重呢?企业的负债融资究竟从哪些方面、多大程度上影响着企业投资行为?对这些问题的回答不仅有助于我们理解不同融资结构下企业的投资行为,为减少歪曲的投资行为提供建议,同时又可促进对资本结构的研究,为监管当局规范上市公司的再融资行为提供思路。

应该说,国内基于股东—债权人冲突考察融资结构对投资行为影响的研究刚刚开展,后续需要研究的内容很多。我们认为,今后该领域的研究可以从以下三个方面展开:(员) 负债代理成本问题研究。由于历史和体制原因,目前我国企业股东与债权人之间的矛盾并不十分突出,因此关于这方面的研究也相对较少,但随着企业及银行体制改革的深入,企业股东与债权人之间的冲突将日趋凸现,基于我国的金融体制深入研究企业负债代理成本问题将具有深远的理论与实践意义。所以,今后的研究应逐步将视角转移到股东—债权人冲突问题上,从负债代理成本的计量和影响因素、最优债务契约的设计以及不同类型负债的代理成本差异等诸多方面开展负债代理成本的基础理论和应用研究。(圆) 基于股东—债权人冲突的企业融投资行为研究。应该说,国内基于股东—债权人冲突考察融资结构对投资行为影响的研究刚刚开展,需要进一步深入研究的内容很多。我们认为,至少可以从以下两个方面展开深入研究:一是从公司治理的角度继续研究股东—债权人冲突对企业投资行为的影响,考察不同治理结构下,融资结构对企业投资行为的影响是否存在差异,并分析差异形成的原因。二是考察非上市公司中股东—债权人冲突对企业投资行为的影响。由于股权融资渠道较窄,非上市公司的负债比例普遍高于上市公司。这种情况下,非上市公司股东、债权人之间的关系及对企业投资行为的影响是否会出现有别于上市公司的现象。(猿) 新方法的应用。由于研究问题不易被观察,基于利益相关者利益冲突考察融资结构对企业投资行为影响的研究往往较难运用实证的方法,而分析式研究又在实践证据的提供上缺乏力度,所以,在研究中引入一些新的研究方法,如心理学、实验、模拟、实地调研等,将有助于深化对该问题的研究。

附录员

不同项目 转移年度变动标准差下的财富变化表(模拟次数分别为 10000, 10000, 10000, 10000)

项目	项目 转移年度变动标准差 ($\sigma_{\text{年}}$)									
	园	员	团	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿
转移年度模拟次数 10000次										
转移年度模拟次数 10000次	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
转移年度模拟次数 10000次	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
有项目负价值(灾)	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
无项目负价值(灾)	员	员	员	员	员	员	员	员	员	员
债权人财富变化	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿
有项目权益价值(灾)	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿
无项目权益价值(灾)	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿
股东财富变化	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿
项目初始投资(孺)	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿
(年灾越)										
原有股东财富变化	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿	猿

(续表)

		项目 耕 年 度 变 动 标 准 差 ($\sigma_{耕}$)							
		园	员	团	猿	源	远	苑	愿
存 款 模 拟 次 数 遍 次									
股东财富变化	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
项目初始投资(亏损)	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
(晕 致 越 园)	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
原有股东财富变化	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
存 款 模 拟 次 数 遍 次									
权 耕 年 度	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
权 耕 年 度	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
有项目负价值(灾)	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
无项目负价值(灾)	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
债权人财富变化	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
有项目权益价值(灾)	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
无项目权益价值(灾)	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
股东财富变化	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
项目初始投资(亏损)	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
(晕 致 越 园)	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑
原有股东财富变化	员 园 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑	苑 苑 苑 苑 苑

摇 说 明 模 拟 企 业 各 项 参 数 取 值 如 下 : (员) 资 产 负 债 率 为 苑 苑 苑 ; (圆) 短 期 借 款 转 债 比 例 为 苑 苑 苑 ; (猿) 企 业 耕 年 度 变 动 百 分 比 标 准 差 为 苑 苑 苑 ; (源) 项 目 晕 致 为 苑 苑 苑 ; (远) 企 业 耕 年 度 与 投 资 项 目 耕 年 度 相 关 系 数 为 苑 苑 苑 ; (苑) 项 目 资 金 全 部 通 过 权 益 融 资 ; (愿) 项 目 期 限 苑 苑 苑 年 。

附录圆

令企业 投资组合的收益率

$$r_{E,t} = r_{f,t} + \beta_{E,t} (r_{M,t} - r_{f,t}) + \varepsilon_{E,t}$$

$$r_{E,t} = r_{f,t} + \beta_{E,t} (r_{M,t} - r_{f,t}) + \varepsilon_{E,t}$$

同理 项目 投资组合的收益率

$$r_{i,t} = r_{f,t} + \beta_{i,t} (r_{M,t} - r_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

$$r_{i,t} = r_{f,t} + \beta_{i,t} (r_{M,t} - r_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

两个投资组合收益率的协方差

$$Cov(r_{E,t}, r_{i,t}) = \beta_{E,t} \beta_{i,t} Cov(r_{M,t}, r_{M,t}) + Cov(\varepsilon_{E,t}, \varepsilon_{i,t})$$

$$Cov(r_{E,t}, r_{i,t}) = \beta_{E,t} \beta_{i,t} \sigma_M^2 + Cov(\varepsilon_{E,t}, \varepsilon_{i,t})$$

则项目 投资组合相对于企业 投资组合的β值为

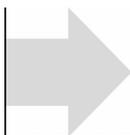
$$\beta_{i,t} = \frac{Cov(r_{E,t}, r_{i,t})}{Cov(r_{E,t}, r_{E,t})} = \frac{\beta_{E,t} \beta_{i,t} \sigma_M^2 + Cov(\varepsilon_{E,t}, \varepsilon_{i,t})}{\beta_{E,t}^2 \sigma_M^2 + \sigma_{\varepsilon_{E,t}}^2}$$

即企业 投资组合收益率相对于无风险收益率增加 1 个百分点,项目 投资组合收益率将随之增加 $(\beta_{i,t} \cdot \sigma_{\varepsilon_{E,t}})$ 个百分点。

参考文献

中文部分

- 陈耿、周军：《企业债务融资结构研究——一个基于代理成本的理论分析》，《财经研究》 2009(9)。
- 陈信元、陈冬华：《换股合并增加股东财富了吗？——一项案例研究》，《中国会计与财务研究》 2009(9)。
- 方晓霞：《中国企业融资制度变迁与行为分析》，北京大学出版社 2009年版。
- 冯巍：《企业投资行为研究》，中国时代经济出版社 2009年版。
- 国务院：《股票发行与交易管理暂行条例》 1998
- 国务院：《企业债券管理条例》 1993
- 国务院证券委员会：《可转换公司债券管理暂行办法》 1996
- 韩德宗、向凯：《我国上市公司债权融资结构的实证研究——以医药、生物制品行业为例》，《经济科学》 2009(1) 126-136
- 何金耿：《信息不对称、股价信号与公司投资》，南大博士论文 2009年。
- 胡维熊：《利率理论与政策》，上海财经大学出版社 2009年版。
- 姜伟、沈艺峰：《负债的两面性与企业价值》，《中国第 11 届实证会计国际研讨会论文集》 2009(1) 1-10
- 李秉祥：《我国财务危机公司投资行为的财务特征分析》，《中国管理科学》 2009(1) 100-104。
- 刘淑莲：《企业融资方式、结构与机制》，中国财政经济出版社 2009年版。
- 陆正飞：《国有企业改革与国有企业高负债》，《中国会计与财务研究》 2009(1)。
- 上海证券交易所：《中国公司治理报告(2009)》，复旦大学出版社 2009年版。
- 汤姆·科普兰、蒂姆·科勒、杰克·默林：《价值评估：公司价值的衡量与管理(第 3 版)》，郝绍伦、谢关平译，电子工业出版社 2009年版。
- 田江海、张昌彩：《投资体制改革的突破》，江苏人民出版社 2009年版。
- 童盼、陆正飞：《负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据》，《经济研究》 2009(1) 136-146
- 夏冬林：《中国上市公司股东大会功能分析》，《会计研究》 2009(1)。
- 于东智：《转轨经济中的上市公司治理》，中国人民大学出版社 2009年版。
- 王一萱：《银行体系失效与公司债券市场发展：理论、实践与政策建议》，深圳证券交易所综合研究所深证综研字第 2009 号 2009年。



后摇摇记

本书是在我博士论文的基础上稍作修改而成的。对于博士论文,我始终有一份说不清道不明的情感,好像有了它,自己的求学生涯才完美,才不辜负这二十多年的辛劳。但隐隐又希望它晚些到来,因为它标志着熟悉的学生生活的结束。

回首二十多年的求学路,从孩童时踏入校门、弱冠之年独自离家求学到而立之年结束学生生活,虽然学生生活简单而清苦,但却让我收获良多,期间的喜悦、懊恼、甜蜜与艰辛至今历历在目。在求学路上,我有幸得到了众多老师、同学、亲友的帮助和关怀。

感谢我的博士生导师陆正飞教授,是他引领我进入了五彩缤纷的财务学世界。有幸拜入陆先生门下是我的荣耀,先生谦逊随和的为人处世态度与严谨细心的治学风格一直是我学习的榜样。博士刚刚入学时,先生就提出了“文章要细做,小题要大做”的要求。北大求学三年中,与先生的每一次交谈都会让我对为文、为学、为人有更深一步的理解。从先生那儿,我学到的不仅是知识,更重要的是治学方法和态度。先生虽然工作繁忙,但却对我的论文倾注了大量的心血,从选题、提纲拟订、初稿修改直到最后定稿都悉心指导。今后我还将以先生为楷模,以不懈的努力来报答先生的教诲和期望。

感谢我的硕士生导师张以宽教授,正是他培养了我做研究的兴趣,也正是他鼓励我报考博士研究生。即使在我硕士毕业多年后,张老师还一直关心着我的学习与生活,经常打电话询问我的学业近况与身体状况,从中我深深体会到一个长者对年轻人的殷切期望。

还要感谢北京工商大学的谢志华教授、杨有红教授,对外经济贸易大学的汤谷良教授和王斌教授,无论是我读书时他们的教授还是毕业后他们的指导,都给了我很大的启发和帮助。

在攻读博士学位期间,北京大学光华管理学院的靳云汇教授、王立彦教授、吴联生副教授、宁亚平副教授以及伍利娜副教授都给予了我各种帮助和支持,尤其是靳云汇教授在计量方法上给予我的指导让我获益匪浅,

在此一并对他们表示深深的谢意。

很高兴能成为北京大学光华管理学院 2005 级博士生班的一员,三年的同窗之情我将终生难忘。特别感谢陈红梅博士在我论文写作中遇到统计难题时的出手相助,也感谢李欲晓、赵冰、程立茹、杨松、汤立斌、林长泉、朱启兵、刘林、江若玫等同学给予的帮助和鼓励。

最后,感谢我的爱人支晓强博士,虽然我们在讨论的时候经常“吵架”,但就是这些面红耳赤的辩论让我对相关问题有了更深刻的认识,当然还要感谢他忍受我论文写作期间的坏脾气。感谢我的父母和弟弟,没有他们多年来的支持和理解,我肯定无法完成我的学业。我的童年是外婆照看中长大的,我和外婆之间有着很深的感情,但是就在本书出版前她却离我们而去,希望本书能够成为我送给远在天国的外婆的最好礼物。

童摇盼

2006 年秋于世纪城