

学校编码: 10384
学 号: 200414043

分类号__密级__
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

政府干预对我国上市公司债务期限结构
影响的实证分析

**The Empirical Analysis of Government Influence on Listed
Company's Debt Maturity Structure**

杨 丹

指导教师姓名: 沈 维 涛 教 授
专 业 名 称: 企 业 管 理
论文提交日期: 2007 年 4 月
论文答辩时间: 2007 年 月
学位授予日期: 2007 年 月

答辩委员会主席: __
评 阅 人: __

2007 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

摘 要

债务期限结构理论是企业融资结构理论的一个重要组成部分，它主要以企业长短期负债的优化组合为研究重点。国外学者对债务期限结构问题的研究始于二十世纪七十年代。迄今为止，学者们在这一领域的研究成果相当丰富。具有代表性的债务期限结构微观理论包括契约成本理论、信号传递理论、税收理论和期限匹配理论。这些理论分别在各自的框架内解释了影响债务期限选择的决定性因素。制度环境对企业债务期限的影响直到最近才受到部分学者的关注。银行的产权性质、企业的“政治关系”等众多与产权相关的制度安排对银行的借贷行为具有重要影响，我国 20 世纪 70 年代后期进行的分权化改革所导致的地区市场化程度的差异，为我们研究与产权特征相关的政府行为如何影响公司的债务期限结构和资本结构提供了难得的机会。

本文分别以我国沪、深 A 股 2001—2005 年 ST 和非 ST 上市公司的经验数据为样本，研究政府干预对我国两类上市公司债务期限结构和资本结构的影响。本文的实证研究结果表明，在控制了与债务期限结构和资本结构相关的公司特征的影响后，不同地区的正常经营上市公司的债务期限结构仍然存在显著的差异。其中，上市公司所在地区的政府干预程度越高，长期负债占总负债比重越高。对于陷入困境的不同地区的上市公司，其债务期限结构和资本结构均存在显著的差异，上市公司所在地区的政府干预程度越高，长期负债占总负债比重越高，负债占总资产的比重也越高。政府干预对陷入困境上市公司债务期限结构和资本结构的影响均更大。

关键词：债务期限结构；资本结构；政府干预

Abstract

As a main part of corporate financing structure theory, debt maturity structure theory mainly studies the optimization of the long-term debt rate and short-term debt rate. In 1970s', the economists began to study the debt maturity structure. By now, there has been a great deal of debt maturity structure Mic-literature. And contracting-cost hypotheses, signaling hypotheses, tax hypotheses and maturity matching hypotheses (also called Immunization hypothesis) have been well-known. The effects of institutions have been realized in recent years. The institutions associated with property rights such as the nature of property rights of bank and political-connections have important effects on the debting of the bank. In the later 1970s', the difference of regional market development in China offers us an opportunity to research how government behavior effects the debt maturity structure and capital structure of listed company.

On the basis of listed company's empirical data, this paper investigates the effects of regional government influence on corporate debt maturity and capital sructure of this region. We find that under the control of the effects of the corporate character, there is notable difference in debt maturity structure. Government influence is highly correlated with normal corporate debt maturity structure, the more degree of government influence, the company with the relation of government can get the loans from the bank and the higher of corporate long-term loans proportion. When firms fall into financial distress, Government influence is more highly correlated with corporate debt maturity structure and capital structure.

Key Words: Debt Maturity Structure; Capital Structure; Government Influence

目 录

| | |
|---|-----------|
| 第一章 导论 | 错误！未定义书签。 |
| 一、研究背景..... | 错误！未定义书签。 |
| 二、研究目的..... | 2 |
| 三、研究样本..... | 错误！未定义书签。 |
| 四、研究框架..... | 错误！未定义书签。 |
| 第二章 债务期限结构相关理论与文献综述 .. | 错误！未定义书签。 |
| 第一节 微观理论研究综述 | 错误！未定义书签。 |
| 一、国外理论研究综述..... | 5 |
| 二、国内理论研究综述..... | 错误！未定义书签。 |
| 第二节 微观实证研究综述 | 错误！未定义书签。 |
| 一、国外实证研究综述..... | 错误！未定义书签。 |
| 二、国内实证研究综述..... | 错误！未定义书签。 |
| 第三节 宏观研究综述 | 错误！未定义书签。 |
| 一、行业差异与债务期限..... | 错误！未定义书签。 |
| 二、制度因素与债务期限..... | 错误！未定义书签。 |
| 三、政府干预与债务期限..... | 错误！未定义书签。 |
| 第三章 我国政府干预行为的制度背景分析 .. | 错误！未定义书签。 |
| 第一节 中国上市公司债务期限结构现状与趋势 | 错误！未定义书签。 |
| 第二节 中国的国情及政府干预理论的适用性 | 错误！未定义书签。 |
| 一、政府对国有企业债务期限结构的影响..... | 错误！未定义书签。 |
| 二、国有银行对企业债务期限结构的影响..... | 错误！未定义书签。 |
| 第三节 问题的提出与研究假设 | 错误！未定义书签。 |
| 第四章 政府干预对债务期限结构和资本结构影响的实证分析过程 | 错误！未定义书签。 |
| 第一节 我国上市公司（剔除 ST）债务期限结构的实证分析 | 38 |

| | |
|---|------------------|
| 一、实证研究方法、样本与变量..... | 错误！未定义书签。 |
| 二、实证研究结果及分析..... | 错误！未定义书签。 |
| 第二节 陷入困境的上市公司债务期限结构的实证分析 | 错误！未定义书签。 |
| 一、实证研究方法、样本与变量..... | 错误！未定义书签。 |
| 二、实证研究结果及分析..... | 错误！未定义书签。 |
| 第三节 我国上市公司（剔除 ST）资本结构的实证分析 | 错误！未定义书签。 |
| 一、实证研究方法、样本与变量..... | 错误！未定义书签。 |
| 二、实证研究结果及分析..... | 错误！未定义书签。 |
| 第四节 陷入困境的上市公司资本结构的实证分析 | 错误！未定义书签。 |
| 一、实证研究方法、样本与变量..... | 错误！未定义书签。 |
| 二、实证研究结果及分析..... | 错误！未定义书签。 |
| 第五节 敏感性分析 | 错误！未定义书签。 |
| 第五章 研究结论和政策建议 | 错误！未定义书签。 |
| 第一节 研究结论..... | 错误！未定义书签。 |
| 第二节 政策建议..... | 错误！未定义书签。 |
| 第三节 研究的局限性..... | 错误！未定义书签。 |
| 参考文献 | 错误！未定义书签。 |
| 附 录 | 错误！未定义书签。 |
| 后 记 | 错误！未定义书签。 |

Contents

| | |
|---|-----------|
| Chapter 1 Introduction | 1 |
| 1. The Background of the Research..... | 1 |
| 2. The Objective of the Research..... | 2 |
| 3. The Extension of the Research..... | 2 |
| 4. The Framework of the Research | 3 |
| Chapter 2 Literature Review | 5 |
| Section 1 Mic-Theory Literature Review..... | 5 |
| 1. Abroad Literature Review..... | 5 |
| 2. Home Literature Review | 11 |
| Section 2 Mic-Empirical Literature Review..... | 13 |
| 1. Abroad Literature Review..... | 13 |
| 2. Home Literature Review | 18 |
| Section 3 Mac-Literature Review | 22 |
| 1. Trade Development and Debt Maturity Structure..... | 22 |
| 2. Institutions and Debt Maturity Structure..... | 22 |
| 3. Government Influence and Debt Maturity Structure | 26 |
| Chapter 3 The Regulation Background..... | 30 |
| Section 1 Status and Trend | 30 |
| Section 2 Applicability | 31 |
| 1. The Effect of Government | 32 |
| 2. The Effect of State-owned Bank | 33 |
| Section 3 Hypothesis | 35 |
| Chapter 4 The Process of Empirical Investigation | 37 |
| Section 1 The Debt Maturity Structure of Anti-ST Listed company..... | 38 |
| 1. The Methodology, Extension and Variables | 38 |
| 2. Results and Analysis | 39 |

| | | |
|-------------------|---|-----------|
| Section 2 | The Debt Maturity Structure of ST Listed company | 43 |
| 1. | The Methodology, Extension and Variables | 43 |
| 2. | Results and Analysis | 44 |
| Section 3 | The Capital Structure of Anti-ST Listed company | 46 |
| 1. | The Methodology, Extension and Variables | 47 |
| 2. | Results and Analysis | 47 |
| Section 4 | The Capital Structure of ST Listed company | 50 |
| 1. | The Methodology, Extension and Variables | 50 |
| 2. | Results and Analysis | 50 |
| Section 5 | The Sensitivity Analysis | 52 |
| Chapter 5 | Conclusions and Suggestions | 54 |
| Section 1 | Conclusions | 54 |
| Section 2 | Suggested Policies | 55 |
| Section 3 | Study limitations | 56 |
| References | | 57 |
| Appendix | | 63 |
| Postscript | | 66 |

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 导论

一、研究背景

自从 Modigliani 和 Miller (1958) 以来, 学术界对资本结构进行了大量的理论和实证研究。尽管许多研究检查了企业融资时对权益和债务的选择, 但很少对债务的其他特征进行研究, 如债务期限结构 (debt maturity structure) 等。作为企业外部融资的主要方式之一, 企业利用债务进行融资时, 将面临长期负债和短期负债的到期选择问题。由于长期负债和短期负债的不同选择会直接影响到企业的负债成本、债务偿还计划、代理成本和管理者的私人利益, 进而间接影响管理者的经营激励, 因此, 为降低企业的负债融资成本和确保管理者的经营激励, 企业必须对其负债到期安排做出合理的选择。

Fama (1990)^[1]认为, 公司债务的期限结构反映了其为契约提供相关信息、监督和约束的意愿程度。关于债务期限结构的理论文献最早可以追溯到 1974 年 Merton^[2]在《金融杂志》第 29 期上发表的论文“公司债务的定价: 利率结构的风险”。在这篇文章中, 作者在假设资本市场是完美的条件下, 证明了债务期限结构与企业价值无关。然而, 现实中, 企业的债务期限结构并不是与其价值无关, 否则就不会出现企业同时使用短期和长期债务的现象, 也不会出现具有类似特征的企业往往具有类似的债务期限结构的现象。诸如此类, 不一而足。遗憾的是, 迄今为止, 这些问题, 即使在承认资本市场是不完美的条件下, 似乎也只能得到部分的解释。

影响债务期限结构的因素分为微观和宏观两个方面。微观因素主要有: 企业的增长期权、所属行业、企业规模、债务发行成本、债务发行规模、盈利能力、边际税率、利率的期限结构、资产期限等; 宏观因素主要有行业差异和制度因素。近年来, 部分学者开始关注“政治关系”这种声誉机制对企业的债务期限结构的影响。当司法体系无法保证债务契约得到有效地履行时, 借款人的声誉会对债务契约的结构产生重要影响。具有良好声誉的企业, 银行相信其有动力(能力)最终履行债务契约, 因此这类企业与银行间的债务契约的履约成本就相对较低; 当然, 自身不具有良好声誉的企业, 若能从其他地方获得担保或者“借得”声誉, 将起到与企业自身拥有声誉相同的作用。所以, 近来部分学者认识到, “政治关

系”是一种重要的声誉机制，具有政治关系的企业更容易获得贷款。因为（1）债权人得到了和企业有关系的政府的直接的经济支持；（2）债权人被强迫为官员的朋友提供贷款；（3）债权人得到一个隐性的政府担保：当具有政治关系的债务人或债权人陷入困境时，会得到政府的救济（Faccio 等，2004）。^[3]同时，当银行被国家控制时，政府也会对企业的债务期限结构产生影响。

国外学者关于政府对债务期限的影响主要从两个角度研究：（1）“政治关系”对企业债务期限结构的影响；（2）银行被国家控制时对企业债务期限结构的影响。国内学者只有孙铮等^[4]研究了政府干预与我国企业债务期限结构的关系，指出政府干预对我国企业债务期限结构影响显著。但是他们的文章并没有区分政府干预对不同企业债务期限结构的影响，特别是当企业陷入困境时，由于我国存在的一些制度性缺失，企业行为往往出现异常，这时企业更需要借助政府力量取得贷款。其次，政府干预对我国上市公司的资本结构是否存在影响他们并没有进行验证。故本文通过对比考察陷入困境企业和正常经营企业的行为，藉以研究政府干预对不同企业债务期限结构和资本结构的影响。

二、研究目的

基于以上的研究背景和研究意义，本文主要为了达到如下研究目的：

1. 考察上市公司正常经营时的行为，衡量其长期借款占总借款的比例、公司盈利能力、公司规模、成长性、收益质量等指标。
2. 考察上市公司陷入困境时的行为，衡量其长期借款占总借款的比例、公司盈利能力、公司规模、成长性、收益质量等指标。
3. 衡量不同地区的市场化程度指数、政府干预指数和金融市场发展程度指数。
4. 对上面的结果进行回归分析，分析不同企业债务期限结构和资本结构受到政府干预的影响，并比较其大小。
5. 讨论分析我国的宏观制度环境对上市公司的影响，并提出政策性建议。

三、研究样本

样本一：选取 2001-2005 年间深、沪两市的 A 股 4706 家上市公司（剔除 ST）为研究样本。剔除金融类和数据不全的上市公司。最终样本：01 年 811 家，02

年 877 家，03 年 945 家，04 年 1034 家，05 年 1039 家。

样本二：本文选取 2001-2005 年间深、沪两市的 A 股 362 家 ST 上市公司为研究样本。剔除：金融类 ST 上市公司、已经 PT 或退市的上市公司和数据不全的上市公司。最终样本：01 年 86 家，02 年 87 家，03 年 83 家，04 年 59 家，05 年 47 家。

根据相关文献，本文涉及到的主要财务数据指标，如下所示：

债务期限结构=长期借款/（长期借款+短期借款）

净资产收益率=净利润/平均股东权益合计

资产负债率=负债总计/资产总计

清算价值比率=固定资产占总资产比重的自然对数

市场价值与账面价值比=（股票总市值+负债）/账面总资产

非债务税盾=本期固定资产折旧/总资产

资产担保价值=（存货+固定资产）/总资产

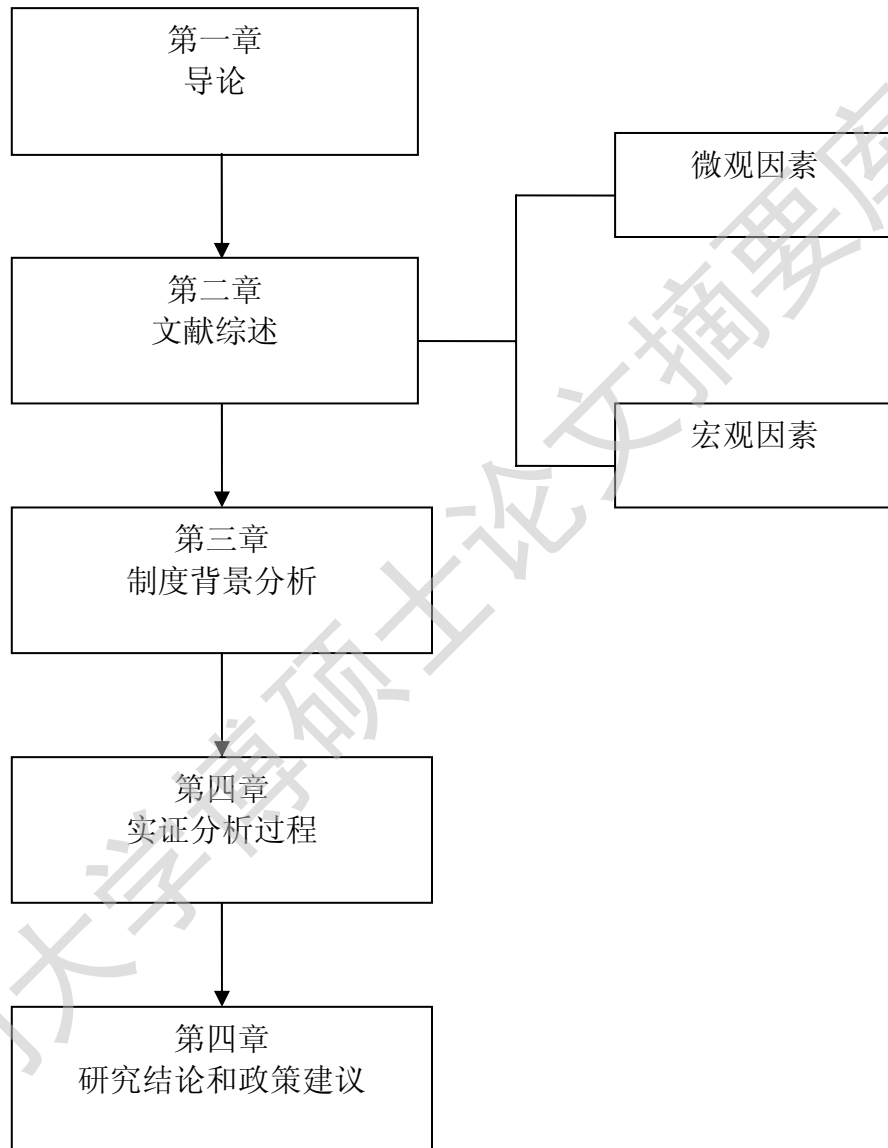
收益质量=本期经营活动现金流量净额/本期净利润

以上指标均来自 Wind 资讯。

四、研究框架

本文采用实证研究方法，以正常经营的上市公司和陷入困境的上市公司为研究对象，研究了政府干预对这两类上市公司的债务期限结构和资本结构的影响。全文共分为五章，依次如下：

- 1、导论。简要介绍了本文的研究背景和研究意义，并简述本文的研究目的、研究范围及基本结构；
- 2、债务期限结构相关理论与文献综述。阐述了国内外相关研究的主要成果，解释说明相关概念的发展形成；
- 3、我国政府干预行为的制度背景分析。对我国相关制度背景进行简要的介绍；
- 4、政府干预对债务期限结构和资本结构影响的实证分析过程；
- 5、研究结论和政策建议。对实证研究结果进行了总结，并结合实际对该结论所带来的启示进行讨论。同时，针对文章所发现的问题，提出了本文的局限性。本文的研究结构图如下：



第二章 债务期限结构相关理论与文献综述

债务期限结构 (debt maturity structure) 理论的提出及其系统的研究在国外始于 20 世纪 70 年代, 在国内则是近几年的事。早期国外有关债务期限结构研究主要是从两个独立的领域来进行的。其一是利息率的期间结构; 其二是发行新债券来偿还旧债券的决策模型的优化。不过, 一般认为真正掀起了对债务期限结构进行系统而深入研究的是 Myers (1977)^[5]。Myers (1977) 的《公司借款的决定因素》一文是从债务代理成本的角度来对债务期限结构进行研究的。从此有关债务期限的理论研究越来越多, 学者们从不同的角度对其进行研究与探讨。到了 20 世纪 90 年代, 有关债务期限的研究从单纯的理论研究转向到理论与实证相结合的研究。

从国内情况来看, 在时间上, 相对国外而言要晚得多; 在文献数量上也要少得多, 至今问津债务期限结构的研究也是屈指可数。因此, 纵观国内外有关债务期限结构研究的文献, 无论是研究的历史, 还是研究的范围和深入的程度, 国内的研究文献远不及国外。然而, 值得我们注意的是, 在国内外文献的研究之间存在明显的差别。国外是以资本主义企业为研究对象, 有发达的资本市场和相对较完善的法律制度体系; 国内则主要是以转轨经济时期的社会主义企业为研究对象, 资本市场建立和发展的时间较短, 相配套的法律制度体系也存在滞后现象。

第一节 微观理论研究综述

一、国外理论研究综述

根据已有的研究文献可以看出, 传统的债务期限结构理论主要从四个方面进行了探讨, 相应地可以分为四类: 基于契约成本的理论、基于信息不对称的理论、基于税收的理论和基于期限匹配的理论。需要说明的是, 由于各理论之间并不都是那么泾渭分明的, 因此一些研究内容的归类可能并不那么恰当。

(一) 基于契约成本的理论

现代企业理论认为, 企业是一组契约的联结, 包括雇员、供应商、顾客、债权人和股东甚至政府。所有契约的签订都会带来成本, 这种契约成本通常又可分为代理成本和交易成本。

1、代理成本假说 (The Agency Cost Hypothesis)

根据其研究内容的特点, 本文将它们分为以下五个方面。

(1) 投资不足问题与债务期限。投资不足问题 (underinvestment problem) 由 Myers 首先提出。Myers (1977)^[5] 认为一个公司未来的投资机会类似于一揽子增长期权 (growth options)。这些期权的价值取决于公司将来执行它们的可能性: 可能性越小, 价值越小, 反则反之。由于企业的融资结构由债务和股东权益组成, 因此承担盈利项目获得的收益将在债权人和股东之间进行分配。在一些情况下, 债权人分享了盈利项目的大部分收益, 以至于股东未能获得最低的正常收益。在这些情况下, 尽管项目的净现值为正, 但股东仍倾向于拒绝它们。Myers 将这类现象称为投资不足问题。公司投资机会集中的增长期权越多, 股票持有者和债务持有者在这些期权的执行上发生的冲突也就越多。如果债务期限在增长期权到期之前结束, 则短期债务能够减轻投资不足问题, 因为这给了贷款者和企业重新签订契约的机会。因此, 在企业的投资机会集中, 拥有较多增长期权的企业应使用期限较短的债务。

(2) 过度投资问题与债务期限。过度投资问题由 Jensen (1986)^[6] 首先提出, 主要是指在投资项目的净现值小于零的情况下, 投资项目的决策者仍实施投资的一种现象。Jensen 认为, 当企业拥有较多的自由现金流时, 企业管理者易产生将这部分自由现金投资于一些净现值为负的新项目上的动机, 即过度投资的动机。显然, 这类项目的投资有损于股东利益, 但是这类项目的投资却扩大了企业的规模。而当企业规模扩大时, 管理者可以获得更多的金钱与非金钱收益。为了抑制管理者的过度投资的动机, 企业可以采取增加短期负债的办法。因为一方面短期负债有利于经常性地削减企业的现金收益, 从而经常性地减少自由现金流; 另一方面短期负债还增加了发生企业财务危机的可能性, 这将激励管理者做出更有效的投资决策, 也就是更有效地使用企业资金。因此, 根据 Jensen 的观点, 易发生过度投资行为的企业应拥有较多的短期债务。

(3) 资产替代问题与债务期限。资产替代问题由 Jensen-Meckling (1976)^[7] 系统论证。它是指企业在负债后, 由于股东的有限责任制, 股东在投资决策时, 放弃低风险低收益的投资项目, 而将负债资金转向高风险高收益的投资项目的行为。显然, 资产替代行为是企业债务融资的一种代理成本。为了减轻这种代理成本, Barnea 等^[8] 认为, 企业应发行更多的短期债务。由于短期债务的价值相对于

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库