

债权融资结构与公司业绩实证研究

苏新龙,张海燕,徐栋良,林欢

(厦门大学管理学院,福建厦门361005)

【摘要】文章以沪深两市2004年~2007年4154家A股上市公司的数据对债权融资结构与公司业绩的关系进行了实证研究,将债权融资结构细分为债权融资水平结构、债权融资期限结构和债权融资类型结构,分别与其公司业绩的关系进行实证研究,同时以市净率和净资产收益率两个指标作为公司业绩的替代变量分别对债权融资结构进行研究,得到了不同的结论,说明我国的债权市场还不完善,希望通过研究能够对我国的资本市场提供一些参考意义。

【关键词】债权融资结构;公司业绩;上市公司

【中图分类号】F830.91 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-2768(2010)08-0083-03

相对于股权融资来说,债权融资具有两个显著的特点:一是融资成本低。这是因为我国法律规定债务利息可以在税前扣除,起到了抵税的作用;二是它能有效缓解股权融资所产生的委托代理问题,降低代理成本,适当比例的债权融资能够对企业业绩和市场价值提升起到促进作用。因此,债权融资是现代公司治理中不可忽视的重要因素,加上我国上市公司表现出强烈的股权融资偏好,资产负债率普遍较低(施东晖,2000),对债权融资的研究现实意义重大。

一、文献综述

Guedes和Opler(1996)发现,增长机会较多的企业倾向于发行短期债务,公用事业企业倾向于发行长期债务,信息不对称程度和税率与债务期限结构不存在显著相关性。Barclay和Smith(1995)发现债务期限与公司规模显著正相关,与公司市价与账面价值的比率显著负相关,与异常盈余(即公司质量的代理变量)负相关,并且受到管制的公司具有更多的长期债务,强烈支持了代理成本假说,以较少的证据支持了信号传递假说。陆正飞和辛宇(1998)采用基本统计方法对沪市1996年的数据进行分析,得到的结论是企业的获利能力与企业的负债比率之间有显著的负相关关系。张慧等(2003)研究了2001年的300家上市公司的债务期限结构,结果表明:流动负债总额对公司整体的绩效产生正的效应,长期负债总额对公司收益产生负效应。范从来、叶宗伟(2004)研究发现债务融资率与公司价值之间存在正相关关系,但相关系数较小,债务融资比率增加提升公司价值的作用不明显。张锦铭(2005)以2001年~2003年的上市公司数据为对象,发现上市公司的业绩与资产负债率之间存在负相关关系,当采用剔除极端值的样本进行检验时,绩效指标和资产负债率的负相关程度有所提高,当采用最优债务融资比例区间的数据进行检验时,负相关程度进一步提高。汪小军(2006)选取2000年~2004年在沪、深发行A股的民营上市公司为样本发现资产负债率与总资产收益率之间存在显

著的负相关关系。袁卫秋(2006)同时考察了债务期限和债务总额对上市公司经营业绩的影响,发现债务期限与经营绩效显著正相关,债务总额与经营绩效显著负相关,增加债务总额将会降低公司绩效,延长债务期限将会提高公司绩效,但其对绩效的影响远不如债务总额的大。

二、研究假设

本文把债权融资结构分为三种:债权融资水平结构、债权融资期限结构和债权融资类型结构。从债权融资期限角度,短期债务和长期债务的比例为债权融资的期限结构;从债权融资类型角度,可以将其划分为银行贷款、商业信用、企业债券、融资租赁等,各自的比例构成债权的类型结构。

(一)债权融资水平与公司业绩

债权融资都是必不可少的一种融资方式,它的存在一定程度上会帮助提升公司的价值。权衡理论、代理理论、信号理论、激励理论,还有各种实证研究都证明了这一点。国外公司的融资结构和啄食顺序理论所得到的结论基本一致,即在外部融资中,债权融资是优先考虑的融资方式,所占的比例也普遍高于股权融资。而我国的上市公司却存在着许多不合理的现象,股权融资比例远远超过债权融资,这与啄食顺序理论的结论刚好背道而驰。

假设一:债权融资水平与公司业绩呈负相关关系。

(二)债权融资期限与公司业绩

对于成长性好的企业和具有较多投资机会的企业,选择短期债务融资更有利于公司业绩的提升。代理成本假说认为缩短债务有效期限能减缓利益冲突,因为使用期限短的债务迫使管理者定期为投资者提供相关信息,投资者根据这些新信息对公司的债务进行重新定价,在一定程度上也就降低了代理成本。长期债务可以有效阻止经营者的过度投资(Jensen,1986)。因为长期负债能对经营者产生清算破产风险,约束经营者对自由现金流量的支配。绩效好的企业会选择短期负债融资,而绩效较

【收稿日期】2010-01-24

【作者简介】苏新龙(1964-),男,福建南安人,厦门大学管理学院会计系教授,研究方向:财务会计理论与方法;张海燕(1985-),女,重庆人,厦门大学管理学院会计系硕士研究生,研究方向:会计基本理论与方法;徐栋良(1986-),男,河南人,厦门大学管理学院会计系硕士研究生,研究方向:现代管理会计与企业理财;林欢,女,福建人,厦门大学管理学院硕士研究生,研究方向:经济管理。

差的企业会选择长期负债融资。流动负债与公司绩效正相关，而长期负债会对公司收益产生负的效应。

假设二：债权期限结构与公司业绩正相关。

(三) 债权融资类型与公司业绩

银行贷款作为一种重要的债权融资形式，能有效的解决债权人与股东间的代理问题，降低债权代理成本。Diamond(1983)证明了银行贷款作为一种金融中介存在的必要性。原因在于：银行更容易获取企业真实信息，从而降低了信息收集、分析和处理的费用；相对于其他债权人，银行具有更强的讨价还价能力和更低的监控成本。

假设三：债权融资类型与公司业绩负相关。

三、上市公司债权融资结构与公司业绩的实证研究

(一) 研究方法

本文运用目前比较成熟的资本结构理论，采用中国 A 股市场中 2004 年~2007 年的财务数据，通过运用描述性统计及回归分析相结合的方法对上市公司的债权融资结构与公司业绩的关系进行实证分析。

(二) 变量的选取

1. 因变量

净资产利润率 ROE = $\frac{\text{净利润}}{\text{股东权益平均余额}}$ ，市净率 MBR =

$\frac{\text{股票市值}}{\text{股权账面价值}}$

2. 自变量

(1) 债权融资水平结构：资产负债率 DAR = $\frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}}$

(2) 债权融资期限结构：短期债务与总债务比值 SLR = $\frac{\text{短期负债}}{\text{总负债}}$

(3) 债权融资类型结构：各类型负债额与总债务比值 GLR = $\frac{\text{各类型负债额}}{\text{总负债}}$

3. 控制变量

(1) 公司规模

研究表明，在我国规模越大的公司越倾向于债权融资方式。本文用年末总资产的自然对数 LNSIZE 作为公司的规模控制变量。

(2) 成长能力

净利润增长率 GROW = $\frac{\text{本年净利润} - \text{上年净利润}}{\text{上年净利润}}$

(三) 研究模型

1. 债权融资水平结构与公司业绩的关系

$$ROE = \alpha_1 + \beta_{11} * DAR + \beta_{21} * LNSIZE + \beta_{31} * GROW + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$MBR = \alpha_2 + \beta_{12} * DAR + \beta_{22} * LNSIZE + \beta_{32} * GROW + \varepsilon_2 \quad (2)$$

2. 债权融资期限结构与公司业绩的关系

$$ROE = \alpha_1 + \beta_{11} * SLR + \beta_{21} * LNSIZE + \beta_{31} * GROW + \varepsilon_1 \quad (3)$$

$$MBR = \alpha_2 + \beta_{12} * SLR + \beta_{22} * LNSIZE + \beta_{32} * GROW + \varepsilon_2 \quad (4)$$

3. 债权融资类型结构与公司业绩的关系

$$ROE = \alpha_1 + \beta_{11} * GLR + \beta_{21} * LNSIZE + \beta_{31} * GROW + \varepsilon_1 \quad (5)$$

$$MBR = \alpha_2 + \beta_{12} * GLR + \beta_{22} * LNSIZE + \beta_{32} * GROW + \varepsilon_2 \quad (6)$$

4. 债权融资结构与公司业绩的关系

$$ROE = \alpha_1 + \beta_{11} * DAR + \beta_{21} * SLR + \beta_{31} * GLR + \beta_{41} * LNSIZE + \beta_{51} * GROW + \varepsilon_1 \quad (7)$$

$$MBR = \alpha_2 + \beta_{12} * DAR + \beta_{22} * SLR + \beta_{32} * GLR + \beta_{42} * LNSIZE + \beta_{52} * GROW + \varepsilon_2 \quad (8)$$

(四) 样本选取

考虑我国上市公司提供现金流数据的时间较短，所以选用面板数据回归进行对比分析。面板数据的优势在于方便控制个体的异质性，包含的信息量更大，降低了变量间共线性的可能性，增加了自由度和估计的有效性。本文的样本区间为我国沪深 A 股上市公司 2004 年~2007 年的财务数据，来源于国泰安 CSMAR 数据库。剔除(1)银行金融机构的数据；(2)被 ST、PT 的公司数据；(3)有遗漏或不全的公司数据；(4)偏离平均值超过 3σ 的数据。数据完成剔除后剩余 4 154 个观测值。

(五) 实证研究

1. 描述性统计。从表 1 中可以看出，MBR 的波动性在各个变量之中是最大的，说明我国的股票市场还不是很成熟，使得市净率不太稳定，这可能会影响到债权融资结构与公司业绩的关系。ROE 的标准差比较小，数据的集中度比较高，回归效果可能会比 MBR 好。DAR 均值和中位数都在 0.5 左右，最大值为 0.93，最小值为 0.05，极值为 0.88，所以不同公司的资产负债率水平相差非常大，使得公司的债权融资水平结构的差异也非常大。SLR 的均值为 0.83，而最大值为 0.99，说明大部分公司的短期债务与总债务的比率都偏高，即对短期债务的依赖性非常高。GROW 的波动率很大，各个公司的增长力也有很大差异。

表 1 描述性统计性

	MBR	ROE	DAR	SLR	GLR	LNSIZE	GROW
Mean	3.284331	0.090665	0.496875	0.833752	0.415337	21.55747	0.240392
Median	2.340421	0.080676	0.510314	0.894961	0.425900	21.47184	0.130103
Maximum	23.95923	0.797372	0.927067	0.999996	0.881494	26.97819	23.65943
Minimum	0.388238	-1.341065	0.047314	0.160718	0.031414	18.64329	-10.82867
Std. Dev.	2.730378	0.099876	0.165725	0.176403	0.157936	1.046025	1.824999
Skewness	2.557702	-1.121730	-0.275948	-1.352230	-0.174488	0.667372	3.020120
Kurtosis	12.40263	2.502916	2.551640	4.232989	2.469594	3.844947	39.82529
Jarque-Bera	19831.34	84865.70	87.51352	1529.082	69.77252	431.9252	241033.6
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	13643.11	3.766215	2064.020	3463.404	1725.308	89549.75	998.5870
Sum Sq. Dev.	30960.46	4.142689	114.0616	129.2335	103.5914	4544.078	13832.08
Observations	4154	4154	4154	4154	4154	4154	4154

2. 相关系数。从表 2 相关系数矩阵中可以看出，MBR 与 ROE 的相关性为 0.29，存在一定的替代性。MBR 与 DAR 的相关系数为正，与 SLR 和 GLR 的相关系数为负，这与假设是一致的。ROE 与 DAR、SLR 和 GLR 的相关系数均为负，与假设存在一定的差异性。

表 2 相关系数矩阵

	MBR	ROE	DAR	SLR	GLR	LNSIZE	GROW
MBR	1	0.292956	0.047595	0.046771	-0.009729	-0.070963	0.077146
ROE	0.292956	1	-0.013693	-0.079615	-0.007616	0.254157	0.228867
DAR	0.047595	-0.013693	1	-0.078137	0.008111	0.285485	-0.000025
SLR	0.046771	-0.079615	-0.078137	1	-0.000877	-0.293274	0.010845
GLR	-0.009729	-0.007616	0.008111	-0.000877	1	0.226968	0.006925
LNSIZE	-0.070963	0.254157	0.285485	-0.293274	0.226968	1	0.047274
GROW	0.077146	0.228867	-0.000025	0.010845	0.006925	0.047274	1

3. 回归分析。本文用 MBR 和 ROE 作为公司业绩的替代变量，并比较二者的回归效果，下面是分别对两种情形回归分析结果。

(1) 回归分析一

回归分析一主要研究债权融资水平结构与公司业绩的关系。从回归结果来看，回归方程通过了 t 检验，变量前的系数是显著的，MBR 与 DAR 呈正相关关系，用 ROE 作为解释变量也得到了同样的结论，说明在整体上，公司业绩与资产负债率所代表的整体负债融资水平是正相关的，即负债在一定程度上能够提升公司的业绩，这与 MM 理论、均衡理论、代理成本假说都是一致的，与本文的假设一也是一致的。

表 3 ROE 作为公司业绩变量与债权融资水平结构的关系

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.440436	0.030366	-14.50427	0.0000
DAR	-0.054675	0.009162	-5.967878	0.0000
LNSIZE	0.025765	0.001453	17.73066	0.0000
GROW	0.011827	0.000798	14.81663	0.0000
R-squared	0.19285	Mean dependent var		0.090665
Adjusted R-squared	0.18648	S.D. dependent var		0.099876
S.E. of regression	0.093764	Akaike info criterion		-1.895115
Sum squared resid	36.48529	Schwarz criterion		-1.889018
Log likelihood	3940.154	Hannan-Quinn criter.		-1.892958
F-statistic	187.3600	Durbin-Watson stat		1.596945
Prob (F-statistic)	0.000000			

表 4 MBR 作为公司业绩变量与债权融资水平结构的关系

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.056869	0.877149	9.185295	0.0000
DAR	1.236936	0.264640	4.674031	0.0000
LNSIZE	-0.251260	0.041975	-5.985969	0.0000
GROW	0.122229	0.023057	5.301137	0.0000
R-squared	0.016707	Mean dependent var		3.284331
Adjusted R-squared	0.015996	S.D. dependent var		2.730378
S.E. of regression	2.708452	Akaike info criterion		4.831594
Sum squared resid	30443.21	Schwarz criterion		4.837691
Log likelihood	-10031.22	Hannan-Quinn criter.		4.833751
F-statistic	23.50401	Durbin-Watson stat		1.151035
Prob (F-statistic)	0.000000			

(2) 回归分析二

回归分析二主要研究债权融资期限结构与公司业绩的关系。模型(3)和模型(4)的回归结果都表明:不管用 MBR 还是 ROE 作为公司业绩的替代变量,SLR 的系数都没有通过 t 检验,SLR 的系数不显著,说明在我国债权融资的期限结构与公司业绩的关系不显著。本文按照 LNSIZE 和 GROW 排序分成 5 组再分别回归发现情况并没有明显改善。

表 5 ROE 作为公司业绩变量与债权融资期限结构的关系

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.401860	0.034388	-11.68595	0.0000
SLR	-0.006476	0.008667	-0.747258	0.4550
LNSIZE	0.022965	0.001463	15.69595	0.0000
GROW	0.011910	0.000802	14.85424	0.0000
R-squared	0.111846	Mean dependent var		0.090665
Adjusted R-squared	0.111204	S.D. dependent var		0.099876
S.E. of regression	0.094159	Akaike info criterion		-1.886704
Sum squared resid	36.79346	Schwarz criterion		-1.880607
Log likelihood	3922.684	Hannan-Quinn criter.		-1.884547
F-statistic	174.2044	Durbin-Watson stat		1.582128
Prob (F-statistic)	0.000000			

表 6 MBR 作为公司业绩变量与债权融资期限结构的关系

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.689957	0.991454	6.747623	0.0000
SLR	0.406116	0.249868	1.625326	0.1042
LNSIZE	-0.175021	0.042183	-4.149109	0.0000
GROW	0.119735	0.023116	5.179769	0.0000
R-squared	0.012160	Mean dependent var		3.284331
Adjusted R-squared	0.011445	S.D. dependent var		2.730378
S.E. of regression	2.714708	Akaike info criterion		4.836208
Sum squared resid	30584.00	Schwarz criterion		4.842305
Log likelihood	-10040.80	Hannan-Quinn criter.		4.838365
F-statistic	1702.770	Durbin-Watson stat		1.162145
Prob (F-statistic)	0.000000			

(3) 回归分析三

回归分析三主要研究债权融资类型结构与公司业绩的关系。用模型(5)ROE 来回归,结果是显著的,R² 值也比较大,说明公司业绩与债权融资类型结构存在相关性。模型(6)MBR 的回归结果不显著,GLR 的系数没有通过 t 检验,R² 值仅有 0.01。

(4) 回归分析四

回归分析四主要从整体上研究债权融资结构与公司业绩的关系。从回归系数角度看,债权融资结构的各个变量与公司业绩的关系与前面的研究分析基本一致。从 R² 值角度看,MBR

的模型的 R² 值没有 ROE 的 R² 值大。其中一个原因是前面提到 MBR 的波动性比较大,这与我国股票市场发展时间短,市场不完全有关。ROE 比 MBR 更能代表公司业绩。

表 7 ROE 作为公司业绩变量与债权融资类型结构的关系

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.428113	0.030256	-14.14970	0.0000
GLR	-0.042988	0.009476	-4.536346	0.0000
LNSIZE	0.024761	0.001432	17.28641	0.0000
GROW	0.011880	0.000800	14.85777	0.0000
R-squared	0.116109	Mean dependent var		0.090665
Adjusted R-squared	0.115470	S.D. dependent var		0.099876
S.E. of regression	0.093933	Akaike info criterion		-1.891516
Sum squared resid	36.61684	Schwarz criterion		-1.885419
Log likelihood	3932.678	Hannan-Quinn criter.		-1.889359
F-statistic	181.7171	Durbin-Watson stat		1.590942
Prob (F-statistic)	0.000000			

表 8 MBR 作为公司业绩变量与债权融资类型结构的关系

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.502514	0.874673	8.577505	0.0000
GLR	0.121822	0.273954	0.444682	0.6566
LNSIZE	-0.199365	0.041409	-4.814571	0.0000
GROW	0.120747	0.023115	5.223737	0.0000
R-squared	0.011578	Mean dependent var		3.284331
Adjusted R-squared	0.010863	S.D. dependent var		2.730378
S.E. of regression	2.715507	Akaike info criterion		4.836797
Sum squared resid	30602.01	Schwarz criterion		4.842894
Log likelihood	-10042.03	Hannan-Quinn criter.		4.838954
F-statistic	16.20355	Durbin-Watson stat		1.161006
Prob (F-statistic)	0.000000			

表 9 ROE 作为公司业绩变量与债权融资结构的关系

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.427938	0.034529	-12.39372	0.0000
DAR	-0.095867	0.021570	-4.444504	0.0000
SLR	-0.008932	0.008728	-1.023366	0.3062
GLR	-0.047141	0.022326	-2.111450	0.0348
LNSIZE	0.025572	0.001516	16.86598	0.0000
GROW	0.011813	0.000798	14.79757	0.0000
R-squared	0.120338	Mean dependent var		0.090665
Adjusted R-squared	0.119278	S.D. dependent var		0.099876
S.E. of regression	0.093730	Akaike info criterion		-1.895348
Sum squared resid	36.44167	Schwarz criterion		-1.886203
Log likelihood	3942.638	Hannan-Quinn criter.		-1.892113
F-statistic	113.4894	Durbin-Watson stat		1.598308
Prob (F-statistic)	0.000000			

表 10 MBR 作为公司业绩变量与债权融资结构的关系

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.198594	0.987530	7.289496	0.0000
DAR	6.405320	0.616905	10.38299	0.0000
SLR	0.748286	0.249618	2.997722	0.0027
GLR	5.911834	0.638540	-9.258360	0.0000
LNSIZE	-0.245641	0.043363	-5.664736	0.0000
GROW	0.124848	0.022832	5.468110	0.0000
R-squared	0.037209	Mean dependent var		3.284331
Adjusted R-squared	0.036048	S.D. dependent var		2.730378
S.E. of regression	2.680714	Akaike info criterion		4.811487
Sum squared resid	2980.847	Schwarz criterion		4.820632
Log likelihood	-9987.458	Hannan-Quinn criter.		4.814722
F-statistic	32.06112	Durbin-Watson stat		1.148710
Prob (F-statistic)	0.000000			

(5) 回归分析小结

表 11 各业绩变量与债权融资结构的关系

变量	DAR	SLR	GLR	LNSIZE	GROW
MBR	+			-	+
		+		-	+
ROE	-		+	+	+
		-		-	+
MBR	+	+	+	-	+
ROE	-	-	-	+	+

(下转第 94 页)

则可以输往其他产业的工业园进行重复利用。首先,园区内的逆向配送循环包括:原材料生产商逆向配送、制造加工商逆向配送、产品装配商逆向配送、产品包装商逆向配送、包装回收商逆向配送、产品回收商逆向配送、产品分拆商逆向配送等,该循环主要功能就是在园区内上下游企业间和不同企业间形成逆向物流配送循环,以形成园区内的资源和能量互补。其次,园区间的逆向配送循环,即是通过统一的园区废弃物配送中心,将园区内企业的副产品、废物及余能等送往另一园区作为原料加以利用,使园区间在资源和能源方面形成互补的格局。最后,为了完善园区逆向物流循环系统,还必须设立园区废弃物综合配送中心,并引入废弃物加工商、处理商和配送公司,对园区所有企业产生的废弃物进行综合调度、二次加工和集中处理,以达到节约场地和设备、提高循环经济效益的目的。

3. 基于小循环的企业间集约化共同配送模式。共同配送模式是区域上相对分散的中小型企业优化废品、次品回收和退换货逆向配送系统的良策,即企业之间为实现逆向物流整体配送的合理化,以互惠互利为原则,互相提供便利配送服务的协作型配送模式。在实际中,主要包含两种共同配送模式,一是由两种以上不同业种的企业联合起来完成逆向共同配送,例如,由回收公司、运输公司和中小型企业联手合作形成的逆向共同配送模式,其不仅可以有效发挥回收公司网点多、分布广的特点,而且可以充分利用运输公司的运力,实现中小型企业逆向配送的集约化经营;二是具备一定的先进设备,能被各企业共同利用,并提供多功能服务的第三方物流企业与几个中小型的公司合作,共同开展逆向物流配送活动,其集正向与逆向配送于一体,可以充分发挥第三方物流企业对逆向配送资源整合和管理能力,以获得规模和范围经济。实际上,集约化的逆向共同配送

模式还具有以下很多优点,包括:提高运输服务质量和降低运输成本;有利于企业有限资源的合理互用;促进企业逆向物流规模的扩大;增强企业的逆向物流能力等。其缺点主要是容易受各企业的产品、规模、商圈、客户、经营意识等差异问题影响,尤其受组织协调、费用分摊、商业机密因素的影响很大。

综上所述,开展逆向物流配送是促进我国循环经济发展的重要举措,但前提是必须通过相关的政策法规完善法制和市场环境,以鼓励和强制我国企业开展逆向物流,形成规模化的逆向物流配送产业、规范化的逆向配送交易市场和高效化的管理机构。虽然我国也制定了一系列与逆向物流配送和循环经济有关的法律和法规,如《环境影响评价法》、《可再生能源法》、《固体废物污染环境防治法》等,但是这些立法多停留在宣传政策的宏观层面,法律的“刚性”特征明显不足;同时,对于逆向物流配送产业的产业政策、行业法规、财政金融、技术支持等方面的制度也迟迟未出台,这都不利于我国逆向物流配送模式的开展。

【参考文献】

- [1] 杨志,徐岭.逆向物流:循环经济的必然选择[J].中国流通经济,2008,(12):16-19.
- [2] 张成考,孙会.基于循环经济的逆向物流研究[J].淮海工学院学报(社会科学版),2009,(2):61-65.
- [3] 仲维庆.循环经济下企业实施逆向物流的阻碍因素及模式选择分析[J].经济师,2008,(12):256-257.
- [4] 朱超,韩可琦,许评,等.循环经济下的逆向物流研究商品储运与养护,2008,(4):112-14.
- [5] 周建忠.面向循环经济的企业逆向物流探讨[J].物流工程与管理,2009,(6):29-30. (责任编辑:Z 校对:Z)

(上接第85页)

从表11可以看出,MBR和ROE对各个变量分别回归得到的回归系数和从整体上回归得出的回归系数正负相同,但是作为公司业绩的两个替代变量,MBR和ROE的回归结果却是截然相反的。

四、结论

债权融资是企业融资的一种重要方式,债权融资的结构合理性关系到整个资本结构的合理性,从公司治理的角度,债权融资结构影响着公司业绩的高低和公司价值的高低。本文把债权融资结构细分为债权融资水平结构、债权融资期限结构和债权融资类型结构,分别就与公司业绩的关系进行研究。针对中国的实际情况,本文收集了沪深两市2004年~2007年4154组A股上市公司的数据对债权融资结构与公司业绩的关系进行了实证研究。本文用市净率和净资产收益率两个指标作为公司业绩的替代变量分别就债权融资结构进行研究,得到了不同的结论,债权融资水平结构、债权融资期限结构和债权融资类型结构的符号不一致,总体上发现使用ROE作为公司业绩的替代变量要比MBR效果好。

【参考文献】

- [1] Diamond, Douglas W. and Philip Dybvig, Bank Runs, Deposit Insurance

- and Liquidity[J]. Journal of Political Economy, 1983 (91).
- [2] Grossman, Sanford and Hart, Oliver, Corporate Financial Structure and Managerial Incentives[R], in J.J. McCall, ed., The economics of information and uncertainty. Chicago; University of Chicago Press, 1982:107-40.
- [3] Jensen, Michael C., Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986 (76).
- [4] Jose Guedes, Tim Opler. The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues[J]. The Journal of Finance, 1996, LI(1).
- [5] 施东晖. 技术信号与市场反应:对上海股市的实证分析[J]. 经济科学, 2000 (2).
- [6] 陆正飞,辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J]. 会计研究, 1998 (4).
- [7] 范从来,叶宗伟. 上市公司债务融资、公司治理与公司绩效[J]. 经济理论与经济管理, 2004 (10).
- [8] 张锦铭. 债务融资的治理效应:理论分析与实证检验[J]. 山西财经大学学报, 2005 (12).
- [9] 袁卫秋. 上市公司债务期限结构与经营业绩关系的实证研究[J]. 河北经贸大学学报, 2006 (7).
- [10] 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[J]. 经济科学, 2003 (2). (责任编辑:X 校对:Z)