

上市公司债权再融资的研究综述

刘耀中

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要:本文在深入阅读国内外大量有关上市公司债权融资和再融资的文献基础上,总结上市公司债权再融资等相关理论观点,评析既有文献成果和存在的不足,继而提出本研究对文献的重要贡献。具体来讲,本论文主要从理论上分析债权再融资和公司投资、公司绩效三者之间的内在逻辑联系。

关键字: 债权再融资 公司投资 公司绩效

引言

改革开放 30 多年以来,中国市场经济发展取得了巨大成功,这期间以 1990、1991 年先后成立的上海和深圳证券交易所为标志,我国金融行业取得了长足进步。伴随着我国金融市场结构不断完善、金融法制环境不断健全、金融产品不断丰富,金融业——这一现代经济的血液,在服务社会经济发展、企业成长和提高人民生活水平等方面正在发挥着越来越核心的作用。据相关统计资料显示,1990 年我国的金融业总资产只有 1.68 万亿元,截至到 2011 年 11 月末,我国金融业总资产已达 119 万亿元,金融业对经济增长的贡献率不断提高,截至到 2011 年底,我国金融业增加值对 GDP 的贡献率达到 7%以上。伴随着金融业的不断发展,我国证券市场也得到了快速发展,1990 年我国沪深股市总市值只有 23.82 亿元,截至到 2011 年底,沪深股市总市值为 21.48 万亿元。

由此可见,经过 20 余年的发展,中国股市正在逐渐走向成熟,逐渐成为上市公司融资和再融资的重要渠道:这里以沪深股市为例,从证券时报统计数据显示,从 1990 年至 2000 年的 11 年间,我国沪深两地股市融资总额是 5167 亿元,其中 IPO 募资金额为 3167 亿元;而自 2001 年至 2011 年底,我国沪深两地股市融资金额高达 3.83 万亿元,其中 IPO 募资 1.84 万亿元人民币,是前 11 年的 7.41 倍,上市公司依靠资本市场的不断发展,源源不断地从中获取公司成长所需要的大量资金支持,这不仅确保了公司能够不断发展壮大,而且可以促使公司资产重组和公司经营方式朝着高效率的方面转变。在看到我国资本市场取得这些重大成绩的同时,我们仍不容忽视的资本市场上的两个重要现象是:其一,从 20 年来的中国上市公司 IPO 融资数额可以看出,我国股市的发展方式的主要特征是重量不重质,这种发展模式存在着许多问题:比如中国股市从成立至今,我国 A 股的快速扩容导致其“体态臃肿”,这种只重视圈钱不重视回报的现象,导致 A 股整体效益不高,绝大多数投资者并未从中获得多少实惠;特别是大多数上市公司股权再融资之后,普遍出现公司绩效出现下滑的现象。其二,在公司再融资方式的选择上,我国上市公司呈现出严重的股权再融资偏好现象,上市公司融资结构中的债权融资比例一直处于一个较低的水平,形成了我国上市公司融资结构中特有的长期“重股权轻债权”失衡的现象。

一、再融资基本概念界定

本论文中所涉及的“债权再融资”概念,是针对上市公司而言的。上市公司融资方式有首次融资和再融资两种重要途径:首先是首次公开发行股票进行融资,即 IPO(Initial Public Offerings);再融资这一概念是相对于首次公开发行股票融资而言的,其涵义是上市公司在首次成功发行股票后,再次通过公开对外增发、配股、发行各类债券和银行贷款等多种方式筹集资金的融资行为,其英语单词为 Refinancing。按照融资方式的属性划分,可以将上市公司再融资分为股权再融资和债权再融资,股权再融资包括配股、增发和发行可转换债券(可转换债券其同时具有股权和债权两种特征,这里借鉴大多数文献研究划分思路,将其归类于股权融资方式)等三种主要形式;后者包含上市公司发行各类债券(具体到中国上市公司而

言,其主要融资形式有公司债券、短期融资券、中期票据等多种表现形式)和传统上的依靠商业银行的间接融资行为。本文将短期融资券和中期票据归为公司债权再融资方式,实质上扩展了债权再融资的内涵。

参照杨汉平、曾胜、靳景玉(2007)和杜心远(2007)等人关于上市公司绩效的有关论述,本文将公司绩效定义为上市公司债权再次融资后的业绩表现,其主要包含公司的债权再融资的资金使用效率和公司的盈利能力等两个方面。根据此公司绩效的内涵定义,下文实证部分将采用多个公司盈利能力的指标来度量公司债权再融资后的绩效水平高低。

而公司投资的涵义是指上市公司主体为了获取一定的预期经济效益而投入的资金或者其他资源用来转化为实物资产或者金融资产的行为和过程。在下文的实证分析中,我们也将采用多个指标对公司投资规模变量进行度量。

按照上述关于债权再融资的定义说明,这里将分别探讨债权再融资的几种主要方式:

(1) 公司债券

公司债券(Corporate Bond)的涵义是指股份制公司发行的一种债务契约关系,发行主体约定在未来某一特定日期内,到期偿还本金并按事先规定的利率支付利息。公司债券是公司债的一种重要表现形式,基于公司债券的发行,在公司债券持有人和发行主体之间形成了一种新型的债权债务的法律关系,这种关系的重要特征是到期需要还本付息。因此,从这个含义上来讲,公司债券是公司向债券持有人出具的一种债务凭证。我国于2007年8月由证监会正式颁布实施了《公司债券发行试点办法》,该办法规定只有股份有限公司才能够发行公司债券,公司债券的发行必须经过信用评级,公司债的信用评级需要具有从事证券服务业务资格的资信评级机构进行。我国公司债券的出现对于不断发展债券市场、丰富投资者的证券投资品种、完善金融市场体系、拓展企业的融资渠道和促进我国资本市场协调发展具有十分重要的意义。据wind资讯金融数据显示,从2007年到2011年12月底,我国上市公司共发行172只公司债券,其实际总融资额为2926.6亿元,平均每只公司债券融资额度17.02亿元。特别是最近三年来中国上市公司发行的公司债券发行速度明显加快,据有关资料显示,2011年中国共有83只公司债成功发行,发行规模达1291.2亿元;而2009年和2010年同期公司债发行相加,一共只发行了70只,规模为1246.4亿元。由此可见,上市公司发行公司债券正逐渐成为其再融资的重要资金来源途径。

特别需要指出的是,由于我国特殊的债券发行审批体制和资本市场发展现实情况,我国企业债券市场上面不仅存在着公司债券,而且还存在着企业债券。企业债券的含义是指企业依照国家法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券。对于公司债券和企业债券的界定,学术界曾出现过讨论,有些学者把二者统称为企业债券或者是公司债券,比如蒋屏(2004)把公司债券和企业债券统一归为企业债券,其认为在国际公司债券市场比较时也是如此;但是从严格意义来讲,二者差距较大,在实际分析中应该区分开来,持此观点的有谢曼(2006)等人。刘清江和漆鑫(2009)认为公司债券是企业基于自身信用公开发行的用于经营目的的规范性的中长期债务,这种中长期债务主要包括了公司债券、中期票据、次级债券和短期融资券等多种债券品种,但不包括政府部门发行的各种债务,也不包括含有股权性质的可转换债券和可分离交易债券等债券品种。

我们认为,从债券涵义上来讲,绝对不能够把公司债券和企业债券混为一谈,公司债券和企业债券其主要区别在于:从国家颁布的公开文件可以得知,企业债券早在1987年就发行了,而公司债券在2007年才开始发行;其二、发行主体的差异,企业债券发行主体为非上市企业,而公司债券发行主体是上市公司;三、发行审批机构的差异,企业债券审批机构是国家发改委,而公司债券的审批机构是中国证监会。因此,在论文的实证部分,我们主要考察公司债券对公司投资和绩效的影响,并未考察企业债券。

(2) 可转换债券

尽管在前文关于债权再融资内涵的说明时，按照惯例，没有将可转换债券划归为债权再融资方式里面，但是其本质属性仍具有债券性质，我们这里也将这种类型的债券作简单的介绍。

可转换债券（Convertible Bonds），简称可转债，是债券的一种形式，它是指发行主体按照法定程序公开发行的、在未来某一时期能够转换为发行债券公司的股票，其转换比率一般会在发行时确定的一种有价证券。可转换债券兼有股票和债券的双重特征，它具有以下三个特点：债权性、股权性、可转换性：其中可转换性是可转换债券的重要特征，债券持有人可以依据约定的条件将债券转换成股票。转股权利是投资者所特享有的、一般其他类型的债券所没有的选择权。可转换债券具有以下五个方面的要素：首先、有效期限和转换期限；其次、股票利率或者股息率；再次、转换比例或者转换价格。转换比例是指一定面值可转换债券能够转换成公司普通股票的股数；第四、赎回条款与回售条款。赎回是指发行主体在发行债券一段时间后，可以提前赎回未到期的发行在外的公司可转换债券；第五、转换价格修正条款。1996年中国开始可转换债券的发行试点工作，1997年颁布了《可转换公司债券管理暂行办法》，2001年中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》，这一系列法律法规极大地规范和促进了可转换债券的发展。可转换债券的优势在于：其一、其本质特征决定了其债券可以转换成股票，赋予了股东一定的债券转换股票的权利；其二、可转换债券的利率一般要低于其他公司债券的利率，这样不仅能够减少发行人的利息费用，而且可以降低发行人的资金成本，故广受发行主体的欢迎。据wind资讯数据统计显示，自1998年至2011年，我国共发行83只可转换债券，其融资额度为1887.7亿元，尽管其整体发行数量有限，但是其仍然是组成资本市场的重要一员。

需要说明的是，尽管可转换债券属于债券的一种，但是其最终能够转换成股票，而大多数实证文献将其归纳为股权融资方式，下文的实证分析中并未将其归入债权再融资方式这种之中。

（3）短期融资券

短期融资券（以下简称融资券），是指企业依据政府颁布的《短期融资券管理办法》规定的相关条件和发行程序，在我国银行间债券市场发行和交易、同时约定在未来某一时期还本付息的有价证券。2005年5月中国人民银行发布了《短期融资券管理办法》，该管理办法规定具有法人资格的非金融企业依照相应条件和发行程序，可以在银行间债券市场面向机构投资者发行企业短期融资券；同时对短期融资券的发行、交易、兑付、托管、结算、登记、信息披露以及监督管理等做出明确规定，该管理办法旨在支持企业在银行间债券市场发行短期融资券，拓宽企业直接融资渠道。同时根据该管理办法的精神，短期融资券的发行应遵循市场经济发展规律，逐渐取消行政审批制度，探索实行备案管理制度，同时强调发行主体要不断披露信息、发行和信用评级等中介机构应尽职尽责、机构投资者要自担风险等债券发行和管理等相关原则。尽管在2008年间出现了“福禧事件”（福禧投资是中国首家发行短期融资券的非上市民营企业，该公司于2008年3月向投资者发行了总额为10亿元，期限为1年的短期融资券。当年7月，该公司被查出违规拆借社保基金，该事件导致公司10亿短融券投资者直面偿付风险）导致短期融资券市场一度遇冷，但是自2009年来，其发展速度明显加快。据相关资料统计，从2005年至2011年9月份，我国共发行各类短期融资券1664只，实际融资额度为26100.4亿元。由此可以看出，短融融资券正逐渐成为我国企业债权融资的一个重要渠道，其不断发展和成熟为促进企业债务融资工具多元化发展奠定了坚实基础。

（4）中期票据

2008年4月中国人民银行发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，对非金融企业债务融资工具给出了明确定义（其含义是指具有法人资格的非金融企业（以下

简称企业)在银行间债券市场发行的,约定在一定期限内还本付息的有价证券)。该管理办法就相关债券的操作规则、交易场所、发行主体信息披露等方面做了重要规定。该办法还规定了债务融资工具的发行价格、发行利率和所涉各种费率要以市场化方式确定,债务融资工具的投资者要自行承担投资风险。随后中国银行市场间交易商协会颁布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册规则》及《银行间债券市场中期票据业务指引》等多个自律规则。根据该管理办法,中期票据等多种非金融企业债务融资工具正式出台已具有法规依据。据有关资料显示,仅2008年一年,中国人民银行批准中国核工业集团公司、中国交通建设股份公司、中国电信股份有限公司、中国中化集团公司、中粮集团有限公司等24家企业发行了39只中期票据,其融资规模总计1672亿元,其融资规模超过2008年全年70多家公司通过IPO方式进行融资总额度1036亿元。据wind资讯金融终端数据库统计资料显示,自2008年4月至2011年底,我国共发行919只各种期限的中期票据,实际融资额度达到20820.2亿元,由此可见中期票据发展相当迅速。中期票据的推出对于完善我国银行间债券市场管理、壮大债券市场规模、促进非金融企业直接债务融资工具发展、加快债券市场利率化、扩大企业融资手段等方面具有重要意义。

(5) 银行贷款

从本文债权再融资的定义可知,在公司IPO后,公司仍然可以选择银行贷款的方式进行再融资。而事实上,我国以商业银行为主的金融体系决定了银行贷款在公司融资结构中占有重要的比例,各种期限的银行贷款对公司融资起到重大的作用。银行贷款的含义是指商业银行根据国家政策以某种利率水平将资金放贷给资金的需求方,并按照协约约定期限归还的一种经济行为。银行贷款一直是上市公司再融资的主要渠道之一,银行贷款的优点在于手续简洁,时间短,但同时银行贷款对上市公司治理起到监督促进作用。需要说明的是,由于几乎所有的上市公司都能够从银行贷到款项,因此,以银行贷款为标准来考察上市公司是否进行了债权再融资并不全面,关于这个问题,在实证章节中我们将有具体的说明。

二、上市公司债权再融资和公司绩效的文献回顾

本章节的文献回顾部分按照如下思路对国内文献进行梳理和分析。首先,上市公司债权融资的相关理论回顾和评述;其次,中国上市公司债权再融资的相关文献评述;最后,总结现有文献研究不足,提出本论文的贡献。

(一) 上市公司债权融资的相关理论回顾和评述

从阅读的大量关于西方上市公司股权和债权融资的文献可以得出一个基本观点:在融资方式的选择上,上市公司尽可能避免采用股权融资方式,以此来减少对公司价值的消极影响;理应积极采取债权融资或者内源等融资方式进行融资,以增加公司的价值。欧美发达国家普遍采用债权融资方式进行融资,但是在中国恰恰相反,中国上市公司严重偏好股权融资,债券市场发展却相对缓慢。公司的股权融资和债权融资属于公司的融资结构范畴,而公司的融资结构的涵义是指公司在筹集资金时,由不同渠道取得的资金之间的有机构成及其比重关系。西方的融资结构理论的演变大致分为三个主要阶段:第一个阶段是早期公司融资结构理论;第二个阶段是现代融资结构理论;第三个阶段是学者们从不同角度对融资结构进行解释,其主要代表学说有啄食理论、代理成本理论和信号模型等等(唐康德,2006)。

(1) 早期公司融资结构理论: Durand(1952)发表了学术论文《Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement》,对早期资本结构的研究做了全面的总结,在这篇论文当中,根据公司融资结构中债权融资和股权融资的资金比例的有关前提假设的差异性,作者把当时的融资结构理论划分为三个主要组成部分:其一是净经营收益理论(Net Operating Income),其二是净收益理论(Net Operating Income),其三是介于二者之间的传统公司融资结构理论。作者继而给出了公司价值的计算公式:假设公司的

总成本为 C ，股权和债权融资成本为 C_E 和 C_D ；公司的价值、股权资本和债权资本分别用 V 、 V_E 和 V_D 来表示，由此可以得出公司价值的公式： $V = V_E + V_D$ 。

其中净收益理论的基本观点是：基于债务资金成本低于权益资金成本的现实情况，公司采用债务筹资可以降低公司的资金总成本；公司负债程度越高，其综合资金成本就越低，企业价值也就越大，因此负债对公司来讲总是有利的。根据这种理论的相关假定，企业可以通过增加债务资本和提高企业财务杠杆比率等不同渠道来实现企业价值的最大化。通过该理论观点可看出，该理论属于企业价值理论中的一种极端形式。

净经营收益理论的基本观点是无论公司的财务杠杆如何发生变化，公司的加权平均资本成本都是固定不变的，因而公司的总价值也是固定不变的。按照这种观点的推理，最后得出的结论是公司的资本结构和公司价值无关，二者相互独立。这种理论观点也属于公司融资结构理论中的较为极端的一种形式。

传统公司融资结构理论的基本观点没有像上述两种理论观点那么片面，这种理论认为公司的总资本成本并非固定不变的，而是其随着资本结构变化而发生变化。除此之外，公司的资本成本不仅取决于公司的资本结构，而且公司内部还存在着一个最优的资本结构。尽管早期的公司融资结构理论大都建立在经验和估算的基础上，缺乏严格的数理推导和严谨论证，因而其实用性不大，但是这些早期的有益探索为现代的公司融资结构理论奠定了坚实基础（蒋屏，2004）。

（2）现代公司融资结构理论

现代公司融资结构理论的开山之作是 Modigliani 和 Miller 在 1958 年提出的，即 MM 定理。在《资本成本、公司金融和投资理论》这篇文章中，他们提出在资本市场是完善的、没有税收、信息是充分的、不存在交易费用和各種成本、任何一种证券均可无限分割和所有债务都是无风险的等多种基本假设下，深入探讨资本结构对公司价值和投资行为的影响效果。该文章结论是公司投资决策和公司的融资决策是互相独立的，公司的资本结构不会影响公司的总价值，公司投资支出的多少取决于公司的投资机会大小，公司总能够以与内部资金相同的资金利息成本筹集到公司所需的外部资金，进而满足投资支出的需求。基于上述各种前提假定，Modigliani 和 Miller 提出两个命题：命题一（无公司所得税的前提假定下）：无论企业是否存在负债，其公司价值等于公司所有资产的预期收益额度除以与该公司风险等级相适宜的资本报酬率；命题二（无公司所得税的前提假定下）：存在着负债的公司权益成本是同一风险等级中某一无负债公司的权益成本和风险溢价之和，在提出这两个命题后，作者证明了这两个命题的正确性；随后 Modigliani 和 Miller 在 1963 年提出了存在公司税的 MM 定理：存在负债的公司价值等于相同风险等级的无负债公司的价值与负债的节税收益之和，节税收益等于公司税率乘以总负债额度；负债公司的权益资本成本率等于同一风险等级中某一无负债公司的权益资本成本率与一定的风险报酬率之和。这就表明了公司负债会因利息的“抵税”作用从而增加了企业价值。

（3）啄食理论（The Pecking Theory）

尽管 Modigliani 和 Miller 的 1958 年和 1963 年提出的现代融资结构的两大定理推动了人们对公司融资结构的认识，但是该理论的假设与现实经济发展情况明显不符，随后 Myers 和 Majluf（1984）发表了《Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have》一文。在文中，作者通过放宽 MM 理论完全信息的假定，以不对称信息理论为研究基础，考虑存在交易成本等基本前提下，公司的经理人会比外部投资者掌握较多的公司内部信息；采用权益这种融资方式不仅会向外部传递企业经营等方面的负面信息，同时外部融资比内部融资要多支付利息费用等相关成本。在此情况下，在融资资金的来源上，企业融资一般会遵循内源融资、债务融资，最后是权益融资这样的融资选择的先后顺序，该理论大大推动了人们对企业融资顺序的研究。

(4) 代理成本理论 (Agency Costs Theory)

在 MM 定理发表之后, 随着信息经济学的发展, 一些制度经济学者从信息经济学的角度来分析融资结构, 他们认为, 由于存在不完全信息, 股东和经理人之间存在严重的代理问题, 进而产生代理成本理论。该理论的代表人物是 Jensen 和 Meckling, 二人在 1976 年发表的《公司理论: 经理人行为, 代理成本和资本结构》一文, 将委托代理关系引入到公司资本结构的分析框架, 旨在寻找公司经理人、公司股东和债权人之间的某种最佳合约关系, 达到股权代理成本和债权代理成本总和最小化, 进而提升公司绩效, 该理论推动了公司融资结构的相关研究。

(5) 信号模型 (Signaling Model)

信号模型也基于信息不完全的基本假定, 对公司融资结构进行了深刻分析。信号模型是由 Spence 提出来的 (此人因为对信息经济学的贡献, 荣获 2001 年的诺贝尔经济学奖), 随后部分学者将其引入到金融学领域中来分析公司的融资行为。该模型认为, 公司的经理人根据公司发展的不同状况适时向外部投资者传递各类信号, 以此来影响投资者的决策。Rose (1977) 在其《融资结构的决定性因素: 基于信号模型的方法》一文中, 认为企业的资本质量与企业负债成正比, 当企业负债率处于较高水平时, 企业质量也相对越高, 因而企业资产负债率高低能够反映企业经营业绩的好坏。

综上所述, 企业在进行融资行为的时候, 会受到信息、税收和融资成本等多种因素的综合影响。股权融资和债权融资对公司价值产生了不同的影响效果, 特别是债权融资, 通过对西方的文献进行回顾后, 我们发现公司债权融资可以增加企业的价值, 然而中国的上市公司利用债权再融资的绩效如何, 中国债券市场现实发展状况怎样, 这需要结合中国的实际情况进行深入研究。

(二) 中国上市公司债权再融资的相关文献评述

通过对中国上市公司债权融资与公司绩效的相关文献的搜索, 我们梳理了既有文献的研究视角和方向。具体而言可以大致分为以下几类:

(1) 中国企业债券市场发展情况研究

前文已指出, 中国债券市场发展相对滞后, 这给企业带来了各种影响, 不同学者紧紧围绕中国债券市场的发展现状, 从不同角度开展了一系列研究。如蒋屏 (2004) 通过对中国企业债券市场的规模以及企业的融资行为进行研究后认为: 企业利用国内公司债券融资, 不仅可以改善企业资本结构, 而且能够降低融资成本、完善公司治理结构; 而企业进行债务融资主要有两种方式: 银行贷款和企业债券, 郭斌 (2005) 通过文献综述的研究方法对比分析企业选择这两种融资方式的具体影响因素。其研究发现是, 影响企业债务融资方式选择的因素主要有筹资成本、信息不对称、债务契约特征以及企业的特质 (如行业特征、负债水平、赢利能力、规模大小、自有资本高低等) 个性因素。与银行贷款不同, 企业债券融资是一种对市场进入“门槛”要求更高的融资方式, 一般更适宜于那些规模大、盈利能力强、负债水平低、及市场声誉好的成熟的企业群体; 谢曼 (2006) 通过回顾中国公司债券市场的发展历程和现状后, 结合具体案例分析, 得出发行公司债券能够优化公司资本结构, 理应大力发展公司债券; 王秀华 (2006) 认为: 银行贷款和公司债券都属于公司重要的债务融资的工具, 他们既有一定程度上的替代性, 又有各自的优势、适用条件和特征。作者通过对二者的比较分析后形成了“银行贷款优势论”和“公司债券优势论”等两种观点, 继而得出我国大力发展债券市场的必要性; 关于我国公司债务融资长期发展滞后的现状, 倪铮和魏山巍 (2006) 的研究表明, 造成中国公司债务融资受冷落的主要原因在于政府融资系统, 即政府在资金融通和分配过程中占有绝对支配地位, 因而在企业很多方面限制和阻碍了企业债券的融资渠道。作者进一步用新增债务比率来衡量债务融资, 得出了在一定限度内该指标不仅与公司价值具有正向的显著性相关关系, 而且还能向市场传递积极的信号; 金磊 (2010) 对比分析了中国

股权再融资市场和债券再融资市场的迥异的发展现状后,其结论是发行公司债券将是未来中国上市公司再融资主要方式。这些文献加深了我们对中国债券市场发展的认识和理解。

(2) 企业可转债的相关研究

在企业债券市场发展,企业可转换债券的推出并成功发行是一件大事,学者们针对这一问题也相继开展了大量理论和实证研究。如朱瑾(1999)评述中国的债券发展市场后认为,政府主导建立以股票市场为主体的证券市场,尽管使得股票市场蓬勃发展,然而被股市拒之门外的企业在融资中困难重重,可转换债券的发行,对于发展企业债券市场及积极推进资本市场全面发展具有重要意义;何燕生(2002)认为造成中国股票筹资成为首选途径,企业债券则倍受冷落的现实情况的主要原因主是证券市场发育不成熟,推动企业债券市场发展的途径不仅仅在于改善企业债券市场本身,还要变革现有的股票市场;何佳和夏晖(2005)则认为企业发行可转换债券实际上是资本市场上各类企业的控股股东和外部投资者相互博弈的结果。

与企业可转换债券的实证研究有:唐康德(2006)实证研究了上市公司可转换债券融资选择及绩效影响。其发现有:市场中资本质量较高的公司有发行可转换债券的动机,可转债并不能显著提升公司的经营业绩,与配股和增发融资后股票价格出现显著下跌现象不同的是,发行可转债后股价有较好的市场表现;牟晖等人(2006)通过对中国发行的可转债权进行实证研究后发现:可转债发行公告对股东价值存在显著的负效应;进一步地将可转债按股性价值大小排序后发现,发行债性可转债对股东价值的负效应大于发行股性可转债的负效应,这就反映出中国市场特有的“股权融资优先于债券融资”的融资顺序选择;王冬年和王瑜(2007)通过具体案例分析,考察了可转换债券在公司连续融资中的作用机理,验证了可转换债券的转换期权特性在公司连续融资过程中不仅能够减少发行成本,而且能够控制管理者过度投资动机的可转债假说的正确性;张高擎和廉鹏(2009)也基于案例分析的视角,考察了在可转债融资过程中的机构投资者的如下行为:基于股价操纵的套利侵占行为及其在股权分置改革方案投票过程中与大股东的合谋行为。通过案例分析后发现:在股权分置改革方案投票过程中,机构投资者通过将其持有的可转债转股、控制股改投票权,诱使大股东合谋,进而侵占公司股东利益。

(3) 短期融资券等相关研究

为了扩大企业融资渠道,促进中国资本市场合理均衡发展,政府适时推出了短期融资券和中期票据。短期融资债券的推出对我国的债券市场和货币市场发展意义重大:有助于完善金融市场结构,优化金融资源合理配置,因而它们的发行引起了不少学者的关注。乔宗铭和温彬(2005)论述了短期融资债券的推出对于商业银行的意义:促进商业银行中间业务发展和传统盈利模式的调整,提高银行资产管理和盈利能力,增强银行资产配置和定价能力,但对商业银行短期贷款产生替代效应,增大银行经营风险;周好文和王蕾(2006)认为由于我国短期融资券在发行与流通中存在如下风险:银行信用风险增加、银行优质客户流失、短期融资券市场投资主体多元化程度较差等,从而使得短期融资券无法实现缓解银行信用风险的重要功能;罗荣平(2006)通过对中国融资性票据的绩效和风险分析,同时结合我国现有阶段的金融环境和宏观经济环境,提出在票据市场上推行做市商制度、组建专业票据公司、分阶段发展融资性票据市场等观点;杜娟,陈娜和游静(2009)分析了我国中期票据业务的绩效,其认为中期票据对于企业而言,能够降低企业的融资成本,改善企业的资本结构,帮助中小企业缓解融资难问题;对于商业银行而言,可以分散银行贷款风险,提高金融体系的稳定性;

还有一些文献研究了影响中国上市公司发行短期融资券和中期票据的具体影响因素。如吴育辉,魏志华和吴世农(2009)就影响中国上市公司发行短期融资券的因素进行了深入的分析,通过对2005年至2008年期间发行的短期融资券为对象进行研究后。其结论表明,

我国发行短期融资券的公司具有较好的财务状况,而在公司治理状况方面并无显著差异;当公司信用等级越高、公司规模越大、经营风险越低和财务杠杆越低时,上市公司选择发行短期融资券进行融资的概率就越高。这些文献为本论文的实证研究提供了重要的参考。

(4) 债权融资的实证影响研究

现有文献中还有一类文献基于中国上市公司的现实财务等数据,采用各种计量经济学研究方法,深入分析中国债券融资的绩效等相关问题。如吕长江和张艳秋(2002)研究了企业财务状况对负债代理成本的影响机制。其主要发现是:在偿债能力指标中,短期的流量偿债能力对经营风险有显著影响;股权越集中越容易发生风险转换型负债代理成本;国有股权比例较高的企业,容易发生风险规避负债代理成本。于东智(2003)以1997年至2000年的我国上市公司为研究对象,实证考察了公司债权的治理对公司绩效的具体影响效果,其实证结论是我国上市公司的资本结构存在着许多不合理的特征,银行贷款等债权治理方式呈现无效性。赵帅(2003)以2000至2004年的我国上市公司数据为对象,实证分析了资本结构对公司绩效的影响。其结论是债务治理在当前中国无效,国有股并不一定引起企业的低效率现象;反而,在公司治理结构不完善和法律法规不健全的制度环境前提下,一定比例的国有股不仅可以监督公司经理人,减少内部人控制引起的负面效应,进而能够提高公司经营绩效。汪辉(2003)检验了中国上市公司的债务融资对公司治理与市场价值的实证影响。作者的结论表明:总体而言,债务融资对加强公司治理和增加公司市场价值等方面起到了积极作用,然而对于那些资产负债率较高的公司,这种促进作用并不显著;进一步地,市场对公司发行债券有积极的反应,同债务融资起到了传递公司业绩的信号作用;邓莉等人(2007)以2001年至2004年中国上市公司数据为分析对象,分析了银行债权治理的现金流效应、代理成本效应、以及银行债权期限结构的治理效应。其结论是我国银行贷款无论短期还是长期,对借款公司的治理效应都没有显著影响,这表明银行贷款对公司经营活动未能发挥有效的监督作用;褚玉春和刘建平(2009)以2001至2007年沪深两市485家制造业企业为例,实证分析这一问题,其发现:“负债保守型”和“负债激进型”企业之间的经营绩效存在着显著差异性;我国制造业公司的债权治理效应未能得到充分发挥,制造业上市公司经营绩效与债务融资比率呈近似“倒U型”关系;李科和徐龙炳(2011)利用短期融资券的推出作为自然实验来研究公司融资约束变化对公司经营业绩的影响,其结论是:当短期融资券成为企业潜在的债权融资工具后,能够使用这一金融工具的企业在负债能力、投资能力等方面有了大幅度的提高,进而公司经营业绩也得到大幅度的增长,这也验证了债权融资能够促进企业价值的增长。

还有一部分文献检验了债权融资对企业投资等影响效果。如童盼和陆正飞(2005)以中国上市公司为研究对象,考察企业负债融资及负债来源对企业投资行为的影响,以此来揭示上市公司中股东—债权人冲突和负债作为治理机制所带来的经济后果。其结论是负债比例越高的企业,企业投资规模越小,并且它们之间的这种负向相关程度受新增投资项目风险与投资新项目前企业风险大小关系的影响;黄乾富和沈红波(2009)以1997年至2004年的中国制造业上市公司为研究样本,实证检验了公司现金流非效率投资状况以及债务对过度投资的约束作用。其结论是上市公司的投资对于现金流高度敏感;债务比例与企业过度投资支出之间呈现显著的、负相关关系;长期负债对企业过度投资行为的制衡作用较弱。

上市公司发行公司债券对公司股价影响如何,刘清江和漆鑫(2009)通过对发行企业债券的上市公司样本进行考察,通过事件分析后发现,上市公司发行公司债券融资对公司股价具有负面的效应,并且这种负面效应主要是集中在发行日及随后的8个交易日里,这就表明市场对于企业公开发行公司债券持不欢迎的态度。

而中国上市公司在股权再融资和债权再融资方式选择上,实际情况如何,杨艳(2007)考察了不同规模、不同成长性、不同债务水平的上市公司融资顺序安排,发现不同类型的上

市公司的融资顺序表现出不同的特征，其融资顺序是：新增股本—留存收益—长期债券—长期借款。

研究国内上市公司债权再融资等方面的这些实证文献基于不同的学术视角，检验了相关债券融资理论，这些重要成果为论文的实证研究提供了很好的参考。

(5) 商业银行改革与公司治理和发展

现阶段我国金融体系的一个重要特征是以商业银行为主导(据有关资料显示，截至2010年11月底，我国金融业总资产突破100万亿元，其中银行业总资产超过92万亿元，可见商业银行在中国经济社会发展中的重要性)，因此，我国商业银行发展水平高低直接影响着企业融资水平。曾康霖(2008)回顾了改革开放30年以来的我国金融体制改革，他认为无论是1980年成立中国国际信托投资公司，以融资方式引进外资；还是到2006年，国有商业银行引进战略投资者。这一系列的金融领域改革适应了金融业发展的世界潮流，推动了金融业的多元化发展。金融改革推动金融业发展着力扶持中小企业，为企业发展提供了重要融资渠道。

但是大量的关于商业银行改革的相关文献研究认为，目前我国的银行贷款的治理机制、商业银行改革进程中仍存在着许多亟待解决的问题。如吕景峰(1998)认为造成我国国有银行的债权在国有企业的治理结构中无法发挥应有作用的根本原因是由于我国企业与银行间的债权债务关系的虚拟性。杨蓉(2003)指出商业银行的主要治理有贷款控制、破产机制和股权投资，商业银行是公司外部治理的重要外部机制之一，而我国商业银行的独立性不强以及其自身存在着治理问题，这就阻碍了商业银行治理机制的发挥。蒋玉珉和汪年祝(2004)认为中国公司治理模式是适度推进外部治理机制的形成和发展，构建以债权人为主的利益相关者参与公司治理决策，这样才能够促进公司治理和防范银行贷款安全。叶向阳(2004)认为对于企业资本结构中都有一定的负债的我国上市公司而言，其债务主要表现为各种期限的银行贷款，而商业银行以国有为主，因而存在着债权约束软化问题。国有商业银行有参与公司治理的必要性，但现实中国有商业银行缺乏参与公司治理的动力和压力，银行债务对公司治理的作用十分有限。高伟(2005)认为我国商业银行直接融资与间接融资比例失调，间接融资比例偏高，导致企业过于依赖银行，这增加了银行贷款风险。

而关于我国商业银行、金融业制度变迁以及未来发展方向等问题，戴园晨和杜莉(2000)认为在2000年之前，我国金融业仍然实行分业制经营模式，商业银行、证券等金融机构经营各自的业务，法律禁止金融机构混业经营。然而随着全球化和信息化的来临，伴随着金融深化和金融创新的不断发展，为了提高金融企业的竞争力和经营效率，降低市场风险，金融业的分业经营模式被逐渐打破，混业经营成为了新的经营模式，我国金融业发展的模式是构建“金融超市”，这种模式不仅符合国际金融发展的趋势，而且能够提高我国金融业综合竞争力，商业银行竞争力的提高自然会促进企业发展。由此可见，商业银行贷款对企业监督治理作用还有待提高。

三、小结及本论文的贡献

本章节评述了债权融资和再融资的现有理论文献以及基于中国的发展现状，梳理了中国债券市场相关的研究成果。通过本章节的梳理和总结，我们得出以下几点看法。首先，这些理论研究成果为本论文的理论 and 实证研究提供了重要参考；其次，通过总结现有文献，我们仍然能够看到现有文献在研究内容方法等方面存在着可以改进的地方不足，比如对于考察我国各种债权再融资方式对公司投资和公司绩效的相关分析并不全面，而部分实证研究方法也可以扩展，针对这些现有研究缺陷，我们在本论文中将解决这些问题。

基于本章节的文献梳理，结合下文的相关研究结论，我们认为，本论文对现有文献的贡献和学术价值有：

首先，从理论上讲，在提出“债权再融资”这一核心概念基础之上，归纳总结了其主

要表现形式，为本论文的实证工作做好了铺垫；通过从理论上思考公司再融资、公司投资和公司绩效等三者内在联系机理上，我们得出“上市公司通过多种方式进行债权再融资，缓解了公司投资约束状况，影响到公司的投资行为，进而提高了公司的绩效”的这一基本观点。

其次，从实证结果上来看：通过对我国 2007 年至 2010 年发行公司债券的上市公司为研究对象，利用计量经济学 Logistic 判定模型实证考察了影响我国上市公司发行公司债券的具体因素的作用效果。我们得出了上市公司的公司规模、成长性、公司的股权结构和财务杠杆等变量是影响公司发行公司债券的重要因素；具体而言，这些变量影响发行公司债券的概率的效果存在差异性，即公司信用等级、公司规模和公司的股权结构等变量对发行公司债券的概率起到积极显著的促进作用，公司的成长性和财务杠杆变量对公司发行公司债券的概率起到显著的消极负面影响；接下来我们以 2007 年至 2010 年发行公司债券和短期融资券的上市公司为研究对象，基于公司发行公司债券和短期融资券是体现公司债权再融资方式的重要假设前提下，将公司债券和短期融资券的推行和不断发展视为中国金融发展带来的金融创新的重要体现，进而依据学术界的金融发展与经济增长的相互关系的“金融发展能够促进经济增长”的相关研究成果为理论基础，通过设定中国上市公司的欧拉方程投资模型来实证分析上市公司债权再融资对公司投资的影响效果。我们发现了我国上市公司存在着融资约束，而上市公司发行公司债券和短期融资券，降低了公司投资对公司内部现金流的敏感性，缓解了公司的融资约束；最后的实证章节部分基于 2007 年至 2010 年我国全部 A 股上市公司的财务数据，采用分位数回归的分析方法，考察了债权再融资对公司绩效的具体影响效果，在控制了银行贷款、公司规模、投资水平、现金流水平和公司年龄等变量影响后，我们发现，总体而言、尽管度量公司债权再融资方式的中期票据对总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）的影响效果不是一致地显著，但是公司债券和短期融资券这两个虚拟变量 Cbond1 和 Sbond1 对总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）均起到正向积极的作用。这表明了，公司发行公司债券进行再融资对公司总资产收益率起到促进的作用。我们的实证结果表明，中国上市债权再融资方式的不断多元化发展，拓宽了公司融资渠道，缓解了公司融资约束，进而提高了公司的绩效。

第三，我们在研究方法上也有所改进和提高，比如采用了分位数回归分析和 logistic 判定模型等。通过采用不同的研究方法，能够确保我们文章研究结论的稳健性。

第四，我们采用了中国最新的公司债券、短期融资券和中期票据等上市公司的相关数据，这样保证本论文的研究结果具有较强的现实性。

参考文献：

- [1] Beck, T., Levine, R., Loyaza, N., 2000. Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics* 58, 261 - 300.
- [2] Benhabib, J., Spiegel, M. M., 2000. The role of financial development in growth and investment. *Journal of Economic Growth* 5, 341 - 360.
- [3] Bond S.R., and Meghir C. 1994. Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy. *Review of Economic Studies*, (61).
- [4] Carey, Mark, Stephen Prowse, John Rea, and Gregory Udell (1993). The economics of private placements: A new look. *Financial Instruments, Institutions and Markets*. Vol. 2, no. 3. Cambridge, MA: Blackwell.
- [5] Ce'sarCaldero'n, Lin Liu The direction of causality between financial development and economic growth, *Journal of Development Economics* 72 (2003) 321 - 334.

- [6] David Durand.1952. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. NBER, N. Y.,1952 :215-247.
- [7] DeAngelo, Masulis R W. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. Journal of Financial Economics, 1980, (3): 3-29.
- [8] 安辉、李雪莲、李永辉:《亚洲新兴市场国家公司债券市场发展研究》,《国际金融研究》2004 年第 7 期。
- [9] 曾康霖:《金融改革的回顾与评析》,《金融研究》,2008 年第 4 期。
- [10] 褚玉春、刘建平:《债务融资对制造业经营绩效的影响效应研究》,《数量经济技术经济研究》2009 年第 9 期。
- [11] 戴璐:《股权再融资后的“双高”现象研究:超额短期借款融资的视角》,《经济科学》2008 年第 3 期。
- [12] 戴园晨、杜莉:《构建“金融超市”是我国金融业发展的必然选择》,《金融研究》,2000 年第 8 期。
- [13] 邓莉、张宗益、李宏胜:《银行债权的公司治理效应研究—来自中国上市公司的经验证据》,《金融研究》2007 年第 1 期。
- [14] 杜娟, 陈娜, 游静:《中国中期票据业务的绩效分析》,《经济研究导刊》2009 年第 6 期。

Literature review of Corporate Debt Refinancing

Liu Yaozhong

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: This paper in depth of extensive domestic and foreign listing Corporation debt financing and refinancing of listing Corporation based on the summary of creditor's rights financing, and other related theoretical perspectives, on both the achievements and shortcomings, and then put forward the research on the literature of the important contribution. Specifically, this paper focuses on the theoretical analysis of debt refinancing and corporate investment, corporate performance between the three internal logic connection.。

Keywords: Debt refinancing, Corporate investment, Corporate Performance

收稿日期: 2012-05-19

作者简介: 刘耀中, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 资本市场