

中国区域债务融资工具发展绩效研究——基于企业的微观视角

张寻远

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 本文基于微观的发行主体及债务融资工具设计等特征角度, 结合区域经济发展外部环境、地方政府法制环境、金融市场竞争及中介组织发育等多个宏观层面视角, 采用计量经济学的 logit 分析模型, 利用 2005-2007 年微观企业、宏观省份等相关数据, 以企业债券、公司债券及短期融资券等债务融资工具为分析对象, 实证考察了债务融资工具区域间发展的影响因素。

关键词: 区域债务 融资工具 微观视角

引言

从融资方式的本质来看, 发行债务融资工具融资属于债权融资, 梳理我国债券市场的发展历程可以看出, 改革开放以来, 尽管我国的债务融资工具发展起步较早, 然而由于制度、市场、文化等多方面原因, 长期以来, 我国股权融资成本大大低于债权融资成本, 我国公司呈现出严重的股权融资偏好, 债权融资发展程度相对滞后, 这种重股权轻债权的融资格局直到 2005 年之后逐步得到改观。表 4-1 是我们根据历年《中国证券期货统计年鉴》整理的中国公司股权融资规模与债权融资规模情况。

表 0-1 中国公司债权股权融资规模 (1993-2012)

单位: 亿元

年份	股权筹资额	债权筹资额	股权/债权	年份	股权筹资额	债权筹资额	股权/债权
1993	375.47	235.80	1.59	2003	1357.75	358.00	3.79
1994	326.78	161.70	2.02	2004	1510.94	327.00	4.62
1995	150.32	300.80	0.50	2005	321.64	2046.50	0.15
1996	425.08	268.90	1.58	2006	2646.47	3938.30	0.67
1997	1293.82	255.20	5.07	2007	7922.01	5058.50	1.56
1998	841.52	147.90	5.69	2008	3300.31	8435.40	0.39
1999	944.56	158.00	5.98	2009	5024.47	15864.40	0.31
2000	2103.24	83.00	25.34	2010	9594.01	17836.55	0.53
2001	1252.34	147.00	8.52	2011	6821.14	21055.71	0.32
2002	961.75	325.00	2.96	2012	4487.50	28500.60	0.15

从表 0-1 可以看出: 其一, 2005 年以前, 我国公司严重偏好股权融资, 债权融资规模较小, 例如 2000 年, 股票融资规模达到 2103.24 亿元, 而债权融资规模仅有 83 亿元, 前者为后者的 25.34 倍之多, 造成资本市场股债融资比例失衡发展的原因是多方面的, 既有中国资本市场的制度背景, 也与公司治理等因素高度相关; 其二, 2005 年之后, 伴随着有关资本市场的一系列改革措施的实施, 债券市场发展迅猛, 各类债务融资工具不断推出, 债券市场逐渐活跃, 这为企业提供了十分有利的债权融资便利, 企业债权融资比例逐年提高, 日益超过股权融资规模, 比如 2005 年, 股权融资规模仅为 321.64 亿元, 而当年的债权融资规模为 2046.5 亿元, 后者是前者的 6.36 倍。

由上述分析可知, 2005 年之后, 我国债务融资工具的发展速度非常之快。那么, 各类债务融资工具在促进企业绩效及地区经济增长等方面的效果如何? 这一章节, 我们将基于微

观的企业层面，探讨发行债务融资工具对其利润多寡、公司发展等的作用效果。

根据对企业层面数据进行的分析，笔者发现：整体而言，债务融资工具的发行显著地提高了企业绩效，具体来看，发行企业债券对企业绩效起到负向效果，而发行公司债券、中期票据和短期融资券对企业绩效起到积极促进作用；通过将发行债务融资工具与企业所有制、发行债务融资工具的担保情况作交叉项进行估计后发现，在估算债务融资工具的发行对提高企业绩效的作用方面，对民营及外商企业比对国有企业的作用效果要大；有担保的企业比无担保的企业更能够促进企业绩效的提高；在利用债务融资工具融资时，有担保的企业绩效提升比无担保的企业绩效提升幅度为高。进一步地，采用净资产收益率作为企业绩效的代理变量进行稳健性检验，结果显示，债务融资工具、企业所有制、发行债务融资工具有无担保等变量的估计系数及显著性与上述结果相比，差别不大。由此，笔者验证了上述结果的稳健性。

一、文献评述

（一）现有文献回顾

Masulis（1983）实证研究了公司资本结构与公司绩效的关系。结果表明公司的绩效水平与资产负债率呈正相关关系。Myers（1984）的实证研究结果表明，对于那些具有较多投资机会和成长性较好的公司来讲，短期债务融资有利于提升公司绩效。Titman & Wessels（1988）以美国制造业 469 家上市公司 1972-1982 年的数据为研究样本，采用因素分析法考察了融资结构的影响因素，研究表明企业的负债比率与获利能力具有显著的负相关关系。Barclay（1995）通过对 1974-1991 年间美国上市公司债权的期限结构的实证分析发现，公司 3 年以上的债权规模占公司总债权规模的比重与公司的市场价值和其账面价值的比值呈显著正相关关系。Jordan 等（1998）以英国 275 个中小企业为考察样本，研究得出企业的获利能力与其负债比率呈正相关关系。

范从来和叶宗伟（2004）以长江三角洲地区制造业上市公司的财务数据为样本，探讨了公司债务融资与其绩效的实证关系。研究结果表明，债务融资比例的增加能够提高公司的价值，但是提升的幅度不大，债务融资在一定程度上能够减轻上市公司内部人控制造成的损失。

吴明娟（2005）以 2001-2003 年度我国沪深两市上市公司为样本，实证研究了债权融资对公司绩效的作用效果。其主要观点为：目前我国上市公司的负债融资在总体上仍处于偏低区域，还存在着很大的发展空间；流动负债的公司治理效应的恶化较为严重，流动负债的比例过高，应加大长期负债的比例。现有的负债融资手段对上市公司的治理并没有发挥出应有的作用，负债指标与公司绩效之间存在着负相关性；长期借款的公司治理效应不显著，流动负债的分解因素中，短期借款对公司绩效影响的负效应大于商业信用，应付福利费、应付工资和应付股利的公司治理效应为正。

黄建平（2007）以沪深两市 2004-2006 年 1075 家仅在 A 股发行股票的公司数据为研究对象，实证检验了债权融资对公司治理的作用效果。结果显示，我国上市公司的债权融资水平与公司绩效呈现显著的负相关关系、债务期限结构中的短期债务对公司绩效有着显著正向的影响、债务来源结构对公司绩效产生显著负向的作用效果。

欧晓辉（2007）结合企业生命周期理论，从动态的视角来分析不同成长阶段企业的债权融资状况，在此基础上，着重考察了处于成长期的上市公司的债权融资结构与公司绩效的关系。其主要结论有：债权融资对于成长中的上市公司提高公司绩效有着显著积极的作用；债权融资结构中，流动负债和长期负债均与成长型上市公司的绩效成正相关关系，经理层更愿意选择风险较低的流动负债作为主要的融资来源，因而流动负债融资比重较大，长期负债融资明显不足；短期负债结构中，银行贷款所占比重最大，对于成长型公司业绩提升帮助也最大，商业信用所占比重较低，体现出我国成长型上市公司在债权融资中存在的特殊现象，这与我国的融资环境密不可分。

高明华和蔡卫星（2008）以中国上市公司 2001-2006 年的面板数据为考察对象，利用回

归方法研究了中国上市公司债务融资与公司经营绩效之间的关系。研究发现,中国上市公司债务融资与公司经营绩效之间呈负相关关系,中国国有银行普遍存在的预算软约束是导致这一现象的根源;债务融资与公司绩效的负相关性随时间的推移在逐渐减弱,其原因在于近年来中国银行业改革增强了国有银行的独立性,加强了贷款约束。

肖红霞(2009)以174家沪深股市2005-2008年间的A股民营公司为研究对象,实证考察了债务融资与公司绩效的关系。实证结果表明,整体而言,债务融资总体水平与公司绩效呈现显著的负相关关系;流动负债和长期负债对公司绩效的影响效果是不利的,流动负债对公司绩效的负面作用效果的程度要更大一些;银行借款和债券融资均对公司绩效产生了显著的负向效果,商业信用对公司绩效产生微弱的消极影响;公司绩效对未来两年的债务融资有显著的负面影响。

邵清君(2010)以中国沪市2007-2009年的全部A股上市公司为考察对象,通过构建公司绩效指标与融资结构指标,并从总体资本负债结构、负债融资偿还期限和负债融资来源结构三个方面探求融资结构对公司绩效的影响。实证研究发现,我国上市公司融资结构与公司绩效之间呈现明显的负相关关系,债权融资并未起到提高公司绩效的作用。

黄文青(2011)以2008年沪深两市上市公司的截面数据为分析对象,从债务规模、债务期限、债务来源三个维度对上市公司的债权融资治理效率进行了实证检验。实证结果表明,资产负债率与公司绩效呈现显著地显著负相关关系,债权融资没有发挥应有的治理效应;长期债务和企业债券融资的治理效用是显著的,但是商业信用融资与银行借款均不能对上市公司经营者形成有效监督和制约,这在一定程度上加重了上市公司的委托代理冲突。

(二) 文献小结

该章节基于债权融资与公司绩效这一视角对现有文献进行了评述。首先,从既有文献中可以看出,大多数研究从中国沪深两地上市公司的样本数据中得出了债权融资与公司绩效之间呈现显著负相关关系的结论,并且从多个方面对该现象进行了解释;其次,本节采用计量经济学回归模型,依据我国债券市场现有的企业债券、公司债券、中期票据及短期融资券等债务融资工具数据,实证检验了发行债务融资工具对公司绩效的作用效果,是对现有文献的一个有益补充。对文献的贡献在于:本文采用中国资本市场最新的债务融资工具数据,通过将四类债务融资工具引入到回归方程中,对比分析它们对公司绩效的作用效果,该视角比较新颖。

二、实证数据和实证方法

(一) 实证数据

本文采用的发行债务融资工具的相关企业数据来自于wind资讯金融终端数据库,我们按照时间从早到晚的顺序整理了2005-2012年间发行企业债券、公司债券、中期票据和短期融资券等四种债务融资工具的企业相关数据,包括发行主体性质、发行规模、发行期限、票面利率、发行主体的总资产、总负债、总利润、净利润、发行主体信用级别及所发债务融资工具有无担保等变量。我们对企业数据做出了如下筛选:①金融保险类企业不进入该样本,因其资本结构与企业资本结构差异很大;②同一家企业在一年内的不同时间分别发行的债务融资工具视为不同的观测样本;③剔除了缺失关键数据的观测值。如是,我们总共整理出6627个观测值。

(二) 变量选取

为了研究发行债务融资工具对公司绩效的影响效果,我们选择如下指标来度量各个变量。

1、被解释变量:公司绩效,采用公司主营业务净利率、净资产收益率、总资产收益率等进行多维度度量。这三个指标的计算公式如下:

总资产经营活动收益率=公司营业利润÷总资产;

总资产收益率（ROA）=息税前利润（EBIT）÷公司总资产的账面价值；

净资产收益率（ROE）=息税前利润（EBIT）÷股东权益的账面价值；

鉴于多数文献均认为 ROA、ROE 等容易被上市公司操纵，其数据不足以反映企业的真实利润，这里我们主要采用主营业务净利率对公司绩效加以度量。

2、解释变量：债务融资，这个变量是我们最为关心的。从对大量的文献梳理中，我们得出，债务融资是影响企业绩效的一个非常重要的因素，其对公司治理、提升企业质量等具有显著地促进作用，国外的研究结论证实债务融资能够提升企业绩效，然而国内大多数文献得出了相反的结论。本文将采用最新的财务数据，对该命题进行实证检验。为多方面验证我们的实证结果，在进行实证分析时，我们采用了多个指标进行度量：采用企业资产负债率这一变量，其计算公式为资产负债率=企业年末负债总额÷企业年末资产总额。引入债务融资工具的四种类型：企业债券、公司债券、中期票据及短期融资券等，采用虚拟变量的形式；采用这四种债务融资工具的融资规模。

3、一组控制变量：公司规模，相关文献认为，公司规模是影响其绩效的一个显著因素，公司规模越大，公司绩效越低，即较大的企业规模不利于其提升绩效水平；发行主体性质，用来控制公司所有制性质对公司绩效的影响效果；发行期限，以此来控制债务期限对公司绩效的影响；担保情况，其为虚拟变量，用该变量来检验发行债务融资工具时有无担保对公司绩效是否产生影响；所属行业，用来控制行业影响效果，行业的具体分类标准参照中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》（中国证券监督管理委员会公告（2012）31号）。

综上所述，文章相关变量的说明见表 2-1。

表 2-1 实证分析中的变量说明

变量类型	变量名称	变量代号	变量含义及说明
被解释变量： 公司绩效	总资产收益率	ROA	息税前利润（EBIT）÷公司总资产的账面价值
	净资产收益率	ROE	息税前利润（EBI）÷股东权益的账面价值
	总资产经营活动收益率	OPA	营业利润/总资产
解释变量： 债务融资工具	企业债券	Fbond	①实际发行企业债券的总额；②发行企业债券的虚拟变量，若企业发行企业债券，则取值为 1，否则取 0
	公司债券	Cbond	①实际发行公司债券的总额；②发行公司债券的虚拟变量，若上市公司发行公司债券，则取值为 1，否则取 0
	中期票据	Mbill	①实际发行中期票据的总额；②发行中期票据的虚拟变量，若发行中期票据，则取值为 1，否则取 0
	短期融资券	Sbond	①实际发行短期融资券的总额；②发行短期融资券的虚拟变量，若发行短期融资券，则取值为 1，否则取 0
	资产负债率	Lev	企业年末负债总额/年末总资产
控制变量	公司规模	Size	总资产的对数值
	发行主体性质	Owner	虚拟变量：分国有、民营及外资企业
	区域	Area	虚拟变量，分东中西部三个区域
	行业变量	IND	虚拟变量，若属于制造业，取值为 1，否则为 0
	担保	Gurant	虚拟变量，若有担保，取 1；无担保，取 0

根据表 2-1 中的相关变量定义说明，结合我们搜集的样本数据，首先对变量做出了统计描述，如表 2-2 中所示。

表 2-2 债务融资工具对公司绩效实证模型中的相关变量统计描述

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
LROA ¹	6273	-3.40	1.12	-10.16	3.60
LROE	5915	-3.13	1.16	-11.44	2.52
LOPA	6234	-2.40	1.21	-9.23	4.34
LLEV	6409	-0.56	0.80	-6.51	4.39
LSize	6412	5.38	1.52	-0.15	10.59
Lscale	6507	0.40	1.39	-5.73	5.29
Own ²	6486	1.16	0.42	1	3
cbond	6513	0.06	0.25	0	1
fbond	6513	0.19	0.39	0	1
sbond	6513	0.49	0.49	0	1
mbill	6513	0.24	0.43	0	1
area ³	6513	1.48	0.75	1	3
guartnd	6513	0.16	0.37	0	1
ind	6513	0.67	0.45	0	1

从表 2-2 可以看出以下几点：

（1）度量企业绩效的总资产收益率对数的均值为-3.40，其观测值日的最小值与最大值分别为-10.16 及 3.60，标准差为 1.12。由此可以得出，发行债务融资工具的各企业的总资产收益率差异十分显著；进一步地分析样本数据也可以看出，即使是同一家企业，其不同年份的总资产收益率差异也相当显著。

（2）度量代表企业绩效的净资产收益率、总资产经营活动收益率这两个变量的均值在不同企业之间、同一企业的年份之间差异也较大。以净资产收益率来看，其最大值和最小值分别为-11.44 和 2.52，足见其差异之明显；从这三个指标的均值可以看出，总资产经营活动收益率最大，净资产收益率次之，总资产收益率殿后，从这个排序也能够看出，企业绩效度量标准之间存在差异。

（3）企业资产负债率的均值为-0.56，其最小值为-6.51，最大值为 4.39；而另一个控制变量企业规模的均值为 5.38，其最大值为 10.59，最小值为-0.15，分析二者的标准差可以看出，它们在企业间的差异相对不甚显著。

（4）度量债务融资工具发展水平高低的第一个指标为债务融资工具的发行规模，从 Lscale 这一指标可以看出，其均值为 0.40，最大值为 5.29，最小值为-5.73，其差异也较为显著。

（5）从一组虚拟变量均值可以看出，发债主体的企业性质、企业所属区域、企业所属行业、发行债务融资工具时有无担保等的差异有的较为显著，而有的不显著。

（三）实证方法和实证模型

由于我们整理的债务融资工具的发行主体观测值在 2005-2012 年间连续进入样本的个数较少，无法采用面板数据进行实证估计，因此，文章选用混合截面模型（pooled cross section

¹ LROA 为总资产收益率的对数值，其余观测值如 LROE、LOPA、LLEV、LSize、Lscale 等均为其定义。

² Own 取值为 1、2、3 分别表示国有、民营及外资企业。

³ area 取值也为 1、2、3，分别表示东部、中部和西部地区。

model) 进行分析。按照前文的论述, 基于本文的研究目的, 我们的实证研究模型如下:

$$\log(performance_{it}) = \alpha + \beta_1 \log(debt_{it}) + \beta_2 \log(lev_{it}) + \beta_3 \log(size_{it}) + \gamma_1 own + \gamma_{11} own * debt_{it} + \gamma_2 quartnd + \gamma_{22} quartnd * debt_{it} + \gamma_3 area + \gamma_4 indu + \gamma_5 year \text{ (模型1)}$$

在模型 (1) 中, $performance_{it}$ 表示企业 i 在年份 t 的企业绩效, 实证分析时, 采用总资产经营活动收益率加以度量, 稳健检验时采用总资产收益率、净资产收益率等度量; $debt_{it}$ 表示企业 i 在年份 t 发行债务融资工具融资的情况, 实证分析时, 采用两个指标度量: 其一是企业债券、公司债券、中期票据及短期融资券等四类债务融资工具融资规模的对数值; 其二是采用企业是否采用了某一种债务融资工具进行融资这一虚拟变量, 以求检验结果的稳健性; lev_{it} 表示企业 i 在年份 t 的资产负债率, 实证分析时采用企业总负债除以企业总资产进行度量; $size_{it}$ 表示企业 i 在年份 t 的企业规模大小, 实证分析时采用总资产这一变量进行度量; own 是企业所有制性质, 分国有、民营及外商三种类型; $own * debt_{it}$ 这一交叉项用来度量企业所有制属性是否会影响企业发行债务融资工具对企业绩效的影响效果; $quartnd$ 为度量企业发行债务融资工具时有无担保的虚拟变量; $quartnd * debt_{it}$ 度量企业发行债务融资工具时有无担保这一变量是否影响债务融资工具对企业绩效的作用效果; $area$ 是企业的所在区域变量, 分东中西部三个区域, 区域划分标准参照国家统计局 2003 公布的标准; $indu$ 是度量企业所在行业属性的虚拟变量, 其值为 1 表示在制造业行业; 为 0, 表示非制造业; $year$ 为年度虚拟变量, 用来控制年份对企业绩效的影响效果。

三、实证结果

(一) 实证模型估计结果

表 3-1 模型 (1) 的估计结果

被解释变量 解释变量	企业绩效 (LOPA) (1)		企业绩效 (LOPA) (2)	
	估计系数 ⁴	T 值	估计系数	T 值
Cbond_1			0.620***	6.89
Cbond_1×Own_2			0.446**	2.52
Cbond_1×Own_3			1.223*	1.69
Cbond_1×Guartnd_1			0.457**	2.34
Fbond_1			-0.542***	-11.85
Sbond_1			0.205***	4.13
Mbill_1			0.556***	10.73
lscale	0.061***	4.30		
Llev	0.239***	14.640	0.226***	13.96
Lsize	-0.216***	-19.880	-0.188***	-20.76
Own_2	0.597***	12.880	0.311***	4.19

⁴ ***、**、*分别表示相关系数在 1%、5%、10%水平下显著, 余同。

Own_2×lscale	0.139***	3.720		
Own_3	0.603***	5.440	0.302**	2.11
Own_3×lscale	0.044**	2.35		
Guartnd_1	0.167***	3.400	0.106	1.28
Guartnd_1×lscale	0.133***	5.370		
Area_2	-0.127***	-3.520	-0.112***	-3.15
Area_3	-0.405***	-11.010	-0.369***	-10.27
Indu	yes		Yes	
Year	yes		Yes	
R square	0.782		0.658	
观测值	6241		6243	

表 3-1 是我们采用 2005-2012 年间发行各类债务融资工具的企业样本数据，利用横截面混合数据模型的计量经济学分析方法，对模型（1）进行实证检验的结果。从中我们可以得出如下结论：

1、表 3-1 中的前两列是采用总资产经营活动收益率来度量企业绩效、用债务融资工具的发行总规模对数值（lscale）来度量企业债务融资工具的发展情况，进而对模型（1）进行估计的结果。从实证结果中可以看出：其一，债务融资工具发展情况的度量指标 lscale 的系数为 0.061，并且在 1%显著水平上显著，其含义是企业债务融资工具规模每提高一个单位，会促进企业绩效提高 0.061 个单位。该结论具有一定的现实意义，说明了企业债务融资规模对企业绩效具有显著提升作用。该结论与大多数文献得出的企业债务融资导致企业绩效下降的结论不一致，我们认为原因在于，能进入本文研究样本的企业均属于治理结构较为合理、发展水平较高的企业。因此，发行债务融资工具对其绩效提升的促进作用得以体现出来。我们这一结论从企业总负债水平（llev）这一变量的估计系数也可以看出，其值为 0.239，并且在 1%显著水平上显著。该系数的含义为，债务融资水平对企业绩效起到提高作用，这一结果也与多数国内文献的结论不一致。综上所述，笔者认为，近年来，伴随着股票市场的低迷，企业开始关注债券市场，利用债务融资工具融资，为了能够利用债券市场最新推出的债务融资工具，企业需要完善内部经营机制、提高资金利用效率，因此，发行债务融资工具对提升企业治理的效果得以表现，债务融资工具体现为对企业绩效提升的促进作用。

企业规模（lsize）的系数为-0.216，并且在 1%显著水平上显著。该系数的含义是企业规模越大，越不利于企业绩效的提高。有部分文献认为，规模较大的企业内部存在众多的部门，经营效率较低，内部控制成本较高，因此不利于企业绩效提高。我们的发现，也验证了这一理论解释。

Own 为度量企业所有制性质的虚拟变量，其取值范围为国有、民营及外资企业。这里把国有企业作为参照对象，比较其与民营及外资的所有制性质在促进企业绩效提高方面所起到的作用，这里用 Own_2、Own_3 来表示民营和外资企业。分析这两个系数可以看出，二者均为正数，并且在不同显著水平上显著。这个结果表明，与国有企业相比，民营与外资的所有制性质更能够促进企业绩效的提升。

这里我们最为感兴趣的变量之一是代表所有制性质的虚拟变量与债务融资工具的发行总规模的交叉项 Own* lscale，该变量度量的是在考察债务融资工具影响企业绩效的效果时，企业所有制属性是否会影响着这一作用效果。从 Own_2×lscale 交叉系数的估计值可以看出，其为正向的 0.139，并且在 1%显著水平上显著。其含义是，在测算发行债务融资工具对企业绩效提升的作用效果方面，民营制企业比国有企业要高 0.139 个单位；从 Own_3×lscale 交叉系数的估计值可以看出，其为正的 0.044，并且在 5%显著水平上显著。其含义是，在度量发行债务融资工具对企业绩效提升的作用效果方面，外资企业比国有企业要高 0.044 个

单位。综合这两个交叉项的实证结果，我们可以得出以下结论：国有企业发行债务融资工具对提高企业绩效的积极效果并未能如民营及外资企业那般大。笔者认为，可能的原因是中国国企规模较大，其企业治理效果较民营及外资的差，由此造成的内部管理成本较高、效率低下等负面现象，不利于发挥企业债务融资工具对企业绩效提高的积极作用。

Guartnd 是虚拟变量，代表企业发行债务融资工具时的担保情况。其取值为 1 或 0，分别代表有担保和无担保。Guartnd_1 系数为正向的 0.167，且在 1%显著水平上显著，由此可知，发行债务融资工具的企业中，有担保的债务融资工具比无担保的更能够促进企业绩效的提升，并且按照我们的模型估计，提升的幅度为 0.167。

另一个让人感兴趣的变量为 Guartnd*lscale 这一交叉项，该变量度量的是在考察企业发行债务融资工具影响企业绩效的效果时，债务融资工具的担保情况是否会影响着这一作用的效果。从 Guartnd_1*lscale 这一交叉系数可以看出，其为正向的 0.133，并且在 1%显著水平上显著。该系数的含义是，在估算发行债务融资工具对企业绩效提升的作用方面，有担保的债务融资工具比无担保的提升作用要高 0.133 个单位。这表明发行有担保措施的债务融资工具更能够提升发行主体的绩效，可能的一个原因在于：受担保条款的约束，发行设置担保措施的债务融资工具的发行主体更加关注如何高效率地使用募集资金，进而比未设置担保措施的债务融资工具更加能够促进企业绩效的提高。

Area 为企业所在地区的虚拟变量，其取值范围为 1、2 和 3，分别代表东、中、西部三个地区。Area_2 和 Area_3 这两个变量系数的估计值分别为-0.127 和-0.405，并且都在 1%的显著水平上显著。由此可知，区域变量也是影响企业绩效的一个因素，位于中部和西部地区的企业，与位于东部地区的企业相比，发行债务融资工具带来的绩效提升幅度会降低 0.127 及 0.405 个单位。

这里还控制了企业所在行业及年份变量，限于篇幅和重要性程度，没有报告这些结果。

2、表 3-1 的后半部分是利用企业是否发行过企业债券、公司债券、中期票据及短期融资券这四类债务融资工具的虚拟变量来考察企业的直接债务融资情况。从中可以得出以下几点结论：

度量企业是否发行公司债券的 Cbond_1 系数为正的 0.620，并且在 1%显著水平上显著，这表明利用公司债券融资的企业，比那些没有利用公司债券融资的企业绩效要提高 0.620 个单位；从 Cbond_1* Own_2 这一交叉系数看出，与国有企业相比，民营企业在利用公司债券融资时，其对公司绩效提升效果较好，会提高 0.446 个单位；从 Cbond_1* Own_3 这一交叉系数看出，与国有企业相比，外资企业在利用公司债券融资时，其对公司绩效提升的效果较好，会提高 1.223 个单位。从这两个交叉系数的估计值可以看出，企业所有制性质影响着企业利用公司债券融资对提升其绩效的效果；Cbond_1* Guartnd_1 这一交叉项系数估计值为正的 0.457，这表明在估计企业发行公司债券对其绩效提升的作用效果方面，有担保措施的企业要比无担保措施的企业作用效果要好，其提高幅度为 0.457 个单位。

Fbond_1 系数估计值为-0.542，并且在 1%显著水平上显著。这表明，对那些没有采用发行企业债券融资的企业来讲，发行企业债券对提升企业绩效起到负向作用，即二者呈现显著的负相关关系。其含义是在对比分析发行企业债券对提升企业绩效的作用效果上，发行企业债券融资的企业比那些没有发行企业债券融资的企业要低，其幅度为 0.542。

Sbond_1 系数估计值为 0.205，并且在 1%显著水平上显著。这表明，对那些没有采用发行短期融资券融资的企业来讲，发行短期融资券对提升企业绩效起到积极显著正向作用，即二者呈现显著的正相关关系。其含义是在对比分析发行短期融资券对提升企业绩效的作用效果上，发行短期融资券融资的企业绩效提升比那些没有发行短期融资券融资的企业要高，其幅度为 0.205。

Mbill_1 系数估计数为 0.556，并且在 1%显著水平上显著。这表明，对那些没有采用发

行中期票据融资的企业来讲，发行中期票据对提升企业绩效起到积极显著正向作用，即二者呈现显著的正相关关系。其含义是在对比分析发行中期票据对提升企业绩效的作用效果上，发行中期票据融资的企业绩效的提升比那些没有发行中期票据的企业要高，其幅度为 0.556。

需要指出的是，限于篇幅，本文没有报告这四类债务融资工具与企业所有制属性及担保情况的两类交叉项估计结果。从它们这些交叉项估计系数可以得出：在度量企业利用企业债券、中期票据及短期融资券等债务融资工具对企业绩效的影响效果上，与国有企业相比，民营及外资企业的影响效果要大些；有担保措施的企业比无担保措施的企业作用效果要大。

一组控制变量企业资产负债率 *llev* 的系数为 0.226，且在 1%显著水平上显著。该结果表明负债融资对提升企业绩效具有正向促进作用；公司规模变量 *lsize* 的系数为-0.188，并且在 1%显著水平上显著，显示二者为显著的负相关关系，表明公司规模越大，越不利于通过发行债务融资工具提高企业绩效；地区的虚拟变量系数及 T 值与前两列相比，差别不大，这里仍然控制了企业所在行业及年份的虚拟变量。

（二）稳健性检验

为了检验本文实证结果的稳健性，需要对模型（1）做稳健性检验，这里将利用总资产收益率及净资产收益率作为替代指标来度量企业绩效。其估计结果如下表 3-2 所示。

表 3-2 稳健性检验

被解释变量 解释变量	企业绩效（LROA） （1）		企业绩效（LROA） （2）	
	估计系数	T 值	估计系数	T 值
Cbond_1			0.432***	5.32
Cbond_1* Own_2			0.307**	3.68
Cbond_1* Own_3			0.757*	4.81
Cbond_1* Guartnd_1			0.197*	1.77
Fbond_1			-0.625***	-6.35
Sbond_1			0.424***	4.73
Mbill_1			0.616**	7.06
lscale	0.045***	5.65		
llev	0.187***	8.14	0.154***	6.58
lsize	-0.178***	-14.13	-0.175***	-16.76
Own_2	0.626***	12.38	0.231***	3.67
Own_2*lscale	0.163***	4.02		
Own_3	0.868***	7.18	0.118**	2.53
Own_3*lscale	0.022	0.17		
Guartnd_1	0.018***	3.400	0.112	1.43
Guartnd_1*lscale	0.007**	2.59		
Area_2	-0.072*	-1.80	-0.052	-1.34
Area_3	-0.243***	-6.04	-0.214***	-5.37
indu	yes		Yes	
year	yes		Yes	
R square	0.678		0.698	
观测值	5883		5885	

表 3-2 前两列是采用净资产收益率作为企业绩效的代理变量，债务融资工具发行总规模代理债务融资发展情况的估计结果。从该结果可以看出，发行债务融资工具融资的规模变量

系数不仅为正的 0.045，并且在 1%显著水平上显著；企业负债率、企业规模大小等系数的正负性与表 4-4 相比，均差别不大。企业所有制、发行债务融资工具时有无担保这两个变量与债务融资工具发行总规模的交叉项系数及显著性与上表相比，仍然差别不大。表 4-5 的后两列是采用四类债务融资工具的虚拟变量进行估计的结果，将该估计结果与表 4-4 相比，除了个别变量估计 T 值不显著外，其余差距不大。由此，我们验证了前述实证结果的稳健性。

四、结论

本章以我国 2005-2012 年间发行短期融资券、企业债券、公司债券、中期票据等四种债务融资工具的企业相关数据为研究对象，采用混合截面数据模型，基于企业自身的微观视角，实证研究了发行债务融资工具对提升企业绩效提升的作用效果。我们得出如下实证结果：

（一）债务融资工具发展情况的度量指标 $lscale$ 的系数为 0.061，并且在 1%显著水平上显著。其含义是企业债务融资工具发行规模每提高一个单位，会促进企业绩效提高 0.061 个单位；企业总负债水平 (lev) 这一变量的系数估计值为正的 0.239，并且在 1%显著水平上显著。其含义为企业债务融资水平对提升企业绩效起到正向作用；企业规模 ($lsize$) 的系数为 -0.216，并且在 1%显著水平上显著。其含义是企业规模越大，越不利于企业通过发行债务融资工具提高其绩效。与国有企业相比，民营及外资的企业所有制性质更能够促进发行债务融资工具的企业提高其绩效。

（二）进一步地，采用所有制虚拟变量与债务融资工具发行总规模的交叉项 $Own*lscale$ 进行估计，该变量度量的是在考察发行债务融资工具影响企业绩效提升的效果时，企业所有制性质是否会影响着这一作用效果。从 $Own_2*lscale$ 交叉系数可以看出，其为正向的 0.139，并且在 1%显著水平上显著。其含义是，在测算发行债务融资工具对企业绩效提升的作用效果方面，民营企业比国有企业要高 0.139 个单位；从 $Own_3*lscale$ 交叉系数可以看出，其为正的 0.044，并且在 5%显著水平上显著。其含义是，在度量发行债务融资工具对企业绩效提升的效果方面，外资企业比国有企业要高 0.044 个单位。综合这两个交叉项的估计结果，我们得出国有企业发行债务融资工具并未能如民营及外资企业发行债务融资工具在提升企业绩效方面的积极作用显著。

（三）从 $Guartnd_1$ 系数估计值大小可以看出，其为正向的 0.167，且在 1%显著水平上显著。由此可知，有担保的债务融资工具比无担保的债务融资工具更能够促进企业绩效提高，提高的幅度为 0.167； $Guartnd*lscale$ 这一交叉项度量的是在考察发行债务融资工具影响企业绩效的效果时，所发债务融资工具的担保情况是否影响着这一作用效果。从 $Guartnd_1*lscale$ 这一交叉系数估计值可以看出，其为正向的 0.133，并且在 1%显著水平上显著。其含义是，在估算发行债务融资工具对企业绩效提高的作用方面，有担保的债务融资工具企业比无担保的债务融资工具要高 0.133 个单位。这表明企业在利用债务融资工具融资时，有担保的债务融资工具更加能够提升企业的绩效。

（四）进一步地，采用企业是否发行企业债券、公司债券、中期票据及短期融资券这四种债务融资工具的虚拟变量来度量企业的直接债务融资情况。实证得出的结论有：利用公司债券融资的企业，比那些没有利用公司债券融资的企业的绩效提升幅度要高 0.620 个单位；从 $Cbond_1*Own_2$ 这一交叉系数看出，与国有企业相比，民营企业在利用公司债券进行融资时，其对公司绩效提高效果较好，会提高 0.446 个单位；从 $Cbond_1*Own_3$ 这一交叉系数看出，与国有企业相比，外资企业在利用公司债券进行融资时，其对公司绩效提高效果较好，会提高 1.223 个单位。从这两个交叉系数估计值可以看出，企业的所有制性质影响着企业利用公司债券进行融资对提升企业绩效的效果；从 $Cbond_1*Guartnd_1$ 这一交叉项系数看出，其为正的 0.457，这表明在估计发行公司债券对企业绩效提升的作用效果方面，有担保措施的债务融资工具要比无担保措施的债务融资工具的提升幅度多 0.457 个单位。

对那些没有采用发行企业债券融资的企业来讲，发行企业债券对提升企业绩效起到负向

作用，即二者呈现显著的负相关关系。其含义是在对比分析发行企业债券对提升企业绩效的作用效果上，发行企业债券的企业，其绩效提升比那些没有发行企业债券的企业要低，其幅度为 0.542；对那些没有采用发行短期融资券融资的企业来讲，发行短期融资券对提升企业绩效起到积极显著正向作用，即二者呈现显著的正相关关系。其含义是在对比分析发行短期融资券对提升企业绩效的作用效果上，发行短期融资券的企业比那些没有发行短期融资券的企业要高，其幅度为 0.205；对那些没有采用发行中期票据融资的企业来讲，发行中期票据对提升企业绩效起到积极显著正向作用，即二者呈现显著的正相关关系。其含义是在对比分析发行中期票据对提升企业绩效的作用效果上，发行中期票据的企业比那些没有发行中期票据的企业要高，其幅度为 0.556。在度量企业采用企业债券、中期票据及短期融资券等进行融资对提升企业绩效的影响效果上，与国有企业相比，民营及外资企业所受到的影响效果要大些；有担保的债券融资工具比无担保的债务融资工具作用效果要大。

（五）采用净资产收益率作为企业绩效的代理变量进行稳健性检验，结果显示，债务融资工具的发行规模变量系数估计值不仅为正的 0.045，并且在 1%显著水平上显著；企业的资产负债率、规模大小等系数估计值的正负性与表 4-4 相比，均差别不大。企业所有制、所发行的债务融资工具有无担保这两个变量与债务融资工具发行总规模的交叉项系数及显著性与表 4-4 相比，仍然差别不大。由此，我们验证了实证结果的稳健性。

参考文献：

- [1] Sudha Krishnaswami, Paul A. Spindt, Venkat Subramaniam, Information Asymmetry, Monitoring and the Placement Structure of Corporate Debt, Journal of Financial Economics, 1999, 51, 407- 434.
- [2] Gautam Goswami, Milind M. Shrikhande. Economic exposure and debt financing choice. Journal of Multinational Financial Management 11(2001) 39-58.
- [3] Gautam Goswami, Thomas Noe and Michael Rebbello. Debt Financing under Asymmetric Information. The Journal of Finance, Vol. 50, No. 2 (Jun., 1995), pp. 633-659.
- [4] T. Agmon, A. R. Ofer and A. Tamir. Variable Rate Debt Instruments and Corporate Debt Policy. The Journal of Finance, Vol. 36, No. 1 (Mar., 1981), pp. 113-125.
- [5] David M. Reeb, Sattar A. Mansi and John M. Allee. Firm Internationalization and the Cost of Debt Financing: Evidence from Non-Provisional Publicly Traded Debt. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 36, No. 3 (Sep., 2001), pp. 395-414.
- [6] Fama, E. " What's Different about Banks? " Journal of Monetary Economics, 15(Jan. 1985), 29-37.
- [7] 周李：《政治关联、债务融资与企业非系统风险——基于中国上市公司经验证据》，《重庆大学硕士学位论文》2011 年 4 月。
- [8] 魏文娟：《融发展与上市公司债务融资研究——基于区域与公司特质视角》，《南京农业大学硕士学位论文》2011 年 6 月。
- [9] 黎凯、叶建芳：《财政分权下政府干预对债务融资的影响——基于转轨经济制度背景的实证分析》，《管理世界》（月刊）2007 年第 8 期。
- [10] 张新、朱武祥：《证券监管的经济学分析》，上海：上海三联书店，2008：30- 45。
- [11] 许玫：《道德风险与企业债务融资方式分析》，《上海经济研究》2003 年第 10 期。
- [12] 田贞余：《逆向选择、道德风险与债务融资》，《南方论丛》2002 年 12 月。
- [13] 谈多娇：《基于道德风险的债务融资方式选择模型》，《会计之友》2009 年第 2 期。

Microscopic View of the Enterprise

Zhang Xunyu

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

Abstract: Based on the angle of the main issue of the microscopic and debt financing instruments design features, combined with the external environment of regional economic development, local government legal environment, competition in the financial markets and intermediaries tissue development and other macro-level perspective, by using the econometric logit analysis model, using micro enterprises and macro provinces from 2005 to 2007 and other relevant data, corporate bonds, corporate bonds and short-term financing bonds and other debt financing instruments for the analysis object, using the empirical method considering the influence factors about the development of regional debt financing instruments.

Key words: regional debt; financing tools; perspective of microscope

收稿日期: 2013-8-24

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