负债制度阈值对中国上市公司成长性的影响

刘 婷

(北京工商大学 商学院,北京 100048)

摘 要:以2001—2010年中国A股9860家上市公司为样本进行实证分析,发现不同负债水平对公司成长性的影响存在差异:当负债水平处于大于等于20%且小于70%之间时,负债对公司成长性产生显著正向作用;当负债水平大于等于70%或小于20%时,负债对成长性作用不明显。这在一定程度上证明,证监会发审委在审核IPO申请时对资产负债率不超过70%且不低于20%的要求,已成为中国特有的负债制度阈值,对上市公司优化资本结构起到了引导作用。

关键词:负债;阈值;资本结构;公司增长;公司价值

中图分类号:F275.1 文献标识码:A 文章编号:1001-6260(2013)01-0140-09

一、引言

在中国新股发行体制改革的背景下,2010年末证监会发审委公布了新股发行的审批要求。2012年2月1日,证监会披露了IPO审核工作流程,明确表示资产负债率是发审委的重要判断标准①:一般行业企业的正常负债率为30%~50%,部分行业可以放宽至60%,普遍的警戒线是70%。除金融业和航空业外,需特别谨慎地判断负债率超过70%的公司的财务风险,一般认为,资产负债率低于20%的公司可以依靠自有现金流量满足需求,没有上市的必要。鉴于证监会对公司申请上市采取的是核准制,上市资源有限,因此,为了满足证监会的审核要求,拟上市公司倾向于将资产负债率控制在20%至70%之间;出于财务结构稳定性以及再融资的考量,公司一般会在上市后尽量保持这一负债水平。换言之,上述制度规定在公司设定资本结构中起到了引导作用,形成了20%与70%两个特有的负债阈值。

负债具有双刃剑特征:一方面,外部监管有效时,合理比例的负债具有相机治理效应,到期清偿的硬性要求能够抑制经理将自由现金流量用于过度投资的行为,并对债务人有强制清算的威胁,从而降低代理成本。另一方面,当外部监管不力,存在预算软约束时,公司倾向于将低成本取得的大量负债用于低效率的公司扩张,表现为治理失灵;当存在融资约束时,未能充分利用负债带来的好处,也可能影响公司增长及价值增值。因而,寻求最优资本结构便成为重要的研究课题。本文试图从中国特有的负债制度阈值为切入点,为上市公司优化资本结构提供参考并为政策制定提供证据支持。

关于"公司成长性",本文从"质"和"量"两个维度进行衡量,"量"指公司的增长幅度,"质"指公司增长对价值的影响,具体用"公司增长有效性"来描述。本文研究证明,当负债水平处于大于等于20%

收稿日期:2012-04-16

作者简介:刘 婷(1983-),女,湖南新化人,管理学博士,北京工商大学商学院讲师、投资者保护研究中心研究人员。

基金项目:本文为教育部人文社科青年基金项目"盈余波动对公司价值的作用机理研究"(12YJC630124)、国家社会科学基金项目"内部资本市场对企业集团成长的作用机制研究"(11BGL022)、国家社会科学基金项目"基于会计的投资者保护评价体系及指数建设研究"(11CGL025)的阶段性研究成果。

① 参见罗诺"IPO过会指南:负债率警惕70%、20%两条红线",《21世纪经济报道》,2010年12月1日.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

且小于70%时，负债对公司的成长性会产生显著正向作用；而当负债水平在该区间外时，负债对成长性的作用不明显。这从一定程度上证明，监管要求对上市公司优化资本结构起到了引导作用。

二、文献综述

（一）外部负债对公司增长的影响

一是具有相机治理作用，能够抑制公司无效增长。由于债务对企业的现金流施加了固定的义务条款，对企业自由现金流具有硬约束（Jensen，1986）；而且，鉴于企业拖欠债务会引发清算，严重损害经理名誉，债务还可以作为一种担保机制，督促经理努力工作，可以有效地牵制经理侵占股东利益，从而有效降低代理成本（Fama and Jensen，1983）。Rajan 和 Zingales（1995）指出，破产法赋予债权人在企业陷入财务危机时，获得贷款抵押品、清算权、重组决策的投票权和解雇经理的权利，加强了债务企业经理财务风险防范意识，防止经理对净现值为负的方案进行投资或迫使经理卖掉不良资产。Dewatripont 和 Tirole（1994）指出，由于债务优先求偿权的现金流结构不具有上涨潜力，债权人在债务人违约后将会强硬地对待经理，从而决定了经理违约前的决策收缩。Lang 等（1996）证明，高杠杆确实能削减前景不好企业的投资。Faccio 等（2001）发现，由于高增长性企业可抵押物不足，财务危机成本高，因而不倾向于使用债务融资。Aivazian 等（2005）研究发现，债务融资在低成长公司中对经营者的约束更强。

二是对增长的促进作用。一方面，负债作为公司资金的重要来源，会促进公司增长。杨兴全和吴昊旻（2011）进一步指出，对于拥有很少的良好投资机会的低成长公司而言，债务融资的正面作用相对更突出。另一方面，负债可能被经理或控股股东利用，成为非理性投资的助推器。Faccio 等（2001）研究发现，在资本市场无效和缺乏外界监管的东亚，企业高速增长的源泉是滥用负债，其助长了控股股东对小股东的剥削。杨兴全和吴昊旻（2011）指出，对于拥有较多良好投资机会的高成长公司而言，债务融资的负面作用相对更严重。张兆国等（2011）指出，企业政治关系将会导致债务融资的软约束，使有政治关系的企业更容易或以更低的成本获得银行借款；债务融资会扭曲企业的投资行为，导致盲目投资或过度投资。

（二）外部债务对公司价值的影响

根据 Jensen 和 Meckling（1976）的研究，股东能够借助负债契约的法律约束力，以较低的监管成本来加强对管理者的监督，降低代理成本。而且，通过税减作用以及传递利好信息作用，负债会降低资本成本。Masulis（1983）研究表明，公司价值与负债比率正相关。但当负债提高到一定水平时，财务拮据成本的现值将会完全抵消负债税减所带来的公司价值；如果负债率继续提高，公司价值则会下降。Myers（1977）提出债务漠视（debt overhang），认为由于债务比重过高，债权人会获得主要投资收益，因此，经理缺乏动力对 NPV 大于 1 的项目进行投资，而且不愿投资于需要承担高风险的项目（Jensen and Meckling，1976），因此，成长性好的企业会放弃发展机会，使价值增值受限。

徐向艺等（2006）发现，由于资产负债率过高，即增加负债所减少的股权代理成本小于债权代理成本的增加，绩效与负债之间呈“倒 U 型”，而且负债导致价值下降的区间更大。戴璐和汤谷良（2007）指出，上市公司作为壳资源的价值增加了债务融资的可得性，在中国外部监管薄弱的环境下，公司将低成本获取的债务资金继续低效益地使用，表现为持续低效益的债务融资倾向；而且大股东或经理都存在通过债务融资获取私有利益的动机，都损害了公司价值。李世辉和雷新途（2008）研究表明，中国负债软约束最主要的体现是对隐性代理成本（经理过度投资）抑制作用不显著，但对显性代理成本（经理攫取额外的在职消费）具有显著抑制作用，表明负债具有一定的治理作用，但无法形成可观测的治理绩效。杨兴全和吴昊旻（2011）指出，债务会通过抑制过度投资等行为对公司产生正向效应，尤其是对低成长公司的效应更突出；但对于有价值投资机会的高成长企业，过多的负债往往会引发投资不足或资产替代行为，进而有损公司价值。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

三、研究假设及实证模型

(一)研究假设推导

1. 关于最优资本结构的假设

最优资本结构是指在债务期限之内使节税收益和破产成本之差达到最大的债务比率(张志强和肖淑芳,2009)。根据笔者对2001—2011年中国上市公司(总样本9626个)经营风险的测算,具体采用连续五年总资产报酬率的标准差衡量,有96.65%(9304个样本)的公司经营风险小于30%。孙力强和陈小悦(2008)研究表明,当所得税税率为33%时,资产收益率的标准差为10%、20%和30%时,最优资产负债率分别是80.95%、64.83%和51.46%;当所得税税率为25%时,最优资产负债率分别是79.79%、63.07%和49.30%。但是,公司实践中的债务比率远低于理论上的适当标准,美国多次调查数据表明,公司平均负债率长期稳定在32%左右。考虑到最优负债理论值可能高估节税收益并低估破产成本,张志强和肖淑芳(2009)基于33%的所得税率以及29%的公司价值波动率,测算出典型案例的最优资本结构为31.57%,但如果调整案例设定,则最优资本结构会发生变化。

由此,本文认为,对于不同行业不同公司,最优资本结构不是唯一的,而是一个具有弹性的区间。根据证券法规对拟上市公司资产负债率不超过70%的要求,郎咸平(2004)曾提出中国可能存在70%负债阈值的猜想。刘婷(2012)研究发现,当负债低于70%时会促进公司增长,只要有良好的投资机会,负债的提高就会促进公司价值增值;高于70%时,负债的促进作用不显著,负债的提高会降低公司价值对增长的敏感性。结合中国证监会将20%作为合理负债下限的IPO审核标准,笔者认为,在当前采用的IPO申请核准制下,为了争取宝贵的上市资源,公司会竭尽全力满足证监会发审委的要求,将负债水平控制在大于等于20%且小于70%之间。即使上市后,一般公司也会保持财务政策的连续性。我们发现,现有文献测算的最优理论负债值就在该区间内,从某种意义上讲,负债制度阈值已成为引导公司选择最优资本结构的重要依据。笔者推断,中国上市公司出于上市的动机,所选择的资本结构就是最优资本结构,具有正面治理效应;而在上述区间外,负债的治理效应可能失效。据此,提出假设:

假设1:中国上市公司存在负债阈值上限70%和负债阈值下限20%。

2. 负债水平对公司增长影响的研究假设

根据Lang等(1996),负债的杠杆作用会限制公司管理者,使其在拥有差的投资机会时无法投资,此时,负债水平与增长之间负相关。负债相机治理效应的发挥有赖于债务约束机制的有效运行。然而,由于中国信贷资金价格受到政府管制,债务融资成本具有刚性特点,增加了商业银行的信贷投放压力。国有商业银行和上市公司中占绝大多数的国有公司同属政府控制,政府的保护提高了银行信贷投放的风险偏好,在债权人保障机制不健全的现状下,债务并没有起到应有的治理作用(张兆国 等,2008),表现为债务的双重软约束。

因而,国有公司容易借助财务安排或扭曲的信息披露获得债权人的资金支持(戴璐和汤谷良,2007),用于低效率的投资扩张。虽然民营公司贷款能力不如国有公司,但它们也会通过控制金融机构,以产业整合的名义不断融资并大举进行多元化投资。但是,负债超过警戒线时,会形成过高的财务风险,公司可能会通过谨慎投资控制经营风险,从而控制公司总风险,据此,提出假设2.1。在合理负债水平下,公司财务风险处于可接受范围内,亦不存在融资约束,因此,负债会成为公司投资于净现值大于0项目的重要资金来源,对增长的促进作用更为突出。据此,提出假设2.2。如果负债严重不足,虽然财务风险很低使公司对经营风险的承受力增强,但由于缺乏负债往往意味着公司面临融资约束,可能影响公司增长。据此,提出假设2.3。

假设2.1:负债比例大于等于70%时,负债对公司增长作用不显著。

假设2.2:负债比例大于等于20%且小于70%时,负债对公司增长的促进作用显著。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

假设 2.3：负债比例小于 20% 时，负债对公司增长作用不显著。

3. 负债水平对公司增长有效性影响研究假设

根据张兆国等（2008），资本结构对股东的治理效应有三方面：一是股权融资的非稀释效应，即债务融资能够间接提高管理者持股比例，使管理者与股东的目标函数趋于一致；二是负债融资的破产威胁效应，即债务契约的强制性迫使经理努力工作，选择理性行为，防止破产带来的利益损失；三是利益转移限制效应，即通过还本付息的压力降低公司自由现金流量，抑制管理者通过“过度投资”来营造“企业帝国”的倾向。除此之外，债务作为公司重要的资金来源，在具有良好投资机会时能够及时补充现金流，防止因资金链断裂所带来的危机。

但是，根据杨兴全和吴昊旻（2011）的研究，为了保证资金安全，债权人会要求公司投资于低风险低收益的项目，从而可能使公司错失高收益项目的投资机会，影响资本增值。更重要的是，在信息成本约束与预算软约束影响下，中国国有商业银行对国有公司具有贷款偏好，造成其债务违约风险显著降低。一方面，国有公司在市场上拥有更多优待，其经营风险相对较低；另一方面，国有公司拥有更多政治关系，在陷入财务困境时更容易获得政府救济（方军雄，2007）。由此形成的高负债往往会诱发公司对债务资金的低效率使用（戴璐和汤谷良，2007），如过度投资等，进而导致价值毁损。与此相对，民营上市公司在国家实行信贷调控政策紧缩银根时会受到“信贷歧视”，导致其股票回报显著低于国有公司（陆正飞 等，2009）。当负债过低时，由于公司未能很好地利用负债降低代理成本，也没有利用税减作用，使得价值增值受到影响。鉴于随着政府干预的减少、市场化程度的提高，非国有企业的贷款份额与国有企业贷款份额之间的差异显著缩小（方军雄，2007），本文没有将股权性质与负债治理效应一一对应，而是按照作用于所有上市公司的负债制度阈值进行划分。据此，提出假设：

假设 3.1：负债比例大于等于 70% 时，负债对公司增长有效性作用不显著。

假设 3.2：负债比例大于等于 20% 且小于 70% 时，负债对公司增长有效性的促进作用显著。

假设 3.3：负债比例小于 20% 时，负债对公司增长有效性作用不显著。

（二）实证模型

1. 外部债务对公司增长影响实证模型

参考 Olson 和 Pagano（2005），本文把可持续增长率作为合理增长速度，采用公司实际营业收入增长率与可持续增长率之差衡量公司增长波动。负债经营有赖于利用稳定的利润为偿还债务本息提供保障，因此，本文模型对偿债能力进行了控制，用利息保障倍数衡量。现有文献已经证明，公司收入增长的稳定性受盈余质量的影响，公司规模与增长速度直接相关，市场条件是限制公司增长的重要因素，不同控制类型下公司增长水平存在差异；本文模型对会计信息质量进行了控制，用审计意见作为替代变量；并对规模、公司所在地市场化指数及最终控制人类型进行了控制。因此，构造模型（1）：

$$\begin{aligned}\mathrm{Difgrowth}_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1 \mathrm{Lev}_{i,t} + \beta_2 \mathrm{Intercover}_{i,t} + \beta_3 \mathrm{Audit}_{i,t} + \beta_4 \mathrm{Ln\,assets}_{i,t} + \beta_5 \mathrm{Marketind}_{i,t} + \\ & \beta_6 \mathrm{Stateown}_{i,t} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j \mathrm{Industry}_{i,t,j} + \sum_{t=1}^{9} \lambda_t \mathrm{Year}_{i,t,j} + \varepsilon_{i,t} \qquad (1)\end{aligned}$$

其中：Difgrowth 表示增长波动；Lev 表示资产负债率；Intercover 表示已获利息倍数；Audit 表示审计意见；Ln assets 表示资产规模；Marketind 表示市场化指数；Stateown 表示最终控制人类型；Industry 表示行业；Year 表示年度；β_0 表示截距项系数；β_1 至 β_6 分别表示资产负债率、已获利息倍数、审计意见、资产规模、市场化指数、最终控制人类型的系数；γ_j 表示第 j 个行业变量的系数；λ_t 表示第 t 个年度变量的系数；$\varepsilon_{i,t}$ 表示残差项。

2. 外部债务对公司增长有效性影响实证模型

根据 Olson 和 Pagano（2005），笔者采用调整了行业股票收益率影响后的股票超额累计收益率衡量公司价值增量。根据 Feltham 和 Ohlson（1995），将外部负债、公司增长（用增长波动衡量）纳入模型。公司价值还取决于现有获利能力、公司风险及未来净现值为正的投资机会，本文模型对获利能力（用营业

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

净利率的增量衡量)、公司风险(用贝塔值衡量)以及未来投资机会(用托宾 Q 值衡量)进行了控制。根据 Jensen(1986),对超过 NPV 为正项目需求的自由现金流继续投资,所带来的过量销售增长并不会带来利润,加入了自由现金流控制变量。此外,还对规模、公司所在地市场化指数和最终控制人类型进行了控制。据此,构建出模型(2):

$$\begin{aligned}\text{Abreturn}_{i,t} = {} & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Difgrowth}_{i,t} + \alpha_2 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_3 \text{FCFF}_{i,t} + \alpha_4 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_5 \text{Q}_{i,t} + \\ & \alpha_6 \text{Beta}_{i,t} + \alpha_7 \text{Ln assets}_{i,t} + \alpha_8 \text{Marketind}_{i,t} + \alpha_9 \text{Stateown}_{i,t} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j \text{Industry}_{i,t,j} + \\ & \sum_{t=1}^{9} \lambda_t \text{Year}_{i,t,j} + \delta_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中:Abreturn 表示股票超额收益率;FCFF 表示自由现金流量比率;ROA 表示总资产报酬率;Q 表示托宾 Q 值;Beta 表示贝塔值;其他变量含义与模型(1)中相同。α_0 表示截距项系数,α_1 至 α_9 分别表示增长波动、资产负债率、自由现金流量比率、总资产报酬率、托宾 Q 值、贝塔值、资产规模、市场化指数、最终控制人类型的系数;γ_j 表示第 j 个行业变量的系数,$j = 1,2,\cdots,20$;λ_t 表示第 t 个年度变量的系数,$t = 1,2,\cdots,9$;$\delta_{i,t}$ 表示残差项。各变量含义及计算方法见表 1。

表 1　各变量含义及计算方法

变量名	符号	含义	计算方法
Abreturn		股票超额收益率	$\text{Abreturn}_i = [\prod_{m=1}^{12}(1+\text{RET}_i) - 1] - [\prod_{m=1}^{12}(1+\text{IRET}_i) - 1]$;其中,$\text{RET}_i$ 为上市公司 i 的股票月平均收益率,IRET_i 为股票 i 所在行业 j 的股票按照发行股数加权平均收益率,行业符号 j 参见控制变量行业 Industry_j 的定义
Difgrowth		增长波动,即实际销售增长率脱离可持续增长率的程度	$\text{Difgrowth}_{i,t} = \text{growth}_{i,t} - \text{susgrowth}_{i,t}$ 其中,$\text{growth}_t = \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$,$\text{Sales}_t$ = 第 t 年的营业收入 $\text{susgrowth} = \frac{\text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数} \times (1 - \text{股利支付率})}{1 - \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数} \times (1 - \text{股利支付率})}$ 第 t 年的可持续增长率基于第 t - 1 年各项指标预测而得
Lev	?	资产负债率	Lev = 期末负债总额/期末资产总额
Intercover	+	已获利息倍数	Intercover = EBIT/利息费用;其中,EBIT = 息税前利润
Audit	+	审计报告意见类型	当审计报告意见为无保留意见且无解释段时,Audit = 1;否则,Audit = 0
FCFF	-	自由现金流量比率	自由现金流量 = 息前税后利润 + 折旧与摊销 - 营运资本增加 - 资本支出 = 息税前利润 × (1 - 所得税率) + 折旧与摊销 - 营运资本增加 - 构建固定无形和长期资产支付的现金 自由现金流量比率 = 自由现金流量/营业收入
ROA	+	总资产报酬率	ROA = 息税前利润/期末资产总额
Q	+	托宾 Q 值	Q 值 = 公司市场价值/公司重置价值。由于负债市场价值及重置价值难以获取,笔者采用近似值。Q 值近似值 = (股权价值 + 负债净值)/期末总资产账面价值 其中:股权价值 = A 股收盘价 × A 股合计 + B 股收盘价 × 人民币外汇牌价 × B 股合计 + (总股数 - A 股 - B 股) × 每股净资产;负债净值 = 负债合计 - 流动资产合计
Beta	-	贝塔值	取自 Wind 数据库
Ln assets	?	资产规模	总资产的自然对数
Marketind	?	市场化指数	采用中国市场化指数,根据上市公司所在地进行赋值
Stateown	?	最终控制人类型	虚拟变量,如果上市公司为国有控股,则值为 1,否则值为 0
Industry_j	?	行业	虚拟变量,$j = 1,2,\cdots\cdots,20$
Year_t	?	年度	虚拟变量,$t = 1,2,\cdots\cdots,9$

注:①在模型(1)中,被解释变量是 Difgrowth,解释变量是 Lev,控制变量是 Intercover,Audit,Ln assets,Marketind,Stateown,Industry 和 Year;在模型(2)中,被解释变量是 Abreturn,解释变量是 Difgrowth 和 Lev,控制变量是 FCFF,ROA,Q,Beta,Ln assets,Marketind,Stateown,Industry,Year。② "?"表示符号不确定,因为这些变量在模型(1)和(2)中不同阈值区间内影响存在差异,无法预测单一符号。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

四、实证分析

(一) 样本选取

研究对象取自2001—2010年中国上交所及深交所A股一般上市公司累计14632个样本。在剔除ST、*ST、PT公司、金融类、当年增股或配股公司、数据缺失及异常值样本后,并进行上下0.5%截取,最终获得9860个公司年样本。按照证监会《行业分类指引》,划分为12个门类,并将制造业细分为10个大类。数据源自色诺芬(CCER)和国泰安(CSMAR)数据库,采用计量软件Eviews 6.0与SPSS 17.0进行实证分析。

(二) 描述性统计

表2为2001—2010年上市公司的股票超额收益率、增长波动、资产负债率的描述性统计结果。从中可见,十年间股票超额收益率均值为-0.024,偏度为3.041,说明大多数上市公司的价值增值水平未达到行业平均水平。增长波动均值为0.235,总体表现为高速增长态势。资产负债率均值为47.3%,最大值为99.7%,最小值为1.1%。

将样本按照负债制度阈值分为三组,资产负债率小于20%的样本(简称低负债组)946个,占样本总数的9.594%;大于等于20%且小于70%之间的样本(简称适度负债组)7869个,占79.807%;大于等于70%的样本(简称高负债组)1045个,占10.598%。低负债组的资产负债率均值为12.6%,适度负债组为47.6%,高负债组为76.8%。股票超额收益率、增长波动均值排序都是从小到大:低负债组、适度负债组、高负债组。

表2 2001—2010年中国上市公司被解释变量与解释变量的描述性统计

变量名称	样本分组	均值	中值	最大值	最小值	标准差	偏度
股票超额收益率	全样本	-0.024	-0.090	9.820	-2.075	0.609	3.041
	Lev<20%	-0.145	-0.133	4.105	-1.675	0.503	1.417
	20%≤Lev<70%	-0.019	-0.085	9.820	-2.075	0.608	3.241
	Lev≥70%	0.051	-0.074	5.173	-1.729	0.683	2.412
增长波动	全样本	0.235	0.104	18.246	-2.897	0.894	10.007
	Lev<20%	0.148	0.031	12.459	-0.966	0.677	9.292
	20%≤Lev<70%	0.224	0.108	18.246	-2.897	0.854	10.874
	Lev≥70%	0.400	0.145	18.100	-1.828	1.261	6.603
资产负债率	全样本	0.473	0.487	0.997	0.011	0.188	-0.232
	Lev<20%	0.126	0.133	0.200	0.011	0.049	-0.369
	20%≤Lev<70%	0.476	0.485	0.700	0.200	0.133	-0.207
	Lev≥70%	0.768	0.755	0.997	0.700	0.053	0.962

本文对三组样本变量进行了分组比较检验,结果如表3所示。股票超额收益率的Kruskal-Wallis卡方检验值在1%水平显著,但未通过中值卡方检验;自由现金流量比率以及贝塔值两项检验均不显著;其他变量两项检验均在1%的水平显著。表明三组样本在成长性、偿债能力、会计信息质量、获利能力、发展机会、规模与所处市场环境方面均存在显著差异,初步证明公司负债制度阈值在区分公司特征方面的客观作用。

表3 变量按照负债制度阈值分组的非参数检验结果

	股票超额收益率	增长波动	已获利息倍数	审计意见类型	自由现金流量比率	总资产报酬率	托宾Q值	贝塔值	资产规模	市场化指数	最终控制人类型
Kruskal-Wallis卡方检验值	7.662	23.289	177.162	94.134	0.056	237.485	46.867	1.838	437.316	76.250	67.250
	0.006	0.000	0.000	0.000	0.812	0.000	0.000	0.175	0.000	0.000	0.000
中值卡方检验值	2.661	14.612	228.086	—	0.029	123.616	27.127	1.976	299.380	45.115	—
	0.103	0.000	0.000	—	0.865	0.000	0.000	0.160	0.000	0.000	—

注:检验结果由两部分组成,首行为检验值,下行为显著性p值 "审计意见类型"和"最终控制人类型"为虚拟变量,样本不足以支持中值卡方检验。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

2001—2010 年上市公司的股票超额收益率、增长波动及资产负债率的均值分年度统计情况如表 4 所示。从股票超额收益率看，2001—2007 年呈螺旋上升态势，2008 年大跌后，2009—2010 年一直萎靡不振。从公司增长状况看，十年间各年均值都大于 0，总体表现为波动性高速增长态势，2009—2010 年增长势头最盛，2010 年达到最大。从负债水平看，2001—2006 年呈平稳上升的趋势，2006 年达到最高，此后，逐年下降，2010 年降至最低。将公司价值与增长状况对比，除 2003 年和 2006 年变化趋势相反外，其他年度趋于一致，表明公司增长对公司价值具有重要影响，但增长并不必然创造价值。将公司增长状况与负债水平进行对比，除 2005 年、2009 年和 2010 年外，二者变化趋于一致，表明负债对增长具有一定驱动作用。值得注意的是，公司价值变化趋势与负债水平大多年份都表现相悖，尤其是 2006 年，当负债水平达到历年最高时，股票超额收益率却骤降到底点，表明近十年主要体现负债的负面作用，即导致财务危机成本甚至带来破产风险。

表 4　2001—2010 年中国上市公司价值、增长波动与负债状况的分年度均值统计

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
样本数	638	778	848	918	1012	880	948	1065	1273	1500
股票超额收益率	-0.167	-0.064	-0.156	0.017	0.005	-0.105	0.182	-0.048	-0.005	0.004
增长波动	0.080	0.172	0.241	0.284	0.137	0.159	0.219	0.009	0.362	0.473
资产负债率	0.437	0.454	0.470	0.484	0.496	0.509	0.496	0.493	0.478	0.424

（三）相关性分析

Pearson 相关性分析结果如表 5 所示。股票超额收益率与增长波动、资产负债率显著正相关，一定程度上说明公司增长对价值的驱动力以及负债对推动价值增长的正面作用。增长波动与资产负债率显著正相关，表明中国上市公司往往会通过负债获得资金以推动产业扩张。

表 5　2001—2010 年被解释变量与解释变量的相关性分析（样本数 = 9860）

	股票超额收益率	增长波动	资产负债率
股票超额收益率	1.000		
增长波动	0.045*** (0.000)	1.000	
资产负债率	0.074*** (0.000)	0.074*** (0.000)	1.000

注：表中对角线左下方列示了 Pearson 相关系数，括号内为 t 检验的 p 值；***、**、* 分别表示在 t 分布下 0.01、0.05、0.1 的水平上显著（双尾）。

（四）实证结果分析

1. 外部债务对公司增长影响实证分析

采用模型（1）的实证结果如表 6 所示。首先，进行全样本实证分析（见第二列），除解释变量和被解释变量外，仅纳入行业和年度两个控制变量；再纳入模型（1）中的所有控制变量进行回归（见第三列），结果均显示，资产负债率系数在 1% 的水平显著为正，表明外部负债是公司增长的重要动力。控制变量中，已获利息倍数、审计意见系数显著为正，资产规模、市场化指数、最终控制人类型的系数显著为负，表明偿债能力、会计信息质量对公司增长起促进作

表 6　2001—2010 年负债对公司增长影响的实证结果

被解释变量：增长波动	全样本		Lev < 20%	20% ≤ Lev < 70%	Lev ≥ 70%
样本数	9860	9860	946	7869	1045
资产负债率	0.387*** (6.782)	0.458*** (7.470)	0.432 (0.600)	0.388*** (4.780)	0.089 (0.128)
已获利息倍数		0.001** (2.555)	-0.000 (-0.851)	0.001* (1.919)	0.011** (2.291)
审计意见		0.126*** (3.288)	-0.038 (-0.211)	0.098* (1.946)	0.169** (2.057)
资产规模		-0.024** (-2.281)	-0.027 (-1.012)	-0.028** (-2.224)	-0.035 (-1.311)
市场化指数		-0.012** (-2.205)	-0.042** (-2.534)	-0.016*** (-2.580)	0.037* (1.781)
最终控制人类型		-0.034* (-1.897)	-0.088 (-1.619)	-0.019 (-1.011)	-0.115 (-1.545)
行业变量	控制	控制	控制	控制	控制
年度变量	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.064* (-1.837)	0.398* (1.920)	1.054* (1.799)	0.537** (2.124)	0.524 (0.676)
F 检验值	14.858***	13.857***	1.672***	10.122***	3.271***
Adj - R^2	0.040	0.044	0.024	0.039	0.063
Durbin - Watson	2.000	2.002	2.349	2.111	1.782

注：模型参数估计值后的***、**、* 分别表示 t 分布下 0.01、0.05、0.1 的水平上显著；括号内是采用 Newey - West 校正异方差及残差自相关后的 t 检验统计量；F 检验值后的***、** 分别表示在 F 分布下 0.01 和 0.05 的水平上显著。下同。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

用，而资产规模、公司所在地市场化程度对增长速度起制约作用，国有控股上市公司的增长水平不如其他类型控股上市公司。然后，按照负债阈值进行分组实证分析（见第四至第六列）。结果显示，在低负债组与高负债组，资产负债率的系数不显著，但在适度负债组，该系数显著为正。表明负债对公司增长的驱动作用是有条件的，即负债只有在合理的区间内，才能够发挥显著的正面效应，同时也从侧面证明负债阈值对资本结构决策的确存在影响。

2. 外部债务对公司增长有效性影响实证分析

采用模型（2）的实证结果如表 7 所示。首先进行全样本实证分析（见第二列），除解释变量和被解释变量外，仅纳入行业和年度两个控制变量；再纳入模型（2）中所有控制变量进行回归（见第三列），结果均表明，公司增长对价值发挥着显著正向作用，而且负债水平与公司价值显著正相关。然后，按照负债阈值进行分组实证分析（见第四至第六列）。结果显示，从低负债组到适度负债组再到高负债组，增长波动的系数从显著变得不显著，并且系数依次变小，表明随着负债的增加，公司价值对增长的敏感性降低。此外，还发现在低负债与高负债组，资产负债率系数都不显著，在适度负债组，该系数与公司价值显著正相关，证明只有适度的负债水平才能够带来公司价值的提升，利用负债不足或过度负债对公司价值都无法发挥重要影响。

表 7　2001—2010 年负债对公司增长有效性影响的实证结果

被解释变量：股票超额收益率	全样本		Lev < 20%	20% ≤ Lev < 70%	Lev ≥ 70%
样本数	9860	9860	946	7869	1045
增长波动	0.026***	0.016**	0.026***	0.017**	0.008
	(3.339)	(2.434)	(2.019)	(2.357)	(0.509)
资产负债率	0.206***	0.449***	0.472	0.431***	0.514
	(4.666)	(10.230)	(1.565)	(7.852)	(1.166)
自由现金流量比率		−0.058***	−0.010	−0.070**	−0.032
		(−3.420)	(−0.733)	(−2.301)	(−0.591)
总资产报酬率		1.114***	−0.261	1.152***	1.875***
		(8.034)	(−0.609)	(6.734)	(6.217)
Q 值		0.180***	0.094***	0.208***	0.278***
		(13.695)	(4.899)	(13.816)	(5.785)
贝塔值		0.126***	0.067***	0.181***	0.173*
		(5.223)	(3.508)	(5.945)	(1.863)
资产规模		0.054***	0.069***	0.066***	0.045*
		(5.563)	(2.651)	(6.840)	(1.774)
市场化指数		−0.008**	−0.010	−0.006*	−0.007
		(−2.323)	(−1.053)	(−1.736)	(−0.655)
最终控制人类型		−0.009	0.025	−0.010	−0.028
		(−0.614)	(0.489)	(−0.647)	(−0.678)
行业变量	控制	控制	控制	控制	控制
年度变量	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	−0.122***	−2.700***	−1.622***	−1.968***	−1.669**
	(−4.047)	(−7.653)	(−3.040)	(−9.080)	(−2.233)
F 检验值	12.324***	45.946***	6.388***	42.217***	6.665***
Adj − R^2	0.034	0.148	0.178	0.166	0.179
Durbin − Watson	1.875	1.895	2.064	1.918	1.896

五、结论

根据证监会发审委对拟上市公司的负债要求，本文提出中国上市公司存在特有的 20% 与 70% 负债制度阈值。以 2001—2010 年中国沪深两市 A 股上市公司为样本，研究发现：当公司负债水平处于大于等于 20% 且小于 70% 区间时，能够发挥对公司增长的重要驱动作用，并能够提升公司价值；但当公司负债水平大于等于 70% 时，公司增长的有效性可能会下降；而当负债小于 20% 时，对公司增长及价值的作用并不显著。表明监管部门对负债比例的要求确实会影响上市公司的资本结构决策。

随着中国资本市场 IPO 改革的深化，发审委的角色将从实质性审核转变为形式上审核，但负债比例依然是关注重点，发审委公布的标准也因此成为广大投资者判断企业财务能力的重要依据。据此，建议监管部门根据宏观经济周期不同阶段对负债的合理上下限进行调整，并尝试依据不同行业对负债标准进行细化，以正确引导上市公司及其他非上市公司优化资本结构。另外，中国金融体制改革已进入攻坚阶段，鉴于银行缺乏监督能力与动力是形成债务预算软约束的制度诱因，建议引入民间资本，增强金融市场的竞争性，切实减少政府干预，优化金融资源配置，以实现中国金融体系转型，从根本上改善双重预算软约束的局面，提高负债的正面治理效应。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

参考文献:

戴璐,汤谷良. 2007. 长期"双高"现象之谜: 债务融资、制度环境与大股东特征的影响: 基于上海科技与东盛科技的案例分析 [J]. 管理世界(8):129 - 139.

方军雄. 2007. 所有制、制度环境与信贷资金配置 [J]. 经济研究(12):82 - 92.

郎咸平. 2004. 公司治理 [M]. 北京: 社会科学文献出版社:98 - 119.

李世辉,雷新途. 2008. 两类代理成本、债务治理及其可观测绩效的研究: 来自我国中小上市公司的经验证据 [J]. 会计研究(5):32 - 37.

刘婷. 2012. 公司增长与价值创造: 基于公司治理机制效应 [M]. 北京: 经济科学出版社:1 - 22.

陆正飞,祝继高,樊铮. 2009. 银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失 [J]. 金融研究(8):124 - 136.

孙力强,陈小悦. 2008. 风险不对称下的最优资本结构 [J]. 南开管理评论(2):69 - 76.

徐向艺,赵青,孙娟. 2006. 中国上市公司债权对公司绩效影响的实证研究 [J]. 经济管理(6):44 - 49.

杨兴全,吴昊旻. 2011. 成长性、代理冲突与公司财务政策 [J]. 会计研究(8):40 - 45.

张兆国,何威风,闫炳乾. 2008. 资本结构与代理成本: 来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据 [J]. 南开管理评论(1):39 - 47.

张兆国,曾牧,刘永丽. 2011. 政治关系、债务融资与企业投资行为: 来自我国上市公司的经验证据 [J]. 中国软科学(5):106 - 121.

张志强,肖淑芳. 2009. 节税收益、破产成本与最优资本结构 [J]. 会计研究(4):47 - 54.

AIVAZIAN V A, GE Y, QIU J. 2005. The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence [J]. Journal of Corporate Finance, 11(1 - 2):277 - 291.

DEWATRIPONT M, TIROLE J. 1994. A theory of debt and equity: diversity of securities and manager - shareholder congruence [J]. Quarterly Journal of Economics, 109(4):1027 - 1054.

FACCIO M, LANG H P, YOUNG L. 2001. Dividends and expropriation [J]. American Economic Review, 91(1):54 - 78.

FAMA E F, JENSEN M. 1983. Separation of ownership and control [J]. Journal of Law and Economics, 26(2):301 - 325.

FELTHAM G A, OHLSON J A. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities [J]. Contemporary Accounting Research, 11(2):689 - 731.

JENSEN M C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. American Economic Review, 76(2):323 - 329.

JENSEN M C, MECKLING M. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure [J]. Journal of Financial Economics, 3(4):305 - 360.

KORWAR A N, MASULIS R W. 1986. Seasoned equity offerings: an empirical investigation [J]. Journal of Financial Economics, 15(1 - 2):91 - 118.

LANG L, OFEK E, STULZ R. 1996. Leverage, investment, and firm growth [J]. Journal of Financial Economics, 40(1):3 - 30.

MYERS S C. 1977. Determinants of corporate borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 5(2):147 - 175.

OLSON G T, PAGANO M S. 2005. A new application of sustainable growth: a multi - dimensional framework for evaluating the long run performance of bank mergers [J]. Journal of Business Finance and Accounting, 32(9 - 10):1995 - 2036.

RAJAN R G, ZINGALES L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data [J]. Journal of Finance, 50(5):1421 - 1460.

Effect of Debt Thresholds on China Listed Companies´ Growth

LIU Ting

(School of Business, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048)

Abstract: With 9860 samples of A - share listed companies in China, empirical study shows that influences from different debt ratios on companies´ growth vary under consideration of debt thresholds. Specifically, when the debt ratio is between 20% and 70%, debts take positive effect on effective growth significantly; otherwise, when beyond 70% or under 20%, the effect from debts is not significant at all. In some sense, it proves that requirements on IPO applicant companies as keeping debt ratio between 70% and 20% by Issuance Examination Committee of CSRC create special debt thresholds in China, which plays a guiding role to optimize capital structure of listed companies.

Keywords: debt; threshold; capital structure; company´s growth; value of company

(责任编辑　张建军)

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net