

债务期限结构、公司治理和政府保护：基于投资者保护视角的分析

谢 军

摘要：对中国上市公司债务期限结构的实证研究结果显示，公司层面的投资者保护机制（公司治理结构）和地区层面的投资者保护机制（政府管制和保护）均对公司债务期限结构具有显著的影响。上述发现支持了本文提出的“投资者保护”理论预期：（1）良好的公司治理结构能够更有力地保护债权人的利益；（2）政府参与程度和管制保护程度也能够为债权人提供更为有效的利益保护。这些经验结果表明，公司治理结构以及政府管制保护机制对公司债务期限结构的形成发挥着关键作用，更完善的投资者保护机制能够促使公司获得更多长期债务。

关键词：债务期限结构 公司治理 政府保护 投资者保护

一、引言和文献回顾

公司财务研究在资本结构领域已取得了越来越深入的进展，研究文献已从传统的基本财务杠杆选择转向一些更细致的融资决策研究，而对债务期限结构的关注成为资本结构研究的最新领域。债务期限结构选择是资本结构决策的重要组成部分，因为长期债务和短期债务的不同选择会直接影响企业的债务成本、债务偿还计划、代理成本以及管理者的私人利益，进而间接影响管理者的经营激励。因此，为了降低企业的债务融资成本和确保管理者的经营激励，企业必须对其债务期限安排做出合理选择。由于中国特定的制度背景和市场体制以及不同公司发展阶段，中国

公司的债务期限结构与美国等发达市场经济国家公司存在明显的差别（见表 1）。表 1 显示：美国公司的长期债务超过了短期债务，长期债务是公司负债的主要来源；而中国公司的债务期限结构与美国公司正好相反，公司负债基本依赖于短期负债。对于中国上市公司特殊的债务期限结构，国内学者进行了较为广泛的探讨。有些研究从企业组织特征（资产结构、成长性机会和行业属性等因素）的角度解释了公司债务期限结构的影响因素，有些研究从区域市场化程度的角度解释了政府干预对公司债务期限结构的影响。本文拟从投资者保护的视角探讨公司层面和地区层面的投资者保护机制对公司债务期限结构的实证影响，探寻公司债务期限结构的制度根源。

表 1 公司债务期限结构的中美描述性比较

公司债务变量	中国上市公司（沪市）			美国上市公司		
	均值	中位值	观察值	均值	中位值	观察值
长期债务占总负债比重（%）	13.55154	6.410000	1 562	71.8	82.9	39 949
资产负债率（%）	51.23826	48.34000	1 562	-	-	-

注：中国上市公司数据为 2003-2004 年的混合数据；美国上市公司数据来源于 Barclay 和 Smith (1995)。

随着对资本结构决策研究的深入，研究者开始关注公司债务期限结构的影响因素及其价值效应。Titman 和 Wessels (1988) 检验了资产抵押价值、非债务税盾、企业成长性、投资专属性、产业分类、企业规模、企业风险性和盈利能力等因素对长期负债率和短期负债率的解释力，但却没有针对性地解释债务期限结构的影响因子。Barclay 和 Smith (1995) 提供了一个公司债务期限结构的经验解释，较全面地实

证分析了债务期限结构的决定因子。他们发现，成长性机会较少、公司规模较大和受管制的公司倾向于发行更多的长期债务。Barclay 和 Smith 的研究证据支持了契约成本的假设。肖作平 (2005) 验证了契约成本假设对中国上市公司债务期限结构解释的有效性：具有更少成长机会、更少自由现金流量、资产期限长和规模大的公司具有更多的长期债务。他的研究没有发现公司使用债务期限结构向市场传递信

号的证据,也不支持债务期限结构的税收假说。袁卫秋(2005,2006)发现,期限匹配理论和债务发行成本理论对公司债务期限结构的选择行为具有较强的现实解释力。另外,他还观察到,公司债务期限结构的选择在一定程度上取决于公司的财务灵活性和财务实力,财务灵活性和财务实力强的上市公司倾向于缩短债务期限以节约单位债务成本。孙铮、刘凤委和李增泉(2005)通过考察区域市场化程度从管制层面解释了政府干预对公司债务期限结构的影响。他们的研究表明,企业所在地的市场化程度越高,长期债务的比重越低。他们发现,上述差异主要归因于政府对企业干预程度的不同。当司法体系不能保证长期债务契约得以有效执行时,“政府关系”是一种重要的替代机制。

二、理论框架

(一) 传统理论

解释公司债务期限结构选择的传统理论主要有契约成本假设、信号传递假设、税收假设和期限匹配假设。契约成本假设认为,影响债务期限结构选择的主要影响因素有投资机会组合、政府管制和企业规模等要素。该理论相信,投资机会较多的公司会倾向于缩短债务期限或减少债务,而管制程度较高和规模较大的公司则更愿意选择长期债务。信号传递假设认为,由于信息不对称,公司试图通过改变债务期限结构来传递公司的重要内部信息。该理论声称,高质量(价值被低估)的公司倾向于发行更多的短期债务,而低质量(价值被高估)的公司倾向于发行更多的长期债务。税收假设认为,当利率期限结构向上倾斜时,公司会发行更多的长期债务以增加债务的税盾价值。期限匹配假设认为,公司债务期限应与公司资产期限相对应,因为资产和债务的期限匹配能够减少由于企业资产产生的现金流可能不足以用来支付利息和投资需要而带来的风险。

(二) 投资者保护理论:债务期限结构、公司治理和政府保护

投资者保护的系统研究成就于LLSV的一系列国际比较研究。他们从全球视角出发比较各国的投资者保护现状,深入探讨了投资者保护机制对公司结构(治理结构和资本结构)和金融市场的实证影响。LLSV(1997)比较了49个样本国家或地区的金融市场公共化程度(宏观流动性)。他们的经验证据显示,具有较强投资者保护制度的国家拥有更大规模的股票市场和债务市场。LLSV(1998)进一步发现,公司债务市场在债权人保护机制更加完善的国家或地区发展得更加成熟健康。LLSV的研究表明,投资者保护是决定金融市场发展和公司结构演变的重要制度因素。

本文认为,投资者保护理论同样为公司债务期限结构选择提供了相应的理论支持。如果投资者保

护机制能够为债权人提供更强有力的保护的话,债权人就更有激励向公司提供债务资本。由于债务违约风险随着债务期限的延长而加大,对债务违约风险的关注决定了债权人对债务期限的选择,也决定了公司债务的期限结构。从债务市场的供给方来看,当债权人难以得到有效的权利保护时,他们就更倾向于向公司提供短期债务资金,以避免违约风险所造成的投资损失。而当债权人意识到他们的权利能够得到有效保护时,他们就更愿意接受期限较长的债务以获取长期稳定的信贷客户,而不用过多地担忧违约风险所带来的损失。从债务市场的需求方来看,当债权人由于缺乏保护而拒绝提供长期债务时,举债公司不得不被迫为获得长期债务而承担较高的利息成本,其发行长期债务的动机也会相应减弱。当权利得到充分保护的债权人愿意接受长期债务时,举债公司则能够以较低利息成本获得长期债务,这就强化了其发行长期债务的动机。债权人保护机制可以分为两个层面:一是地区层面,表现为地区或国家对债权人的法律保护和行政保护,其中,行政保护是法律保护的重要替代;二是公司层面,表现为公司对债权人的保护机制,具体体现为公司治理结构的有效性。投资者保护理论预测,当投资者保护机制较强时,公司愿意也能够发行更多的长期债务;而当投资者保护机制较弱时,公司则只能发行更多的短期债务。因此,笔者推测,中国上市公司对短期负债的过度依赖可能源于较弱的投资者保护机制。债权人保护制度的缺陷制约了公司获取长期债务的能力和动机。

三、研究目的和研究设计

(一) 研究目的

国内研究债务期限结构的学术文献多集中在对传统理论和假设的实证检验上,缺乏从投资者保护角度所进行的研究。本文拟从公司层面和地区层面考察投资者保护机制对公司债务期限的影响,为公司债务期限结构的形成提供一个制度解释。

(二) 研究设计:模型和变量

本研究主要采用以下基本计量模型,以2003年和2004年的横截面数据为基础估计投资者保护变量对公司债务期限结构的解释力。

$$DebtMaturity = \alpha + \beta CorporateGovernance + \gamma Region + \sum \phi_i P_i + \varepsilon \dots\dots\dots (1)$$

DebtMaturity 为公司债务期限结构,用长期负债占总负债比重计量;CorporateGovernance 为公司治理变量(用以反映公司层面的投资者保护机制),选用第一大股东持股、董事会规模和管理报酬规模等指标;Region 为地区层面的投资者保护机制,选用地区市场化程度、第一大股东性质和行业保护程度等指标; P_i 为一组控制变量,主要涉及影响债务期限结构的其他变量(见表2)。

表 2 变量定义表

变量(符号)	性质	预期影响	描述及指标计算	备注
债务期限结构(DM)	被解释变量		长期负债占总负债比重(%)	
公司层面的投资者保护机制:公司治理结构				
第一大股东持股(Largest)	解释变量	+/-	第一大股东持股占总股本比重(%)	
董事会规模(Board)	解释变量	+	董事会成员人数(人)	
独立董事比例(Outside)	解释变量	+	独立董事占董事会成员人数比例(%)	
管理报酬(Incentive)	解释变量	+	支薪管理层报酬(万元)的常用对数	
地区或政府层面的投资者保护机制				
区域市场化程度(Market)	解释变量	+/-	将上市公司注册地分为发达地区(上海、北京和广东)、东南沿海地区、中部地区和西部地区;设置三个虚拟变量:发达地区、东南沿海地区和西部地区。	通过地区分类反映区域市场化程度,虚拟变量的设置以中部地区为基准
政府保护	控股股东性质是否国有股东(State)	解释变量	+	第一大股东属国有性质:虚拟变量=1;第一大股东属非国有性质:虚拟变量=0。
	行业的受保护性(Protect)	解释变量	+	公司处于被保护行业:虚拟变量=1;公司处于竞争性行业:虚拟变量=0。
控制变量				
企业规模(Size)	控制变量	+	总资产账面价值(万元)的常用对数	衡量资产的抵押价值和期限结构
固定资产比重(Fixed)	控制变量	+	固定资产占总资产比重(%)	
成长性机会(Growth)	控制变量	-	市净率:年末每股市价与每股账面净资产之比(删除净资产为负的数据)	
销售毛利率(Profit)	控制变量		毛利与销售收入之比(%)	
净资产收益率(ROE)	控制变量		净收益与净资产(删除净资产为负的数据)之比(%)	该类指标用以衡量企业盈利能力,并反映企业运用留存资金的能力
每股收益(EPS)	控制变量		净收益与总股本之比	
时间效应(Year)	控制变量		当数据属 2003 年时,变量=1;当数据属 2004 年时,变量=0。	

注:本研究进行的是两年的横截面数据分析,所有变量取值为 2003 年和 2004 年数据。

四、样本和描述性统计

(一) 样本和数据

样本公司为在上海证券交易所上市的 A 股上市公司(删除少量数据缺损的公司),共涉及 13 个大类行业,2003 年的观察样本为 763 家公司,2004 年的观察样本为 815 家公司,在计量分析中剔除金融业公司,研究数据为 2003 年和 2004 年的横截面数据及其混合数据。研究数据来源于中国证券监督委

员会网站(<http://www.csrc.gov.cn>)和中国金融 Sinofin 数据库(<http://www.ccerdata.com>)。

(二) 描述性统计

表 3 提供了主要研究变量的描述性统计。表 3 显示,中国上市公司债务资金中长期债务的比重较低,公司主要通过发行短期债务进行债务融资。从 2003 年和 2004 年公司债务期限结构的差异性检验值来看,公司对短期负债的高度依赖状况并没有随时间而发生显著的变化,具有较明显的时间稳定性。

表 3 主要变量的描述性统计量

变量	2003 年横截面数据			2004 年横截面数据			2003-2004 年混合截面数据		
	均值	中位值	观察值	均值	中位值	观察值	均值	中位值	观察值
DM	13.24418	6.480000	756	13.83984	6.291163	806	13.55154	6.410000	1562
差异性检验	T=0.668894			Z=0.010254					
Largest	43.56034	43.06000	763	43.03817	42.22000	815	43.29065	42.81000	1578
Board	10.11402	9.000000	763	10.19018	9.000000	815	10.15336	9.000000	1578
Outside	32.97688	33.33000	763	33.60036	33.33000	815	33.29889	33.33000	1578
Incentive	2.012225	2.030000	755	2.084932	2.090000	809	2.049834	2.050000	1564
Size	5.204377	5.150000	763	5.233681	5.170000	815	5.219512	5.160000	1578
Fixed	36.24796	33.25000	763	37.33715	34.30000	815	36.81050	33.74500	1578
Growth	3.155676	2.407115	748	2.478682	1.894240	794	2.807081	2.128155	1542
Profit	25.25523	22.22000	763	26.22930	21.49000	814	25.75802	21.83000	1577
ROE	0.177926	5.790000	752	-0.630237	5.540000	800	-0.238653	5.635000	1552
EPS	0.151670	0.166000	763	0.158914	0.159000	815	0.155411	0.160000	1578

注:T 检验值为 2003 年和 2004 年公司债务期限结构的均值差异性检验值;Z 检验值为 2003 年和 2004 年公司债务期限结构的中位值差异性 Chi- 检验值;从 T 和 Z 的数值来看,两者均不显著。

五、回归结果及其解释

(一) 回归结果及其制度解释

本文根据基本计量模型(1),分别以 2003 年横截面数据、2004 年横截面数据和 2003-2004 混合数据为基础,运用最小二乘法估计了投资者保护机制

对公司债务期限结构的影响程度(回归结果见表 4)。为了避免多重共线性对回归结果的不良影响,对控制变量选择做了不同组合。另外,对自变量(尤其是解释变量)的选择运用逐步回归法:将自变量逐个引入回归方程,保留影响显著的自变量,逐个删除影响不显著的自变量。

表 4
表 4-A 投资者保护变量与公司债务期限结构的回归结果
2003 年和 2004 年横截面数据

截距和自变量	预期影响	因变量:公司债务期限结构(DM)							
		2003 年数据(横截面分析)				2004 数据(横截面分析)			
		1	2	3	4	1	2	3	4
截距		2.801366	-4.009435	-59.09051*	-1.151593	-9.80991**	-21.09482*	-60.33321*	-8.679338**
Largest	+/-	0.07448**	0.032780		0.021092	0.126302*	0.058142***		0.074240***
Board	+	0.715063*	0.536709**		0.479115***	0.534680*	0.332719*		0.382288*
Incentive	+				3.946703**	6.144771*	6.287077*		7.151116*
SHBJGD	-			-4.336025*	-4.098831**			-3.14179**	-4.425558*
East	-			-2.609195***	-2.076007			-2.96028**	-3.393611**
West	+			0.904208	0.809355			0.546422	0.159863
State	+			0.353573	2.588366***			1.406021	2.443590***
Protect	+			6.590567*	12.18811*			10.14115*	16.42197*
Growth	-		-0.1964***				-0.282494**		
Fixed	+		0.170699*	0.143316*			0.453161*	0.174859*	
Size	+			13.16775*				12.95584*	
Profit			0.190190*						
A-R ²		0.011044	0.164642	0.237077	0.052690	0.046202	0.300993	0.263859	0.110588
F- 检验值		5.215827*	30.16949*	34.20566*	6.151869*	13.90120*	68.43217*	42.22001*	13.41831*
P 值		0.005628	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Wald 检验			3.98981**	4.28353**			9.02513*	6.34232*	
D.W.		1.917319	2.060009	2.075305	1.978380	1.774132	1.950935	1.972227	1.857527
观察值(N)		756	741	749	742	800	784	806	800

表 4-B 2003 年和 2004 年的混合数据(控制时间的固定效应)

截距和自变量	预期影响	因变量:公司债务期限结构(DM)							
		2003 年和 2004 年混合数据(时间固定效应混合截面分析)							
		1	2	3	4	5	6	7	8
截距		-9.813781**	-6.732278	11.44626*	-14.30757*	-59.33188*	-57.92005*	-9.69834**	-14.05980*
Largest	+/-	0.098166*	0.06595***		0.055451**			0.04538***	0.021971
Largest×Year			0.061785						
Board	+	0.632272*	0.814304*		0.496481*			0.479141*	0.393773*
Board×Year			-0.225576						
Outside	+/-	0.13312***	0.163372		0.110864			0.13733***	0.124473***
Outside×Year			-0.040840						
Incentive	+	4.004760*	1.766782		3.814638*			5.443074*	4.873463*
Incentive×Year			4.196214						
SHBJGD	-			-2.407767**		-3.721577*	-3.587351*	-4.124626*	-2.292308**
East	-			-2.186931**		-2.820756*	-2.941432*	-2.853411*	-2.708225*
West	+			0.053793		0.670781	0.647701	0.636085	0.772499
State	+			3.252171*		0.880692	0.893259	2.645929*	1.877904**
Protect	+			16.10312*		8.584207*	8.439770*	14.49950*	9.540921*
Growth	-				-0.23573**		-0.004831		-0.220904**
Fixed	+				0.255685*	0.158825*	0.203818*		0.232817*
Size	+					12.99608*	12.40934*		
Profit					0.013372				0.011690
Year		0.215345	-7.425512	0.405558	-0.109687	-0.039552	-0.023049	-0.071466	-0.290569
A-R ²		0.030384	0.030447	0.065141	0.188923	0.252487	0.270141	0.086991	0.212472
F- 检验值		10.69529*	6.397901*	19.04703*	45.05251*	66.61179*	63.67496*	15.68260*	32.33781*
P 值		0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
D.W.		1.830671	1.833246	1.911245	1.958527	2.016642	2.034934	1.914341	1.994222
观察值(N)		1548	1548	1555	1514	1555	1525	1542	1511

注:表内数字为截距和自变量的回归系数,对应 P 值省略;Wald 检验为投资者保护变量回归系数的联合检验,用于判断回归系数整体是否显著地异于“0”;*为 0.01 水平显著,**为 0.05 水平显著,***为 0.10 水平显著。

从 2003年和 2004年的数据的回归分析来看,研究变量之间的统计关系并没有随着时间的变化而发生明显的改变。这意味着,债务期限结构的成因具有时间上的稳定性。^①表 4-A 和 4-B 的回归结果均显示,公

司层面的投资者保护(公司治理结构)和地区或政府层面的投资者保护的部分变量能够对公司债务期限结构产生显著影响(影响程度及其理论解释见表 5 的归纳)。

表 5 投资者保护变量对公司债务期限结构的实证影响及其理论解释			
解释变量	实证影响	理论预期	回归结果的理论解释
公司层面的投资者保护机制:公司治理结构			
第一大股东持股	第一大股东持股对公司债务期限结构具有正向影响(影响值中度)。在未引入控制时,第一大股东持股具有较显著的效应;但是在引入控制变量之后,第一大股东持股回归系数显著下降;在引入地区层面投资者保护变量之后,其影响的显著性甚至消失了。上述结果表明,第一大股东能够保护债权人的利益,但保护程度不足。	从第一大股东的激励效应和防御效应来看,第一大股东有可能能够通过改善公司绩效并最终保障投资者集团(包括债权人)的利益,也可能通过秘密转移公司资源而侵害其他投资者(包括债权人)的利益。 ^② 因此,第一大股东对债权人保护机制的影响难以确定。	第一大股东对债权人保护机制的不确定影响可能导致了第一大股东持股回归系数出现显著性不稳定的现象。本文另外在模型中引入了第一大股东持股的二次和三次变量,回归结果均不显著(回归结果省略)。
董事会规模	董事会规模对公司债务期限结构具有显著的正向影响(且影响值较大)。无论是否引入控制变量及其他投资者保护变量,董事会规模回归系数均能保持统计显著性。这意味着,规模较大的董事会能够在债权人的保护机制中发挥有效的积极功能。	董事会规模对公司治理和投资者保护的影响也存在双重效应:较大规模的董事会能够产生更有利的知识互补性和民主决策机制,并促进董事会成员之间的相互监督;较小规模的董事会能够缓解“搭便车”的问题,提高决策效率,但容易促成董事之间的合谋行为。从已有的董事会实证研究来看,董事会规模对公司治理具有积极效应。 ^③	实证影响与理论预期相一致:规模较大的董事会能够更好地保护债权人的利益。
独立董事比例	独立董事比例对公司债务期限结构具有较显著的正向影响(显著性水平为 0.10,且影响值较大)。在引入了控制变量及其他投资者保护变量之后,独立董事比例仍能保持对公司债务期限结构的显著影响。这表明,独立董事的增加能够更好地保护债权人的利益。	独立董事的存在能够强化对管理层的监督,一定程度上制约了管理层对投资者(包括债权人)利益的掠夺行为。另外,独立董事还能够为管理层提供他们所欠缺的管理知识和技术知识,并优化管理层的知识结构。 ^④	实证影响与理论预期相一致:独立董事的增设能够更好地保护债权人的利益。
管理报酬	管理报酬水平对公司债务期限结构具有显著的正向影响。控制变量和其他投资者保护变量的引入均未减弱其显著性。这意味着,管理报酬水平能够激励管理层更尽力地保护债权人的利益。	管理报酬水平的提高能够降低管理层实施管理剥削的动机,并激励管理层改善公司业绩和提升公司价值。	实证影响与理论预期相一致:管理报酬水平的提高能够促使管理层更积极地保护投资者及债权人的利益。 ^⑤
地区或政府层面的投资者保护机制:政府功能			
区域市场化程度	区域虚拟变量的回归系数显示,发达地区(上海、北京和广东以及东部沿海地区)上市公司的债务期限显著短于中部地区上市公司(且影响值较大),而西部地区上市公司的债务期限不显著地长于中部上市公司。这表明,市场化程度并不能够改善投资者保护机制,相反会弱化投资者保护的强度。	地区层面的投资者保护机制主要源于有效的法律制度和管制制度。同样,市场机制的有效运作也有赖于契约化基础的完善;而契约化基础是法律体系的一部分。Rajan和 Zingales(1998)指出,缺乏契约化基础的市场经济难以有效地配置资本资源,甚至会削弱投资者保护机制。由于中国各地区法律及执法制度的不健全,市场越发达的地区越难以为投资者及债权人提供有力的保护。相反,由于政府参与程度和管制程度较高,市场落后的地区却能够为投资者及债权人提供更多的保护。	实证影响与理论预期相一致:市场发达地区的上市公司更倾向于短期债务,政府保护是法律保护机制的重要替代。该实证结果也与孙铮、刘凤委和李增泉(2009)的发现相一致。 ^⑥
控股股东是否为国有股东	“控股股东是否为国有股东”和“行业保护性”两个虚拟变量(尤其是行业保护性)对公司债务期限结构具有显著的正向影响(且影响值较大)。这意味着,国有控股的公司和行业受保护的公司能够为债权人提供足够的利益保护,从而它们能够获得更多的长期债务。	作为国有控股和行业受保护的公司,它们能够得到政府更多的优惠和保护性政策。在公司债务融资活动中,政府往往为国有控股公司尤其是受保护行业的公司提供政府担保,甚至给债权人提供相应的政策优惠。政府对企业融资活动的参与间接地保护了债权人的利益,也为这些企业发行长期债务提供了更方便的渠道。	实证影响与理论预期相一致:公司债务期限结构具有明显的政府导向特征。
控制变量			
成长性机会	成长性机会对债务期限结构具有显著的负向影响(不过影响值相对较小);固定资产比重和资产规模对债务期限结构具有显著的正向影响(且影响值较大);销售毛利率对债务期限结构具有不显著的正向影响(且影响值较小)。	契约成本假设认为,成长性机会较低和资产规模较大的公司更倾向于长期债务;期限匹配假设认为,固定资产较多的公司具有更短期的债务期限。	实证影响与理论预期相一致。这意味着,传统假设对公司债务期限结构仍然具有较强的现实解释力。实证结果与传统假设的一致性也表明本研究的可靠性较强。
固定资产比重			
资产规模			
销售毛利率			

(二) 回归参数估计方法的有效性讨论

本文计量模型的回归参数均是运用 OLS 方法进行估计的,而序列自相关问题、异方差问题和多重共线性问题会影响 OLS 方法的有效性。从上述回归模型的序列自相关检验过程来看,Durbin-Watson 检验值大多在 1.80 ~ 2.10 之间(而且多集中在 2.0 附近),所以模型大多不存在序列自相关问题。影响横截面分析的另一个主要问题是异方差问题。异方差的存在会导致自变量回归系数的标准误估计偏大,并会产生偏小的 t 检验值,可能会接受应该拒绝的原假设(H_0 :回归系数=0),并导致对回归系数显著性的误判(否认实际显著的回归系数的显著性)。但是,本文中大多数回归模型的主要研究变量(投资者保护变量)的回归系数都显著地异于“0”,所以,显著的回归系数被错误否认的问题应该较为轻微,所以笔者没有进行相应的 White 异方差检验(也没有通过残差项加权进行回归调整)。另外,本研究中几乎所有模型均未显现出多重共线性的特点;^⑩因此,计量模型的回归结果应该受多重共线性的影响不大。

六、结论和政策意义

本文调查了上海证券交易所上市的 A 股公司,以 2003 年和 2004 年横截面数据为基础从投资者保护的角度考察了公司治理结构和地区政府保护对公司债务期限结构的实证影响。本研究的实证结果显示,公司层面的投资者保护机制(公司治理结构)和地区层面的投资者保护机制(政府管制和保护)均对公司债务期限结构具有显著的影响。从公司治理结构的影响来看,董事会规模、独立董事比例和管理报酬水平对公司债务期限结构具有显著的正向影响;第一大股东持股对公司债务期限结构具有不稳定的正向影响。从政府管制和保护的影响来看,区域市场化程度对公司债务期限结构具有显著的负向影响,国有控股公司和行业受保护公司能够获取更多的长期债务。上述发现支持了本文提出的“投资者保护”理论预期:(1)良好的公司治理结构能够更有力地保护债权人的利益;(2)政府参与程度和管制保护程度也能够为债权人提供更有利的利益保护。这些经验结果表明,公司治理结构以及政府管制保护机制对公司债务期限结构的形成发挥着关键作用,更完善的投资者保护机制能够促使公司获得更多长期债务。

注释:

由于司法体系的薄弱,企业与政府的密切关系为企业的长期借款提供了“隐性担保”,从而降低了这些企业的履约成本。

Barclay, M. and Smith, C. W., 1995. “The Maturity Structure of Corporate Debt.” *Journal of Finance*, L, pp. 609-631;
袁卫秋:《债务期限结构理论综述》,载《会计研究》,2004(10),第 9 ~ 13 页。

Myers, S., 1977. “Determinants of Corporate Borrowing.” *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.

Smith, C., 1986. “Investment Banking and the Capital

Acquisition Process.” *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 3-29.

Kale, J. and Noe, T., 1990. “Risky Debt Maturity Choice in a Sequential Equilibrium.” *Journal of Financial Research*, 13, pp. 155-165.

Brockman 和 Chung(2003)从信息角度确证了中国大陆和香港投资者保护的制度差异:港资企业能够为投资者提供更透明的公司信息和更强的保护机制。谢军(2007)通过考察财务杠杆的激励功能发现,香港资本市场较之中国大陆能够为债权人提供更好的权利保护。

从已有文献来看,只有孙铮、刘凤委和李增泉(2005)从地区层面考察了公司债务期限结构的制度因素。

由于第一大股东有激励改善公司绩效(激励效应),也有动机转移公司资源(防御效应),因此,第一大股东持股和公司治理(或公司绩效)的关系很不确定,可能是线性关系(徐莉萍、辛宇和陈工孟,2006;谢军,2006),也可能是非线性关系(白重恩等,2005)。

区域市场化程度对投资者保护机制的影响取决于法律制度及其执行程序的完善程度和有效程度。当法律制度缺位时,缺乏管制的市场机制难以保护投资者的利益。

宋剑峰(2000)借助于 Edwards-Bell-Ohlson 模型显示:市净率是一个能较好预示公司未来成长性的指标;其研究结论得到了中国股市经验数据的支持。

⑪在混合数据的所有模型(表 4-B)中,年度虚拟变量的回归系数均不显著;而且,年度虚拟变量和公司治理变量对债务期限结构的交叉影响均不显著(表 4-B 的模型 2)。这表明,时间变量既不显著影响模型的截距,也不显著影响模型中公司治理变量的回归系数。

⑫徐莉萍、辛宇和陈工孟(2006)以及谢军(2006)的研究显示了第一股东的激励功能;白重恩等(2005)却观察到了第一大股东的防御效应。

⑬何卫东和张嘉颖(2002)以及谢军(2007)的研究均发现,董事会规模对公司绩效或公司价值具有积极效应,规模较大的董事会能够更有效地发挥治理功能。

⑭吴淑琨等(2001)的研究显示,非执行董事比例与公司绩效之间存在正相关关系。增加非执行董事的比例,有助于提高董事会的独立性和监督性,并改善公司内部治理机制。

⑮不过,管理报酬水平可能存在内生性问题:有可能是公司债务期限结构影响管理报酬水平。

⑯他们的研究显示,区域市场化程度对公司债务期限结构具有显著的负向效应。

⑰多重共线性往往表现为判别系数(R^2)较高,而回归系数的 t 检验值较小。还有,所有模型的 VIF(方差膨胀因子= $1/(1-R^2)$)均小于 10;按照 VIF 的经验判断,模型不存在显著的多重共线性。

参考文献:

1. 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜:《中国上市公司治理结构的实证研究》,载《经济研究》,2005(2),第 81 ~ 91 页。
2. 何卫东、张嘉颖:《所有权结构、资本结构、董事会治理与公司价值》,载《南开管理评论》,2002(2),第 17 ~ 20 页。
3. 宋剑峰:《净资产倍率、市盈率与公司的成长性》,载《经济研究》,2000(8),第 36 ~ 45 页。
4. 孙铮、刘凤委、李增泉:《市场化程度、政府干预和企业债务期限结构》,载《经济研究》,2005(2),第 52 ~ 63 页。
5. 吴淑琨、刘忠明、范建强:《非执行董事与公司绩效的实证研究》,载《中国工业经济》,2001(9),第 69 ~ 76 页。
6. 肖作平:《对中国上市公司债务期限结构影响因素的分析》,载《经济科学》,2005(3),第 80 ~ 89 页。
7. 谢军:《第一大股东、股权集中度和公司绩效》,载《经济评论》,2006(1),第 70 ~ 75 页。
8. 徐莉萍、辛宇、陈工孟:《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,载《经济研究》,2006(1),第 90 ~ 100 页。

(以下文献略)

(作者单位:华南师范大学经济与管理学院 广州 510006)

(责任编辑:彭爽、陈永清)