

公司债务期限结构研究综述

王东清 李平

(中南大学商学院 长沙 410083)

【摘要】 本文就国内外公司债务期限结构问题的理论研究及影响因素实证研究两个方面进行了回顾,并评价了现有文献存在的问题和不足之处,以期为我国上市公司债务期限结构问题的研究提供依据和方向。

【关键词】 债务期限结构 假说 影响因素

企业债务期限结构的选择会直接影响企业的债务成本、债务偿还计划、代理成本和管理者的私人利益,而且还关系到债权人的经济效益与经营风险,不同期限的债务对公司价值具有不同的影响。这使得对公司债务期限结构本质以及公司债务期限结构影响因素的研究变得十分必要。

一、债务期限结构的理论研究

总的说来,目前有代表性的债务期限结构的理论包括代理成本理论假说、信号传递理论假说、期限匹配理论假说和税收理论假说。

1. 代理成本理论假说。企业融资的代理成本理论研究始于 Jensen 和 Meckling(简称 JM)。1976年, JM 在《财务经济杂志》上发表了题为“企业理论:管理行为、代理成本与所有权

学者的研究成果,很少提出新的会计信息质量的替代变量。为此,我们建议在国内外目前研究的基础上从以下的一些方面对经验研究中会计信息质量的替代变量或发展会计信息质量的综合评价方法做更进一步的探讨。

1. 西方学者提出的会计信息质量替代变量并不完全适合我国的国情,需做进一步的检验和修改。我国学术界在进行会计信息质量经验研究中,直接借鉴国外学者有关会计信息质量(或盈余质量)的替代变量,并没有结合我国资本市场、公司组织制度和公司治理机制尚待完善的经济背景,没有对产生于发达资本市场的模型或变量在我国的适用性作出相应的检验。

2. 会计信息质量不仅是指盈余信息披露的质量,还应该包括公司的资产管理、资本结构等方面信息的质量。我国学者师萍研究了我国会计信息失真的危害和成因后,基于“阿罗悖论”提出了评价会计信息质量的基本评价模型和根据影响会计信息质量的因素,提出了动态结构模型和模糊评价模型。李丽青和师萍(2005)则从充分披露程度、会计政策一致程度、现金流量质量度和收入资产质量度这几个方面提出了对会计信息质量评价的指标体系,尽管她们在会计信息质量整体评价上做了有益的研究,但是缺乏相应的操作性,存在一定的缺陷。

结构”的论文,把代理成本与公司的融资方式联系在一起,从此掀开了这一领域研究的序幕。JM 指出,在构成公司的一系列利益相关的契约中,与资本结构有关的委托代理关系主要表现为:①由负债融资引起的股东与债权人之间的委托代理关系;②因股权融资引起的股东与公司管理者之间的委托代理关系。当这两种代理关系存在时,就会出现因代理关系而引起的股东与外部债权人、股东与公司管理者之间的利益冲突。债权人与股东冲突所产生的代理成本主要表现为两类问题,即投资不足问题(Myers,1977)和资产替代问题(JM,1976)。股东和管理者之间冲突所产生的代理成本主要表现为过度投资问题(Jenson,1986)。

JM(1976)认为股东和债权人之间会产生资产替代问题。

3. 我国已经开始实施新的会计准则,建立一套科学的会计信息质量评价体系及评价机制成为会计理论研究和会计监管实务中的一个重大课题。将经验研究中会计信息质量的评价方法综合起来,形成一个对会计信息质量综合评价的体系,实现我国会计监管由“事前规制—事后审计”到“事前规制—事后审计—会计信息质量评价”的制度创新,是未来会计理论研究的一个方向。

【注】 本文系教育部人文社会科学研究项目“我国上市公司会计信息质量评价及监管创新研究”(项目编号:08JA790051)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 陈胜蓝,魏明海. 投资者保护与财务会计信息质量. 会计研究, 2006; 6
2. 杜兴强,温日光. 公司治理与会计信息质量:一项经验研究. 财经研究, 2007; 1
3. 陈书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究. 管理世界, 2006; 9
4. 董南雁,张俊瑞. 中国证券市场审计任期与盈余质量关系的实证检验. 南开管理评论, 2007; 10
5. 王兵. 独立董事监督了吗?——基于中国上市公司盈余质量的视角. 金融研究, 2007; 1

资产替代问题是指拥有债务的企业有动机投资高风险高收益的项目。由于有限责任制的存在,股东在投资决策时,偏好高风险的投资项目,因为当高风险项目成功时,股东将获得大部分收益,而如果失败,则由债权人承担大部分成本,因此股东的损失有限而潜在的收益却没有上限,导致债权人的资产流向股东。然而,理性的债权人在事前会预计到股东可能会把资金投资于高风险项目,因此在签订债务合约时他们会直接要求降低债券的发行价格,或者要求在债务合同中加入各种限制性条款。这类条款的加入不可避免地要产生相应的成本,这个成本就是负债的代理成本。

投资不足问题由 Myers 首先提出。Myers(1977)认为如果债务在公司做出投资决策之后到期,那么对于一些净现值大于零的投资项目来说,投资取得的大部分收益可能流向债权人,而股东获益很少甚至为零,因而股东可能会放弃这样的项目。换句话说,股东不会开展那些 NPV 虽然为正,但是所有的利益都归债权人所有的项目。当债务在投资决策做出之后到期,只有项目价值大于债务账面价值的项目才会被执行,从而造成“投资不足”。债权人如果能预期到这一点,也会对公司可能出现的次优投资决策要求价值补偿,这同样导致了负债的代理成本。

过度投资问题主要是指在投资项目的净现值小于零的情况下,投资项目的决策者仍实施投资的一种现象。这个问题由 Jensen(1986)首先指出。Jensen 认为,当企业拥有较多的自由现金流时,企业管理者易产生将这部分自由现金投资于一些有损于股东利益,但能扩大企业规模的新项目的动机,以获取企业规模扩大所带来的各种经济(如更高的工资)与非经济(如更高的职位和权力)收益。当企业管理者确实这样做时,就产生了所谓的过度投资行为。

2. 信号传递假说。信号传递假说认为,公司选择债务期限向市场传递项目质量信息,以期使企业债务能得到信息对称下的定价。Flannery(1986)认为,当债务市场不能辨别公司质量的优劣时,拥有私有信息的高质量企业将有动机选择短期债务,相反,低质量企业有动机选择长期债务,这种信号传递博弈均衡是否存在,取决于企业质量的分布函数和企业债务的交易成本。Flannery 在模型中分析了两种情况:不存在交易成本的市场均衡和存在交易成本的市场均衡。在不存在交易成本的情形下,债务市场在短期债务上达到混合均衡,没有企业会发行长期债务。在存在交易成本的情形下,将产生两种可能的均衡:混合均衡(两类企业发行同样期限的债务)和分离均衡(即高质量企业总是发行短期债务,而低质量企业总是发行长期债务)。

Kale 和 Noe(1990)构建的模型主要从长期债务的定价比短期债务的定价对公司价值的变化更敏感这一角度进行分析,他们认为 Flannery 的模型即使不考虑交易成本,只要债务定价与公司价值变化相关,即使长期债务定价的偏差程度大,也会出现分离均衡状态。

Diamond(1991)对传统信号传递模型进行扩展,分析在存在流动性风险的情况下私有信息对债务期限选择的影响。

他认为当企业有内部的利好消息时,最佳债务期限结构是在短期债务所带来的信用等级改善与由此带来的流动性风险(再融资风险)之间的权衡。Diamond 的模型最终得出企业信用等级与债务期限之间呈 U 形关系,即在所有其他条件相同的情况下,企业信用等级最高的企业和信用等级最低的企业都拥有较多的短期债务,而信用等级中性的企业则拥有更多的长期债务。

3. 期限匹配假说。期限匹配假说是指将公司的债务期限与公司的资产期限对应起来。也就是说长期资产用长期债务来融资,短期资产用短期债务来融资。例如,季节性的同行业企业之间的商业信用将为季节性累计的应收账款和存货等提供资金;长期债务将为厂房和设备等提供资金。

Morris(1976)最早提出了这一理论。他认为,将资产和债务的期限匹配起来,能够减少由于企业资产产生的现金流入不足以用来支付利息和投资需要而带来的风险。

Myers(1977)认为,公司的负债期限不仅取决于它的有形资产的寿命长短,而且还取决于它的无形资产的有效期限。Myers 在研究中还指出,期限匹配确保了负债的按期偿还,从而债权人不必要求公司签订成本高昂的限制性条款来减少彼此冲突,从这个意义上来说,期限匹配事先降低了代理成本。

4. 税收假说。债务期限的税收假说源于债务的税盾效应,即大多数国家的税法都规定债务利息可以抵扣应税收入,因而使用债务融资可以减少税负支出,使杠杆公司相对于非杠杆公司有一个价值增加的效应。然而债务期限的不同也会使税盾效应不同,为了实现企业价值最大化,应该采取最佳的债务期限结构。

Kane(1985)等建立了一个连续时间模型,来确定最优债务期限的内生因素,其考虑了公司和个人所得税、破产成本以及债务发行成本。此模型表明最优债务期限随浮动成本的增加而增加,随债务税收优势和公司价值波动的减少而增加。但 Lewis(1990)认为如果企业在选择债务期限的同时选择最佳的资本结构,税收(假设税收是唯一的市场不完全性因素)对债务期限决策是没有显著影响的。

二、债务期限结构影响因素的实证研究

Barclay 和 Smith 以来自 COMPUSTAT 行业文件中 1974~1992 年的工业公司为研究样本,使用横截面数据和混合数据,利用多元线性回归模型对契约成本假说、信号假说和税收假说进行了检验。他们的结论支持契约成本假说,发现一家有较少增长机会、规模较大或被管制的公司有更多的长期负债。他们没有找到公司利用其债务到期结构向资本市场发出信号的证据,并且证实了具有较多信息不对称的公司发行更多的短期负债的假说。另外,他们没有发现表明税收影响债务期限的证据。

Stohs 和 Mauer(1996)将债务到期结构作为公司债务的具体细节信息来检验债务到期结构的决定因素,他们发现规模较大、拥有较多长期资产的公司使用更多的长期负债。但是与 Barclay 和 Smith(1995)的研究结果不同的是,他们发现成长机会与债务到期结构的负相关关系并没有得到支持。最后

他们还发现小公司的资本结构中包括更多的短期债务。

Ozkan(2000)利用1983~1996年429家英国上市公司的非平衡面板数据,使用GMM动态估计模型进行估计。其结论支持拥有更多成长性投资机会的公司含有更多短期负债的趋势的假说,并且发现公司规模对债务到期结果产生负的影响。其结论也支持期限匹配假说,即公司的债务到期结构与其资产的期限相匹配。Ozkan没有发现税收与债务到期结构负相关的证据。

Daniservska(2002)研究了经理人员和贷款人之间的信息不对称性对公司债务期限结构的影响。他发现短期盈余信息不对称会影响公司债务期限,拥有好消息和短期盈余信息不对称严重的公司更多地依赖短期债务融资。而且,在信息问题公司中,更高比例的担保值导致更长的债务期限,支持了期限匹配原则。

Barclay、Marx和Smith(2003)分析了公司投资机会集和管制环境对杠杆和债务期限结构决策的影响。他们发现公司规模和边际税率对杠杆的影响从显著正相关变成了显著负相关,而在债务期限结构回归方程中加入杠杆时,相关的因素对债务期限结构的影响并没有变化。

Datta、Iskandar和Raman(2005)证实了管理层持股在决定公司债务结构中起了重要的作用。将以前证实了的影响债务到期结构的因素作为控制变量,并和建模杠杆、债务结构一起作为内生变量,证明管理层持股和公司债务到期结构显著负相关。他们还发现管理层持股对债务质量、增长机会与债务期限的关系有影响。

与国外相对丰硕的研究成果相比,国内研究在研究深度和系统性上都有所欠缺,主要是在国外理论和实证研究的基础上对影响我国公司债务期限结构的因素的识别。

韩德宗(2003)以医药、生物制品行业为例,采用逐步回归法,对我国上市公司的债权融资结构做了实证研究,其结果部分支持信号传递假说,不支持代理成本假说和税收假说。

肖作平(2005)选取了1995~2002年的非金融类上市公司面板数据,从动态角度对债务期限结构影响因素进行经验检验。研究发现,调整成本显著影响债务期限结构;管制行业具有较多的长期债务;投资机会集中、拥有更多成长机会、资产期限短、规模小的公司具有更多短期债务;实际所得税税率高的公司拥有更多的长期债务。

袁卫秋(2005)对我国上市公司的债务期限结构进行了实证研究,认为我国上市公司债务期限的选择在一定程度上取决于其财务灵活性和财务实力,且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。

杨兴全、宋惠敏(2006)采用非金融上市公司面板数据,应用混合回归、横截面回归对债务期限结构的影响因素进行了经验检验,研究支持了清算假说和期限匹配假说,对代理成本假说也提供了一定的支持,而对信号传递假说和税收假说没有提供支持。

张志宏、熊年春(2007)以国内外关于负债期限结构的研究文献为基础,对我国上市公司负债融资期限结构进行实证分析。实证结果表明,上市公司长期负债的使用与公司规模、公司质量等因素存在较强相关性,而与股东控制权的强弱和税收的有效性等因素相关性较低。

三、现有研究评述

综观公司债务期限结构问题研究,20世纪90年代以来有关公司债务期限结构的经验研究逐步受到重视。目前,国内学者对我国公司债务期限结构的理论研究并不多,实证研究刚刚起步,虽然已取得了一定的成果,但是还存在以下几方面的不足:

1. 已有的大部分国内研究缺乏对我国上市公司债务期限结构的制度背景分析。由于历史和体制等原因,西方关于公司债务期限结构理论和实证结果在我国可能并不适用,即使能够适用,也得按我国的特殊国情做一定修改。目前国内学者在进行公司债务期限结构问题研究时,真正结合我国实际情况进行分析的少之又少。

2. 在研究方法的选取上,国内多数的实证研究文献都在静态框架下采用普通最小二乘法、逐步回归法等,建立多元回归模型、固定效应及随机效应模型,对债务期限结构与各解释变量进行横截面回归分析,缺乏动态变化的分析。目前只有肖作平(2005)对债务期限结构从动态角度进行了分析。

3. 在研究内容上,国内多数的实证研究文献只对影响债务期限结构的公司特征因素进行分析,缺乏多角度的系统研究。比如宏观经济条件和宏观经济政策对债务期限结构的影响、金融系统的发展和法律制度及其有效性对公司债务期限结构的影响等。特别值得关注的是从管理者行为角度对公司债务期限结构的研究。我国上市公司治理结构的缺陷极易导致管理者防御行为,作为对代理理论研究的深化,管理防御假说为研究我国上市公司债务结构提供了一个新视角。

主要参考文献

1. 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.经济科学,2003;2
2. 肖作平.对我国上市公司债务期限结构影响因素的分析.经济科学,2005;3
3. 袁卫秋.我国上市公司的期限结构——基于权衡思想的实证研究.会计研究,2005;12
4. 杨兴全,宋惠敏.我国上市公司债务期限结构影响因素的实证研究.管理探索,2006;1
5. 张志宏,熊年春.我国上市公司负债融资期限结构的实证研究.中南财经政法大学学报,2007;2
6. 孙铮,刘凤委,李增泉.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据.经济研究,2005;5
7. 肖作平.中国上市公司债务期限结构特征的实证检验.证券市场导报,2006;2