

【HJ100x】【WM】【HT4"SS】【JZ(Z)】学校编码：10384【】【WB】分类号

【CD#4】密级【CD#4】

学【】号：9611018【】UDC【CD#11】【JZ】】

【JZ】【HT4SS】学【】位【】论【】文

【JZ1】【HT2XBS】企业债务融资研究

【JZ】【HT3H】赵【】景【】文

【HT4SS】【JZ(Z)】指导教师姓名：刘【】峰【】教授

申请学位级别：硕【】士

【CM(6)】专业名称【CM】：【CM(6)】会计学【CM】】

论文提交日期：【CM(6)】1999年5月【CM】】

论文答辩时间：【CM(6)】1999年6月【CM】】

学位授予单位：【CM(6)】厦门大学【CM】】

学位授予时间：【CM(6)】1999年【】月【CM】】【JZ】】

【JY(Z)】答辩委员会主席【CD#4】【】

【CM(7)】评阅人【CM】【CD#4】【】【JY】】

【JZ】【HT3SS】1999年5月4日【HT】【HJ】】

【WM】【HT2H】【JZ】目【】录

【HJ3mm】【HT4"SS】1、内容摘要

2、前言

3、第一章【】企业债务融资：涵义与水平测定【JY。】(1)

1.1【】企业债务融资的涵义【JY。】(3)

1.2【】企业债务融资的水平测定【JY。】(5)

4、第二章【】企业债务融资水平的国际比较以及影响债务融资水平的因素【JY。】(6)

2.1 企业债务融资水平的国际比较【JY。】(6)

2.1.1【】西方七国企业债务融资水平的比较【JY。】(6)

2.1.2【】中国企业债务融资水平分析【JY。】(10)

2.2【】企业债务融资水平的决定因素【JY。】(12)

2.2.1【】西方发达市场环境下企业债务融资水平的决定因素【JY。】(12)

2.2.2【】中国企业债务融资水的决定因素【JY。】(13)

5、第三章【】企业债务融资的经济影响分析【JY。】(18)

3.1【】遵循的指导思想【JY。】(18)

3.2【】从微观层次看企业债务融资的经济影响【JY。】(18)

3.2.1【】发达市场条件下【JY。】(18)

3.2.2【】不发达市场条件下【JY。】(21)

3.3【】从宏观层次看企业债务融资的经济影响【JY。】(21)

3.3.1【】储蓄向投资的顺利转化要求债务融资的存在【JY。】(21)

3.3.2【】经济发展的不同阶段均需要债务融资【JY。】(23)

3.4【】西方资本结论理论评析【JY。】(24)

3.4.1【】西方资本结构理论述评【JY。】(24)

3.4.2【】西方资本结构理论适合中国吗?【JY。】(36)

第四章【】中国上市公司的债务融资水平与收益关系的实证分析【JY。】(41)

4.1【】中国上市公司的债务融资水平与收益关系：一个简单模型【JY。】(41)

4.2 ■ 样本数据的收集、拟合模型和结果分析 [JY.] (43)

7. 附录

A. 部分上市公司有关财务数据(1993-1996) [JY.] (48)

B. 主要参考文献 [JY.] (54) [LM]

[WM] [HT2XBS] [JZ] 内 容 摘 要

[HT4~K] 本文第一章给出企业债务融资的涵义，主要是从影响企业产出和企业各利害关系

人的利益格局的角度阐述的，并对与企业债务融资有关的几个问题进行了说明。在此基础上

，探讨了企业债务融资水平的几个量度指标。

本文第二章首先是对西方社会和中国企业债务融资水平的定量描述。根据国外的有关资料，

得出了西方七国企业债务融资水平整体上相差不大及企业的债务融资是其融资活动不可或缺

的一部分的结论。据分析，中国各类企业债务融资水平情况如下：上市公司整体而言较低，

国有企业整体较高，但同西方七国比，也不是太高。不过，由于一系列原因，国有企业的实

际负债水平是不清楚的。其次对影响企业债务融资水平的因素作了一些探讨，着重分析了影

响中国企业债务融资水平的一些特殊因素，我认为单一的融资格局、财政注资不足、产权不

明晰、预算软约束可能是国有企业负债水平较高的原因，上市公司负债水平较低的原因是起

点低和上市公司历史较短。

本文第三章论述企业债务融资的经济影响。中心思想是企业债务融资是不可或缺的。首先提

出了遵循的指导思想。其次从微观层次来分析债务融资的经济影响。无论就短期、长期来说

，还是就发达市场环境或不发达市场环境来说，债务融资都有助于企业实现其利润最大化。

然后从宏观层次分析债务融资的经济影响。我主要从两个方面进行论述：一个是储蓄向投资

的顺利转化需要债务融资；再一个是经济发展的不同阶段均需要债务融资。最后是对西方资

本结构理论进行评析，第一步是评述西方资本结构理论，考虑到了税收、财务困难带来的成

本、信息不对称导致的成本后，资本结构的变化是会影响到企业总价值的，因而资本结构决策

并不是无关紧要的。在评述西方资本结构理论后，我对西方资本结构理论引发的两个问题进

行了思索，一个是我们对世界的认识是否完全，二是各市场参与者的力量是否均等。然

后，对西方资本结构理论是否适合中国作了一些初步研究。
本文第四章是对中国上市公司的债务融资水平与收益关系做了一下初步的实证分析。我建立了一个用企业债务融资水平、国家股权比率解释收益率的简单模型。然后用 1993-1996 年上市公司的年报数据拟合了模型，我对结果作了一些分析。

【HTH】关键词：【HTK】债务融资■资本结构【LM】

【WM】【HT2XBS】【JZ】前■■言

【HT4“K】自 Modigliani 和 Miller 在本世纪五十年代对传统的资本结构理论发起攻击以来，西方财务学界对资本结构理论进行了大量研究和激烈争论。然而中国似乎对此不感兴趣，直至 80 年代末，似乎很少有人对此进行研究。到了 90 年代，这方面的研究在增多，但更多地可

能还是从国企的高负债水平这个角度出发的。
说实在的，我不接受 MM 的资本结构无关的假说，一个事物既然存在，必然有它存在的理由。

自企业产生之日起，债务融资活动可能就没停止过，就在西方财务学界在激烈争论债务融资是否影响企业总价值的同时，西方企业债务融资活动仍旧如火如荼。企业是追求经济利益最大化的，一项活动如果无助于它实现这个目的，做它干什么！因此，说债务融资无助于企业增加总价值，从逻辑上是说不过去的。

正是这个信念指导我完成这篇论文的写作。在论文的构思、收集资料、形成框架、完成初稿及修改定稿的全过程中，无不渗透了我的导师刘峰教授的心血。刘老师的博学、严谨和讲究坐功的治学态度，令我肃然起敬。然而，正如辜鸿铭的北大学生没有一个人能登堂入室一样，我仍未摸着刘老师治学的门槛。至于这篇论文，我只能以爱因斯坦的三只小板凳聊以自慰——虽然丑陋，但我是努力了。【LM】

【HJ3mm】【HT2“XBS】【JZ(】第一章■企业债务融资：涵义与水平测定【JZ)】

【HT4“H】1.1 企业债务融资的涵义

【HTSS】企业具有各种各样的负债，但并不是所有的负债都是用于融资目的的，比如因商业信贷 (trade credit) 而引起的应付帐款以及所欠职工工资，政府税款等负债项目一般而言都不用来为企业筹

集资金。此外，养老金负债等项目所对应的资产一般都有严格限定的用途，这些资金其实也无法供企业的投资项目使用。而债务融资则不然，一般是将所筹集到的债务资金用于投资项目，或长期使用，或短期使用。企业为进行投资项目建设，可采取不同的筹资方式。一是用举债的方式，二是用增加所有者权益的方式。举债的方式可分为向银行借款，发行商业票据和债券，增加所有者权益的方式划分为用保留盈余来提供资金和发行股票来筹集资金两种。必须注意的是，尽管为投资项目等集资金是债务融资的本来涵义，但随着经济的发展，也出现了一些为了特定方案而进行债务融资的事例。但是只要是债务融资，都是与增大企业的总价值(或总产出)或者改变企业各利害关系人的利益关系而直接相关的。可以说，权益融资和债务融资是企业财务活动的根本和主体，债务融资带来的负债项目也是所有负债项目的重要组成部分，与融资无关的负债项目大多是派生的结果。以融资为目的负债和所有者权益一道构成了企业的资本，是企业资金来源中较为稳定的部分。

基于上述，我们可以给出企业债务融资的定义：企业用举债的方式为投资项目或其他方案而筹集资金的活动，这种活动是与增大企业的总价值(或总产出)或者改变企业各利害关系人的利益关系而直接相关的，其方式主要有：向金融机构或私人借款，发行商业票据和企业债券。

需要对以下几个与债务融资相关的问题加以说明：

1.1.1 债务融资的目的。企业债务融资的传统及主要目的是为投资项目筹集资金。但随着经济的发展和资本市场的日益发达，在西方国家，企业债务融资也出现了新的目的。比如为了进行杠杆收购而借入资金；为了改变股东和经理、股东和债权人的利益格局而发行的债券；为了利用税收屏蔽(Tax shield)而增加债务以扩大企业总价值等等。大体而言，我们可以站在全社会的角度，把企业债务融资的目的分为两种：一种是绝对地增加整个企业部门的产出从而增大“馅饼”的规模的；〔ZW(〕我认为企业债务融资是有助于增大“馅饼”规模的，或者说有助于增加企业部门的产出，下文将进行论证。〔ZW)〕一种是并不试图增加总产

出和增大“馅饼”，而只是改变馅饼的分割方式，影响各利害关系人的利益分配格局(主要是股东、经理、债权人之间以及企业与政府之间的利益关系)，从宏观上看起来，这种债务融资只影响国民收入的初分配和再分配。不过，不排除以改变利益分配格局为目的债务融资也会间接影响到经济效率从而影响产出的可能性。

1.1.2 债务融资与直接融资和间接融资的关系。直接融资是指公司、企业在金融市场上从资

金所有者那里直接融通资金，其方式是发行股票和债券。间接融资是指资金需求者通过银行等金融机构来筹集资金，而资金的所有者同资金的需求者之间并不发生直接的债权债务关系。

(黄达，1994，P93)直接融资和间接融资最根本的区别在于：间接融资的媒介体要通过各种负债业务活动筹集资金，然后再通过各种资产业务活动分配这些资金。直接融资的机构则

主要是促成贷款人与借款人接上关系，而并非主要在借贷双方之间进行资产负债的业务经营活动。(黄达，1994，P161)债务融资可采用直接融资和间接融资两种方式。比如向银行借款

就是典型的间接融资方式，而发行企业债务和商业票据则是直接融资方式。究竟是采取哪种方式或两种方式都采用以及各自的比例显然与具体的经济环境和企业的具体情况密切相关。

比如资本市场不发达，企业可能主要依赖于银行贷款；如债券市场发达，则可主要发行债务。

1.1.3 债务融资的方式。如上所述，主要包括向银行借款、发行企业债券。后者又可分为发

行商业票据、直接债务(straight debt)和可转换债务。这些不同的债务融资方式对企业与资金提供者有着不同的意义，其收益和风险均有差别。对于资金提供者来说，这几种金融工

具是否可相互替代也与金融市场状况有关。值得注意的是，可转换债券这种方式已使得债务融资与权益融资的界限模糊起来。

1.1.4 用于融资目的负债项目(debt liability，以下简称债务)和不用于融资目的负债项目

(nondebt liability, 非债务负债) [ZW] 关于英文 debt、liability 的翻译。在本文中, 我统一把 debt 译为债务, 指与融资有关的负债, 而把 liability 译为负债, 包括债务负债(debt liability)和非债务负债(nondebt liability)。[ZW] 的关系。对于企业而言, 这两种负债项目可能都是不可或缺的。由于社会支付效率和清算系统并不能使一切支付事项转瞬间即完成, 因此, 因客观原因延迟支付所形成的负债项目就必然会存在。但是, 如因企业本身的原因而延迟支付其性质就不同了, 这实际上起到了融资的作用。比如一笔应付帐款原本应于 20 天之内付清, 但企业推迟了一个月才支付, 这实际上是债权方在为企业融通资金。因而

这样的负债项目就具有了债务融资的特征。这些负债项目其实也会带来资金成本, 只不过是隐含的机会成本罢了, 比如因此造成企业的信誉下降, 资金供给者以后会提高该企业的风险溢价。不过, 如果由于 M¹(现实流通中的货币)供应不足, 经济缺乏流动性, 为了使交易顺利进行, 企业通过往来款项相互提供资金支持可能是利大于弊的。

1.1.5 ■ 短期债务融资和长期债务融资。根据债务的期限不同, 可以把债务融资分为长短期两种

种。不守, 究竟以多长时间作为界限却不是绝对的。这应该根据企业的情况、财务管理的要求来确定。还有两点需要注意: 两者的划分并不是绝对的, 不断展期的短期债务实际上起到了长期债务的作用。对于企业而言, 长、短期债务的成本和风险未必就截然不同。一般认为, 对企业而言, 长期债务成本高而风险小, 短期债务成本低而风险高。不过, 根据利率的期限结构理论和利率实际行为, 长期利率未必就一定高于短期利率。在工商业周期的扩张阶段, 利率上升, 此时长期利率高于短期利率, 但在衰退或萧条阶段, 利率是下降的, 此时短期利率高于长期利率。对于真实利率(名义利率减去预期通货膨胀率)来说, 表现出了明显的亲周期行为。这种现象是由于通胀过程中的惯性。(小劳埃德·B·托马斯, 1992, 第五、六章)对于资金供给者来说, 既然长期收益并不一定高于短期收益, 则他们提供的长期资

金的风险也就不一定高于短期资金的风险了(因为收益和风险是对应的)。对于企业来说,长期债务的风险也就未必一定低于短期债务的风险。

1.1.6 债务融资的特征。其最主要特征是必须支付利息,不过利率固定还是浮动以及利息的

支付方式是因情况而异的。但是利率即使浮动,债权人对企业价值的要求权相对于股东来说仍是固定的,因为浮动利率的调整也是有期限的。其次,债权人对企业价值的要求权先于股东,各种债务融资方式的要求权的顺序也可能有差别。另外,债权人为了保护自己的利益,往往会在合同中附加一定的保护性条款,要求权的顺序愈靠后,保护性条款愈严格。

1.2 企业债务融资的水平测定

为了对企业债务融资进行定量分析,要采用一些指标来测量企业债务融资水平。这些指标可分为绝对量指标和相对量指标。前者衡量企业债务融资的总规模,后者衡量相对水平。另外,对企业债务融资水平也可以从单个企业、行业、地区、国家乃至全世界的角度进行量度。

最后,还可以从流量分析和存量分析的角度来度量企业的债务融资水平。

下面主要从单个企业的角度讨论企业债务融资的相对水平的量度。

对企业债务融资水平的角度与分析的目的密切相关。比如,为了研究与债务相关的代理问题(Agency problem),关注的是企业过去是怎样融资的以及股东和债权人对企业价值的相对要求权。在这里,对债务融资水平的合适的量度指标可能是债务存量对企业价值的比率。但如果

关心的是企业控制权问题,即当企业发生财务困难时,债务融资水平是作为一种把控制权从股东转移到债权人手中的手段的。在这里,重要的问题是公司是否能满足固定支付要求,

因此,衡量债务融资水平的合适指标可能是利息保障倍数。

企业债务融资水平的最宽泛的定义是总负债对总资产的比率。但这个比率有几个问题。首先,

如前所述,不是所有的负债项目都是用于融资目的。其次,这个指标在用来表明在不久的将来企业是否会发生违约风险方面也不是很好。不过,如果资料限制,并且非债务负债在总负

债中所占比例很小时,也可以把这个指标作为一个替代。

债务融资水平的一个更合适的定义是债务(包括短期和长期)对总资产的比例。然而在资产负债

债表中存在某些会被特定的非债务负债项目所抵消的资产，这个指标(债务对总资产)却不能反映这个事实。例如，商业信贷总量的上升就会反映在这个指标的下降上，假定应付帐款和应收帐款可能会同时受行业因素的影响，采用一个不受商业信贷总水平影响的债务融资水平的测量指标可能更为合适。

也可以把债务融资水平定义这为总债务对净资产的比率，在这里净资产等于总资产减去应付帐款和其他类似的负债项目。尽管这个指标不受商业信贷影响，但它会受那些与融资无关的因素的影响，例如，为养老金负债而持有的资产会降低这个指标。因此，以往融资决策的效果可能最好用总债务对资本的比率来代表，在这里资本定义为总债务加上权益。

保障比率(coverage ratio)则用来测量股东不能满足固定支付要求和被迫放弃公司控制权

的风险。比如，EBIT(息税前收益)对利息费用的比率，如果我们认为为了使企业持续经营下去，需要保持与折旧量一致的投资的话(仅仅维等简单再生产)，这个指标较合适。如果并不需这样的投资，则测算企业偿债能力的更好的指标，可能是息税折旧前收益(EBITDA)对利息费用的倍数。这两个指标的共同问题是假定应付帐款和短期债务这样的短期负债项目可以展期，但在财务困难时期并不一定如此。而且，如简森(1989)所指出的，在负债水平低时不具备满足固定支付要求能力与在高负债水平时不具备这种能力其含义大不一样。前者很可能导致清算，而后者很可能导致重组(特别是当债权人很少时)。另外一个问题是这些指标对收入波动很敏感。

我们还可以就企业债务融资的流量进行分析。如在一定时期企业的融资总量中，各融资方式所占的比例，在得到债务融资占总融资量的比率的时间序列数据后，我们可以进行趋热分析

此外，在进行国际比较时，也可就一国企业部门的总体情况进行分析。举一个例子，假如某个企业的资本(总债务加上权益)为 C_i ；总债务为 D_i ；则该国企业部门的债务融资水平可表示

为 $\frac{D_i}{C_i}$ 。

必须指出，在测量中国或其他类似的发展中国家的企业债务融资水平时，必须注意一些与发

达国家不同的情况。比如在中国，企业长期负债总体而言是相当少的，这是因为间接融资占主要地位，且企业主要依赖于银行，银行大量发放长期贷款是有背银行经营原则的，因为其资金来源大部分是短期性的，特别是中国的国有银行负债管理还相当落后，居民储蓄存款构成了其资金来源的最重要部分，而居民储蓄存款一般期限不长。因此，银行对企业的资金支持主要是通过短期贷款的不断展期来实现的。此外，对于国有企业来说，还存在大量的政策性贷款，这些贷款很可能最终被冲销或转为国家对企业投资。还有，我国上市公司资产负债表上的“其他应付款”项目可能名不符实，很多实际上是与主要顾客的往来款项，可能还带有融通资金的性质。与“应付帐款”一道，这两个项目除用于交易目的外，可能也有融资的作用，这也许是债权人与债务人相互默契的结果，也许是债务人企业单方面的原因(几次大规模地清理国有企业三角债)。

参考文献：

- 1、黄达主编，1992：《货币银行学》(修订本)，四川人民出版社。
- 2、余绪缨主编，1995：《企业理财学》，辽宁人民出版社。
- 3、小劳埃德·B·托马斯著，孔繁敏等译，1992：《货币、银行与经济活动》，中国财政经济出版社。
- 4、Michael Jensen,1989:The eclipse of the public corporation,Harvard Business Review 67,61-75。
- 5、Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales,1995:What do we know about Capital structure?Some evidence from international data,the Journal of Finance,VOL.L.NO.5.December 1995。【LM】

【HT2“XBS”】【JZ()】第二章■企业债务融资水平的国际比较以及影响企业债务融资水平的因素【JZ()】

【HT4“SS”】在讨论了企业债务融资的涵义及如何对企业债务融资水平进行量度后，再来观察企业债务融资水平的实际状况，并在此基础上讨论影响企业债务融资水平的因素。对企业债务融资水平的定量分析包括两步，第一步利用别人的成果来分析西方七国(美、日、德、

法、意、英、加)的企业债务融资水平, 第二步利用别人的结果和自己的计算结果来分析中国企业债务融资水平。对企业债务融资水平的影响因素也是分两步, 首先论论了发达市场环境下企业债务融资水平的影响因素, 其次讨论了影响中国企业债务融资水平的一些特殊因素

2.1 企业债务融资水平的国际比较

2.1.1 西方七国企业债务融资水平的比较

〔HTK〕 A、 存量分析

〔HTSS〕 Rajan、 Zingales(1995)的研究结果表明, 西方七国的企业债务融资水平之间的差

导并不象先前想象的那样大, 特别是对各国的会计差异进行调整后, 除德国、英国的企业债

务融资水平较低外, 其他五国的企业债务融资水平大体接近。

在进行会计差异调整前, 各国的企业债务融资水平见表 1:

〔HT5H〕〔JZ〕 表 1: 会计差异调整前西方七国的企业债务融资水平 〔HJ〕

〔HT5〃SS〕〔BG(〕〔BHDFG8, WK3, WK3, WK8。 4, WK10W〕 国家〔〕 公

司数〔〕 非权益负债对 总资产比率 (中位数(平均数) 〔ZZ(Z) 总量比率) 〔ZZ)

〕 帐面价=市价〔〕 债务对总资产 比=率 (中位数(平均数) 〔ZZ(Z) 总量比率

) = 〔ZZ) 帐面价=市价〔〕 债务对净资产 比=率 (中位数(平均数) 〔ZZ(Z) =

总量比率) = 〔ZZ) 帐面价=市价〔〕 债务对资本 比=率 (中位数(平均数) 〔Z

Z(Z) = 总量比率) = 〔ZZ) 帐面价=市价〔〕〔SQ*3〕 利息保障 倍=数 (中位数

) 〔ZZ(Z) = 总量比率) = 〔ZZ)〔HJ0〕 〔HT6〕〔SX(〕 EBIT 〔〕 利息费用 〔SX)〕

= 〔SX(〕 EBITDA 〔〕 利息费用 〔SX)〕〔HJ〕〔HT5〃

〔BHDG14, WK3。 2, WK8。 4ZQ*6, WK10ZQ2W〕〔HT6, 7〕〔HJ*8〕 美国 = 日本 = 德

国 = 法国 = 意大利 = 英国 = 加拿大 = 〔〕

2580 = 514 = 191 = 225 = 118 = 608 = 318 = 〔〕

0.58(0.66) = 〔WB〕 0.44(0.44) 0.69 〔DW〕 0.49 0.69(0.67) 〔DW〕 0.45(0.45) 0.75 〔

DW〕 0.55 0.73(0.72) 〔DW〕 0.60(0.56) 0.76 〔DW〕 0.65 0.71(0.69) 〔DW〕 0.64(0.61)

0.78 〔DW〕 0.68 0.70(0.67) 〔DW〕 0.70(0.67) 0.73 〔DW〕 0.73 0.54(0.57) 〔DW〕 0.

40(0.42) 0.56 〔DW〕 0.42 0.56(0.61) 〔DW〕 0.49(0.47) 0.64 〔DW〕 0.55 〔〕

0.27(0.31) [WB] 0.20(0.24) 0.37 [DW] 0.26 0.35(0.35) [DW] 0.22(0.24) 0.42 [DW] 0.31 0.16(0.20) [DW] 0.12(0.16) 0.16 [DW] 0.13 0.25(0.26) [DW] 0.21(0.23)

0.29 [DW] 0.25 0.27(0.28) [DW] 0.29(0.28) 0.30 [DW] 0.30 0.18(0.21) [DW] 0.

14(0.16) 0.24 [DW] 0.18 0.32(0.36) [DW] 0.28(0.27) 0.38 [DW] 0.33 [DW] 0.34(0.38) [WB] 0.24(0.27) 0.44 [DW] 0.29 0.48(0.35) [DW] 0.27(0.29) 0.58 [DW] 0.39 0.21(0.25) [DW] 0.15(0.19) 0.19 [DW] 0.16 0.39(0.39) [DW] 0.32(0.33)

0.43 [DW] 0.34 0.38(0.38) [DW] 0.38(0.39) 0.43 [DW] 0.43 0.26(0.31) [DW] 0.

18(0.21) 0.32 [DW] 0.22 0.37(0.39) [DW] 0.32(0.31) 0.44 [DW] 0.37 [DW] 0.37(0.37) [WB] 0.28(0.32) 0.53 [DW] 0.34 0.53(0.52) [DW] 0.29(0.31) 0.63 [DW] 0.41 0.38(0.39) [DW] 0.23(0.28) 0.39 [DW] 0.28 0.48(0.46) [DW] 0.41(0.41)

0.57 [DW] 0.45 0.47(0.46) [DW] 0.46(0.47) 0.53 [DW] 0.52 0.28(0.29) [DW] 0.

19(0.23) 0.34 [DW] 0.24 0.39(0.39) [DW] 0.35(0.36) 0.50 [DW] 0.43 [DW] 2.41 [WB] 4.05 2.19 [DW] 3.63 2.46 [DW] 4.66 2.20 [DW] 3.71 3.20 [DW] 6.81 3.29 [DW] 6.74 2.64 [DW] 4.35 2.15 [DW] 3.47 1.81 [DW] 3.24 1.55 [DW] 2.62 4.79 [DW] 6.14 3.98 [DW] 5.29 1.55 [DW] 3.05 1.19 [DW] 2.55 [HJ3mm]

[BG]F]

资料来源: Rajan and Zingales, 1995, P1430. Panel A [LM]

[HT4"H] [JZ] 表 2: 会计差异调整后西方七国的企业债务融资水平 [HJ]

[HT5"SS] [BG] [BHDFG7, WK6, WK10*2, 4W] 国家 [非权益负债对 总资产

比率 [ZZ(Z) =(中位数(平均数))= [ZZ] 帐面价=市价 [债务对总资产 比=

=率 [ZZ(Z) =(中位数(平均数))= [ZZ] 帐面价=市价 [债务对净资产 比=

率 [ZZ(Z) =(中位数(平均数))= [ZZ] 帐面价=市价 [债务对资本 比=率

[ZZ(Z) =(中位数(平均数))= [ZZ] 帐面价=市价 [HT5"

[BHDFG8, WK6ZQ, WK10*2, 4ZQ1W] [HT6, 7] United States [HJ*8] Japan Germany

France Italy United Kingdom Canada [

0.52(0.61) [WB] 0.42(0.45) 0.62(0.69) [DW] 0.37(0.48) 0.50(0.58) [DW] 0.4

1(0.46) 0.69(0.75) [DW] 0.59(0.65) 0.68(0.69) [DW] 0.68(0.69) 0.47(0.48) [DW]
] 0.35(0.35) 0.48(0.56) [DW] 0.49(0.50) []
 0.25(0.33) [WB] 0.16(0.24) 0.21(0.30) [DW] 0.12(0.21) 0.11(0.05) [DW] 0.1
 0(0.04) 0.18(0.22) [DW] 0.13(0.18) 0.21(0.21) [DW] 0.21(0.21) 0.10(0.13) [DW]
] 0.08(0.09) 0.32(0.36) [DW] 0.26(0.32) []
 0.32(0.41) [WB] 0.20(0.28) 0.33(0.44) [DW] 0.16(0.27) 0.17(0.07) [DW] 0.1
 3(0.05) 0.32(0.34) [DW] 0.25(0.27) 0.33(0.33) [DW] 0.31(0.33) 0.16(0.18) [DW]
] 0.10(0.11) 0.36(0.41) [DW] 0.30(0.36) []
 0.33(0.45) [WB] 0.23(0.31) 0.37(0.49) [DW] 0.17(0.28) 0.18(0.10) [DW] 0.1
 5(0.06) 0.34(0.46) [DW] 0.28(0.36) 0.39(0.41) [DW] 0.36(0.41) 0.16(0.19) [DW]
] 0.11(0.13) 0.37(0.44) [DW] 0.32(0.40) [HJ3mm] [BG]F]

资料来源: Ranjan and Zingales, 1995, P1431, Panel B

[HT4"SS] 注: 计算了在 1991 年报告了合并资产负债表的所有非金融公司的债务融资水平

。在“帐面价”一列里, 权益是用其帐面价值计算的。在“市价”一列里, 权益则用其市场
 价值计算。这样, 以如下方式改变了资产的价值: 通过减去普通股的帐面价值加上其市场
 价值, 得到资产的(准)市场价值。在表 1 中, 非权益负债对总资产的比率是所有负债项目的和
 除以资产的价值。债务对总资产的价值的比率是短期和长期债务的价值除以总资产; 债务对
 净资产的比率是债务的帐面价值除以净资产, 净资产是资产减去应付帐款和其他类似的因商
 业信贷引起的流动负债。债务对资本比例是债务的帐面价值除以债务的帐面价值加上权益的
 价值。EBIT 是息税前收息, EBITDA 是息税折旧前收息。总量比率通过加总某国所有报告公
 司

的相应的分子值来除以与之对应的加总的分母值。在表 2 中, 调整的负债是总负债减去养老
 金负债(在德国)减去现金。在表 2 中, 调整的债务是债务的帐面价值减去现金和可销售证券
 。调整后的资产是总资产减现金、短期证券、减养老金负债(在德国)减无形资产价值。调整

后的权益帐面价值是权益的帐面价值加上准备金加上递延税款减无形资产。

下面，我们利用 Rajan,Zingales 的结果来作一分析：

i、就非权益负债对总资产(帐面价值)这个比率来说，调整前的数据表明西方七国的债务融

资水平是相当高的，由表 1 的该比率的平均数(帐面价)一列数字可以算出，西方七国企业债

务融资水平平均为 65.57%，根据市价一列的平均数比率计算西方七国企业债务融资水平平均

为 51.71%。调整后的情况：由表 2 的该比率的帐面价一列的总量比率数可算出西方七国企业

债务融资水平平均为 62.29%；由市价一列的总量比率数据可算出西方七国企业债务融资水平

平均为 51.14%。因此，就最广义的衡量企业债务融资水平的指标来说，西方七国的企业债

务融资水平均超过了 50%。

ii、根据广义的企业债务融资水平测量指标(非权益负债/总资产)来看，七国企业债务融资

水平差异并不是太大，并且盎格鲁-美利坚国家同欧洲大陆国家之间并无明显差异。根据债

务对资本的比率这个指标，调整前无明显差异，调整后德国、英国明显低于其他五国，但其

他五国并无明显差异。同时，负债/资本比率的结果也并不能表明盎格鲁-美利坚国家同欧

洲大陆国家之间存在明显不同。

此外，Rajan 和 Zingales 还就公司的规模大小来对企业债务融资水平的影响作了分析，他们

把各国的公司(样本数据)按规模大小排列，取出 1/4 的规模最大的公司和 1/4 规模最小的公司

，然后计算各组别的债务对帐面价的资本比率，结果如下(中位数)：

【HTH】【JZ】表 3：规模大小与公司债务融资水平的关系

【HT】国别【WB】规模大的公司【WB】规模小的公司

美国【DW】0.42【DW】0.23

日本【DW】0.48【DW】NA

德国【DW】0.12【DW】0.17

法国【DW】0.50【DW】0.26

意大利【DW】0.37【DW】0.39

英国【DW】0.20【DW】0.14

加拿大【DW】0.41【DW】0.20

资料来源: Rajan and Zingales, 1995, P1432, Panel c

【HT4+SS】由此, 我们可以认为大企业的债务融资水平是高于小企业的。

【HTK】B 流量分析

【HTSS】现在我们就一定时期公司融资总量中债务融资量所占的比率及债务融资量和其他融

资方式所融通的资金量进行分析。

i、Gary W. Emery (1998)的研究表明, 在 80 年代后半期到 90 年代上半期, 美国的非农业非金

融公司的融资方式中, 保留盈余的融资方式较为稳定且最重要, 新发行的净债务数量波动大

, 但重要性要高于新发行的净股票融资量, 且在经过 1991 年的低谷后, 一直保持上升势头,

而发行股票的净融资量在绝大多数年份都为负, 只有在 1991、1992 曾保持了很小的正值。

见

下图: 【LM】

【HTH】【JZ】图 1: 美国非农业非金融公司的融资选择 【KH+100mm】

【HTSS】资料来源: Gary W. Emery, 1998, P652

ii、Harris, Raviv (1991) 研究发现, 增加公司权益的内源融资, 在历中上构成了资金来源的

一大部分, 但其所占比例有所下降, 例如, 未分配利润占了非农业非金融公司的 1986 年总资

金来源的 22%, 而从 1946-1966 年, 同样的数字的平均趋势是 49%。另外, 企业债务融资水

在当代有所上升, 这种上升趋势比二战后持续到现在。

iii、Rajan, Zingales 分析了企业外源融资占总融资的比重和外源融资的构成情况, 见下表

:

【HTH】【JZ】表 4: 企业外源融资占部融资比重及外源融资的组成 (1984-1991)

【HT5+SS】【BG(】 【BHDFG6, WK5, WK16, WK27W】 国【】 【ZZ(Z)】 外源融资

占总融资比重【】 【ZZ)】 Global【】 【WB】 OECD Vantage 数据【】 【WB】 数据【

】 【HJ30x】 【ZZ(Z)】 外源融资的组成【】 【ZZ)】 【ZZ(Z)】 净债务发行【

【】 【ZZ)

】 【ZZ(Z)】 净股票发行【】 【ZZ)】 Global Vantage【】 【WB】 OECD【】 【W

B】 Global Vantage【】 【WB】 OECD 数据【DW】 数据【】 【DW】 数据【DW】 数据【

【BHDG8, WK5ZQ, WK16ZQ4, WK27ZQ2W】 美国 【HJ*8】 日本 德国 法国 意大利 英国

加拿大 【】

0.20 【WB】 0.23 0.50 【DW】 0.56 NA 【DW】 0.33 NA 【DW】 0.35 NA 【DW】 0.33

0.36 【DW】 0.49 0.30 【DW】 0.42 【】

1.02 【WB】 1.34 【WB】 -0.02 【WB】 -0.34

0.80 【DW】 0.85 【DW】 0.20 【DW】 0.15

NA 【DW】 0.87 【DW】 NA 【DW】 0.13

NA 【DW】 0.39 【DW】 NA 【DW】 0.61

NA 【DW】 0.65 【DW】 NA 【DW】 0.35

0.55 【DW】 0.72 【DW】 0.45 【DW】 0.28

0.62 【DW】 0.72 【DW】 0.38 【DW】 0.28 【HJ3mm】 【BG】F】

资料来源: Rajan and Zingales, 1995, P1439

【HT4*SS】 由表 4 可知, 根据 Clobet Vantage 数据, 对于美国、英国和加拿大, 外源融资要

小于内源融资, 而且日本的外源融资则要大于内源融资, Rajan and Zingales 使用另外的数

据也可得出在 1972-1981 间, 日本的外源融资也要大于内源融资(Rajan and Zingales, 1995, P

1439)。而根据 OECD 数据, 只有日本的外源融资比重超过了 50%。但是, 也只有美国的比率低

于 30%。说明外源融资在各国还是重要的(由于缺乏时间序列数据, 难以看出趋势)。而在外

源融资的构成中, 除法国外, 债务融资均占有重要地位, 美国的债务融资更要弥补净股票融
资的下降。

由以上的定量分析, 我们可以得出这样的结论: 西方七国的债务融资整体而言, 无论是就存

量还是就流量来说, 都是较为重要的, 都是企业融资活动的不可或缺的一部分。

【HTH】 2.1.2 中国企业债务融资水平分析

【HTK】 A. 非上市国有企业

【HTSS】 由于缺乏详细的资料, 只能对非上市国有企业的债务融资水平作一整体描述。何盛

明(1997, P20)的研究表明, 1994 年国有企业资产负债率为 71.2%; 其中, 国有工业企业资

产
负债率为 68.2%, 若扣除潜亏、明亏、挂帐等各种侵蚀自筹的情况, 实际负债率在 75%以上。

刘淑兰(1997, P89)认为 1994 年底我国企业平均资产负债率为 80%。王国刚、张小燕利用《中

国统计年鉴》的数据计算 1994 年全国独立核算的国有工业企业平均资产负债率为 73.61%(199

7, P226)。但黄菊波(1996)认为我国企业总体上负债水平并不是太高, 他计算的 1994 年预

内国有工业(生产)企业平均资产负债率为 68.5%。

根据这些结果也不能判断我国国有企业资产负债率太高。因为这些研究采用的都是最广义的
指标, 同时使用的是帐面数字, 而根据表 1 的结果, 西方七国这个指标的平均值是 65.57%。

由于没有人做过严格根据《企业会计准则》对现行会计数据进行调整的工作, 我们也不知道
国企的真实资产负债率究竟是多少。不过, 有几个问题值得注意: 一是“拨改贷”, 自 70 年
代末开始持续到 90 年代上半期的财政拨款改贷款应该说是增加了国企的负债水平; 二是现

行
会计制度对于无形资产核算不足, 特别是土地使用权, 国企要么未入帐, 要么入帐金额相当
小, 这一方面减少了资产, 一方面减少了所有者权益, 因而增加了负债水平; 三是潜亏、明
亏、挂帐问题, 这低估了国企负债水平。由于这些问题的存在, 我们必须承认, 国企的实际
资产负债究竟是多少是不清楚的。

【HTK】 B. 上市公司

【HTSS】 1、整体情况。根据中国诚信证券评估有限公司(1997, P66)的数据可以计算出上市

公司的整体负债水平, 把所有上市公司的年末负债总和除以年末资产总额之和(均是帐面价
值)即可得到下表:

【HT5H】 【JZ】 表 5: 中国上市公司总体负债水平

【HT】 年份 单位: %

【WB】 93

【WB】 94

【WB】 95

【WB】 96

总体平均资产负债率 【DW】 47.59% 【DW】 51.69% 【DW】 52.22% 【DW】 51.62%

【HT4/SS】 资料来源: 根据中国诚信证券评估有限公司, 1997, P66 的数据计算。

2、分行业情况:

利用上书 P67 的资料, 可计算各行业的平均资产负债率。

【HTH】 【JZ】 表 6: 中国上市公司分行业的负债水平(1995-1996) 【HT】 单位: %

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库