

中国债务结构的演变： 基于时间序列的实证研究

李 湛

(广东金融学院 华南金融研究所, 广州 510521)

摘 要: 虽然我国依然是银行主导的金融市场格局, 但企业债券市场也获得长足的发展。我国总体债务结构正在演变, 其中企业债券和银行贷款、国债以及股票融资额之间到底有何关系? 与此同时, 我国的宏观经济环境近20多年发生了巨大变化, 一些重要的经济指标如央行基准贷款利率的调整更趋向市场化、经济的货币化程度迅速提高, 这些因素是否真正影响到我国宏观债务结构? 本文采取时间序列实证分析影响中国债务结构演变的宏观经济因素, 分析整体债务结构与宏观经济变量之间的关系, 以此理解我国银行主导融资下企业债券发展的演变规律。

关键词: 企业债券; 银行贷款; 债务结构; 资本市场

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-1505(2012)04-0055-09

一、引 言

我国的金融市场在不断地演变, 直接融资比例显著提高, 企业发债增长较快。从图1可清楚看出1986—2011年我国每年的实际新增的融资金额, 包括了商业银行新增贷款、各类债券和股票的筹资金额。其中每年新增贷款额一直都是遥遥领先, 2009年接近10万亿, 达到最高值。随后其发展势头有所减弱, 2011年新增贷款减少至7.5万亿。而债券类以及股票筹资的发展速度有所提高。尤其是债券市场, 2000年以后一直保持着大幅度的增长, 2005年企业债发行额突破1000亿, 2009年又超过了1万亿大关, 2011年企业债发行额增长到2.3万亿; 国债和金融债的总和早在1994年就超过了1000亿元, 到2003年突破了1万亿元大关, 2011年国债和金融债发行额增长到4万亿; 同时, 股票市场近10多年也是突飞猛进, 2000年筹资额突破1000亿, 且增速明显, 尽管2007年爆发了全球性金融危机, 其筹资总额也超过了8000亿左右, 2010年股票融资额达到最高峰近1万亿, 2011年回调至7017亿元。

收稿日期: 2012-04-10

基金项目: 教育部人文社会科学研究青年项目(11YJC790092); 广东省社科基金(GD10CYJ12); 中国博士后基金(20110490928); 2011年中央财政专项资金“金融学省级重点学科建设项目”

作者简介: 李湛, 男, 湖北监利人, 广东金融学院华南金融研究所副教授, 深交所博士后, 主要从事企业债务结构与债券市场研究。

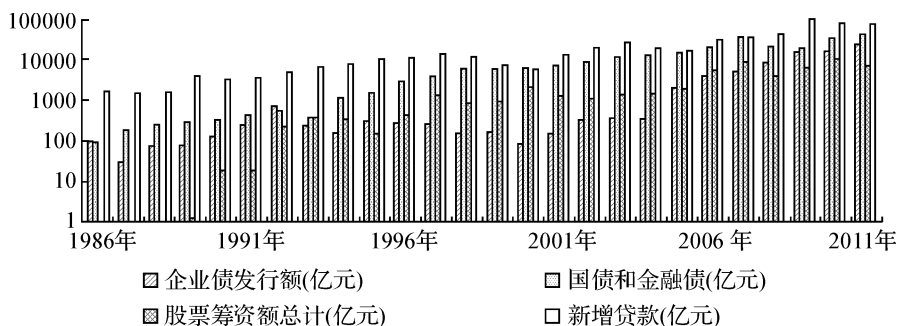


图1 1986—2011年我国金融市场融资状况

注:原始数据来自1986—2011年《中国金融统计年鉴》及WIND数据库。

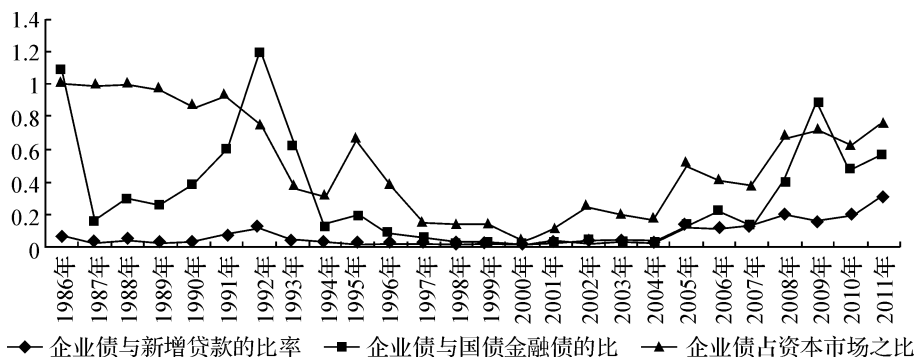


图2 1986—2011年我国企业债券发行额和其他金融市场融资的比率

注:原始数据来自1986—2011年《中国金融统计年鉴》和WIND数据库,比率通过计算得出。

1986—2011年,企业债券每年的发行额和其他金融市场融资的比率有何变化趋势,它们关系如何?图2给出了明显的答案:从整体上看,这三条曲线都成U型,这和企业债券的发展历程吻合,1986—1992年是企业债券初步发展时期,1993—2004年为调整萎缩期,2005—2011年飞速发展壮大期。企业债券发行额和当年新增贷款比率的曲线直接反映了我国债务结构,它位于三条曲线的最下方,体现我国银行贷款的主导地位,而在2011年企业债券对当年新增贷款的比率超过0.3,表明企业债券在债务结构中已占有一席之地;企业债券发行额和国债金融债发行额的比率曲线严格说是两个U型构成,1986—1992年第一个U型,1986年和1992年企业债券发行额对国债金融债发行额的比率超过了1,即企业债的发行额超过了国债和金融债的总和。但为了保证国债和金融债的顺利发行开始控制企业债的发行,2000年企业债券发行额对国债金融债发行额的比率接近“0”,2005年快速拉升,2009年逼近1,随后2年国债金融债大幅增发,使得企业债占比稍微有所回落,故1992—2011年是其第二个U型;最上面是企业债券发行额和当年资本市场(股票和债券)的比率曲线,这反映了企业在资本市场融资工具的选择。企业债的发行最初早于股票,融资额占优。但1991年深沪交易所成立后,股票市场迅速发展,其融资额就一直超过企业债。直到2008年才翻转过来,当年企业债券发行额占资本市场的比率超过了0.6,2011年企业债券发行额大幅超过股票融资,占资本市场融资额的0.76。

总体来讲,在20多年的金融改革历程中,我国的债务结构经历了一个U型的变化轨迹,这种变化的内在规律是什么?它和整体的宏观经济因素和金融市场结构有何关系?下面通过时间序列来实证分析。

二、理论分析及研究假设提出

(一) 国内外文献评述

国外不少学者认为融资结构与宏观经济因素有关。有些学者从理论上进行了研究。Corcoran (1977)^[1]以及 DeAngelo 等(1980)^[2]从理论上解释了通货膨胀导致更多的负债:因为通货膨胀降低了负债的真实成本,在通货膨胀期间对公司债券的需求上升。另一方面,如果随着通货膨胀的下降公司债券收益相对高于股票收益,公司债券的整体需求上升。Leland (1996)^[3]认为,利息率和通货膨胀的变动扭曲了税收利益和破产成本,因此影响最优融资结构。更多学者则通过实证研究来说明债务结构与宏观因素的关系。

1. 利率和通货膨胀率。Graham 与 Harvey (2001)^[4]调查发现1/3美国制造业公司的财务总监在作债务决策时考虑了诸如利率和通货膨胀等宏观经济因素。Nejadmalayerz (2002)^[5]运用 Prohit 模型分析宏观经济因素影响公司的融资选择行为发现:(1)利率期限结构影响公司资本结构;(2)随着短期国库券收益的上升,公司更可能发行债券而非股票;(3)随着长期国库券收益上升,公司发行债券的可能性上升;(4)随着通货膨胀的上升,公司发行债券的可能性下降。Jinwoo 与 Catherine (2002)^[6]运用美国1967—1988年的相关数据,检验了利率、股票市场回报率对股票及债券发行的影响。发现利率的降低,会使债券发行量提高;在短期,债券发行量的提高会使股票发行量反方向变化。

2. 股票市值、银行贷款占 GDP 的比率和 GDP 增长率。Booth 等(2001)^[7]采用发展中国家和发达国家的混合数据,将多个宏观经济变量与债务结构之间的关系进行了横截面分析,得出了制度特征与总债务结构关系的结论。他们分别以总负债比率、长期账面负债比率和长期市场负债比率为被解释变量,以股票市场价值/GDP、银行总贷款/GDP、实际 GDP 增长率、通货膨胀率和 Miller 税收项目为解释变量。研究发现:(1)这些变量可以解释17个国家总负债比率27.5%的变化,16个国家长期账面负债比率22.4%的变化,14个国家长期市场负债比率25.8%的变化;(2)股票市场价值/GDP 与杠杆负相关,表明当股票市场越发达,企业具有更多的融资选择权,从而可以减少负债融资的使用;(3)银行贷款/GDP 与杠杆正相关,表明更发达的负债市场与更高的私人负债比率相关;

3. 宏观经济周期。João A. C. Santos 和 Andrew Winton (2008)^[8]引入了宏观经济周期对债务选择的影响。传统理论认为银行拥有借款人的私人信息从而可以通过更高的利息获取信息租金,因为这种信息独占增加了借款人的风险,而银行利用信息优势在经济衰退期间向借款企业提高利率。他们在控制了风险因素、企业和贷款的特征之后,通过比较了单独依赖银行的借款人和可以公开发债的借款人的各自银行在经济衰退期间的贷款定价,得出如下结论:第一,在经济衰退期的银行贷款利差要高于经济景气时银行贷款利差。第二,经济衰退期间拥有公开发债渠道的企业贷款利率增幅要小于没有债券融资渠道企业贷款利率的增幅。

4. 金融市场发育和经济发展水平。Demircuc-Kunt 与 Vojislav Maksimovic (1999)^[9]的实证研究表明,企业采用外源融资与一国的银行体系和债券市场的发展具有正相关。债券市场和银行体系影响企业获取融资的方式是不同的,特别是在金融发展水平较低的情况下更是如此。债券市场的发展与长期融资密切相关,银行方面的融资则更多与短期融资关系密切。

相比银行贷款而言,企业债券的发行需要更发达的金融市场:首先是借债方和投资方之间的信息不对称程度相对较低,从而使公众投资者能够方便地、低成本地获得公司经营和财务信息,投资银行

也能够将信息标准化地传递。如果企业的财务和经营信息很难向公众有效传递,则需要银行通过内部信息来监督企业(Allen与Gale,2000^[10])。其次是存在大型的、盈利的、有声誉的企业,一方面这些企业能够承受债券市场的固定成本,有效降低融资成本;另一方面公司的风险小而降低了违约率,能够提供债券市场的有效供给。最后是存在大量的机构投资者,如保险公司和养老基金等,这些机构对公司债券品种存在持有偏好,从而提供有效的市场需求。因此,从经济发展阶段与企业融资方式来看:经济发展初期适宜银行为主的金融体系,经济成熟后则适宜市场为主的金融体系。

(二) 研究假设

根据上述理论,本文着重分析相关宏观变量和债务结构的关系并提出相应的研究假设。被解释变量债务结构指每年企业债券融资额占贷款融资额的的比率或者企业债券融资额占总债务融资额的比率,具体计算指标见表1。

表1 宏观经济变量的定义

变量名称	变量符号	变量定义	预期符号
债务结构(被解释变量)	DS1	企业债券发行额/增量贷款	
	DS2	企业债券发行额/(增量贷款+企债发行额)	
	DS3	企业债券余额/贷款余额	
	DS4	企业债券余额/(贷款余额+企业债券余额)	
利率	RATE	商业银行1年期贷款基准利率	+
金融发展水平	FIR	(M2+L+S)/GDP,L为各类贷款,S=债券余额+股市流通市值+保费	+
股票融资占比	STOCK	股票发行额/(增量贷款+债券融资额+股票发行额)	-
国债融资占比	PDEBT	国债发行额/(增量贷款+债券融资额+股票融资额)	-
贷款融资占比	LOAN	贷款增加额/(增量贷款+债券融资额+股票融资额)	-
银行市场集中度	CR4	四大国有商业银行的贷款总额占个贷款规模的比例	+

1. 利率。银行贷款偏重于短期债务,企业债券主要是长期债务。短期贷款会面临较高的利率风险,因为借款人必须对续借的贷款支付新的市场利率。而对续贷支付较高利率的风险提高了企业破产和财务困境的期望成本。当债务的到期期间缩短时,企业前景的不确定性将导致名义利率的所有三个组成部分(基础利率、违约溢价和通货膨胀率)都会提高。由于必须对续贷支付新的基础利率,这是使用贷款的借款人将承担的利息率风险的一部分。而且,如果企业使用占比较多的短期债务来提供资金,则违约溢价的波动将更大,这种利息率风险严重地威胁到贷款人。最后,如果通货膨胀率变化得非常快,对续借的短期债务支付的利率会是极端不确定。于是,对一个严重依赖短期贷款的企业而言,与通货膨胀相联系的利息率风险也会较大。总之,市场利率偏高时或处于上升通道时,企业将会配置更多长期的企业债券。

我国的贷款利率和债券利率在大多数时期受到严格管制,直到最近几年才有所放松,中国人民银行规定的1年期存贷款利率是基准;1987年和1993年《企业债券管理暂行条例》规定了企业债券的发行利率不得高于银行同期存款利率的40%,这造成债券票面利率低于同期的贷款利率。如果1年期贷款利率较高,企业会多选择发债来降低融资成本。如果企业预期央行未来加息,也会有更多企业选择债券这种长期债务来规避利率风险。因此,本文提出:

假设1:我国债务结构和利率成正比。

2. 金融发展水平。金融发展深化程度指标国际上通常用戈氏和麦氏指标从总体上衡量。前者是戈德史密斯(1969)提出的金融相关比率,指“某一时点上现存金融资产总额与国民财富之比”,用于衡量一国的经济金融化程度。戈氏指标的完整表达式: $FIR = (M2 + L + S) / GDP$,L为各类贷款,S = 债券余额 + 股市流通市值 + 保费,债券余额 = 国债余额 + 企业债券余额 + 金融债券;后者是麦金农(1973)运用货币存量与国民生产总值的比重作为指标,衡量一国的经济货币化程度,常简化为M2与GDP之比。显然,戈氏和麦氏指标的区别在于,前者分子中增加了L和S,与麦氏指标只注重金融负债相比,戈氏指标同时考虑了金融负债和金融资产,因此戈氏指标更全面的反映了我国的金融发展水平。为了充分反映一国的金融发展水平,本文分别选取这两个代表性的指标进行分析。

一国金融的发展往往伴随着金融结构的转变,由银行间接融资为主转化为直接融资占比越来越高,企业债券市场会越来越发达。因此,本文提出:

假设2:我国债务结构和金融发展水平成正比。

3. 股票融资。根据优序融资理论表明:企业优先偏好内部融资,其次是债务融资,最后才是股权融资。而我国上市公司则存在显著的股权融资偏好(陆正飞和叶康涛,2004^[11]),其次是银行贷款,最后才是发行公司债券。安义宽(2006)^[12]认为企业更愿发行股票而不愿发行债券来融资的主要原因是:(1)股票融资是“不用还本”的,一旦发完股票获得资金“一劳永逸”;而公司债券却有到期还本付息的“刚性约束”。(2)在中国现行股票市场及监管体制不完善的情况下,公司经理人员既可通过“内部职工股”获得股份,获得一、二级市场股票价格的差价。同时,还可以通过其掌握“内幕信息”与其他方面“操纵市场”获利。而发行公司债券却没有个人获利的机会。(3)多年来,在中国各地政府都把上市公司当作本地企业的形象,竭尽全力支持上市公司的背景下,公司一旦上市,公司的高管人员在工资待遇、职权范围、费用支出方面都将得到明显提高或改善。与此相比,发行公司债券,除了募集资金外,公司高管人员很难从中获得个人好处,反而有还本付息的压力。因此我国企业偏好于股权融资而冷落债券融资。基于此,本文提出:

假设3:我国债务结构和股票融资比率成反比。

4. 国债融资。凯恩斯主义主张通过增加政府支出和削减税收来刺激需求。无论是增支还是减税,财政赤字均难以避免,赤字资金来源主要通过发行国债来弥补。自改革开放以来,除1985年外,我国财政每年都有赤字。财政赤字主要是通过发行国债解决的,替代了直接向中央银行进行透支和借款。不过,我国的国债资金除用以弥补财政赤字,还大量用于基础设施建设、技术改造、农林水利设施建设、环境保护等领域^[13]。这样就在一定程度上对企业债券的融资有挤出效应。特别是企业债券曾长期实行发行额度审批,主要用于国有大中型企业的固定资产投资。有的年份甚至强调要优先保障国债的顺利发行,这样企业债的发行额度就会缩减。基于此,本文提出:

假设4:我国债务结构和国债融资比率成反比。

5. 银行贷款。从债务工具来讲银行贷款和企业债券拥有各自的比较优势,由于每个市场上主导的治理机制都有很大不足,所以企业选择不同的金融契约产生了信贷市场与企业债券市场的替代性。同时,由于企业债券市场有独立的信用评级制度,发债企业各种信息的公开披露,投资者在市场上的选择行为会产生一种“溢出效应”,即银行通过观察企业债券的评级和债券价格的波动就可以推断企业的质量,从而更好地做到对借款人分级,节省信息甄别成本,提高贷款质量。反过来,如果一家企业频繁获得银行贷款,基于银行的审慎行为和专业化能力,投资者可以判断企业的质量。对发债有“溢出效

应”。这样,投资者和银行在市场上的投资策略分别产生了正的外部性,导致债券市场和信贷市场的共同发展。库珀等人认为,如果某当事人的战略选择增加了其他当事人的最优战略,那么就存在一种互补关系。我国的企业债券和银行贷款到底是替代还是互补关系?由于我国的信用评级制度不完善,加上担保债券是发行主体,债券评级的信号效应不显著。从前面的图表可清晰的看出:银行贷款占金融资产总量的比率不断下降,而企业债券占金融资产总量的比率不断上升,因此我国的企业债券和银行贷款是一种替代的关系。基于此,本文提出:

假设5:我国债务结构和银行贷款融资比率成反比。

6. 银行市场集中度。Cestone 和 White(2003)^[14]研究发现,银行信贷市场集中度的上升会导致大银行占有更大的市场,信贷市场的竞争性越差,即银行间的竞争水平越低,银行就越没有动力给新借款者提供贷款。随着银行信贷市场集中度的上升所导致的信贷供给的减少和贷款利率的提高会对所有的公司造成负面影响;同时银行业的垄断程度越高,银行对贷款企业的谈判能力越强,这样银行就会在很大程度上控制贷款企业,抽取租金^[15]。质量好的企业为摆脱大银行的控制,会积极寻求公开发债。

本文的银行信贷市场集中度用 CR_4 来表示:即四大国有商业银行的信贷规模占全部信贷规模的比例,1989年之前,银行信贷几乎为四大银行所垄断,此后才出现四大国有银行之外的银行的信贷数据,中国银行信贷市场集中度一直处于下降的趋势,1989年为0.87,属于典型的寡占 I 型的市场结构,到2008年为0.48,属于寡占 IV 型,尽管中国银行业市场集中度有较大的下降,但直到目前为止,四大银行的垄断格局并没有变化。因此,本文提出:

假设6:我国债务结构和银行业的集中程度成正比。

三、实证设计

(一) 变量选择与样本数据说明

1. 变量的设定。见表1。

2. 样本数据。本文样本区间取自1986—2010年共25年数据,1986—2008年的宏观金融数据来自《中国统计年鉴(2009)》《中国金融年鉴(1991—2009)》,2009—2010年数据来自中国国家统计局网站、中国人民银行网站以及中宏网相关数据。

(二) 方程的设定及结论

根据上述理论分析,本文建立一个回归与时间序列的模型来分析债务结构的影响因素:

$$DS_t = C + \beta_1 RATE_t + \beta_2 FIR_t + \beta_3 STOCK_t + \beta_4 PDEBT_t + \beta_5 LOAN_t + \beta_6 CR4_t + \mu_t$$

虽然从1982年企业就开始自发地进行债券融资,不过直到1986年才有具体的企业债券统计数据,由于统计资料的限制,本论文能够收集的样本数相对较小。但从一般经验来看,当 $n - k \geq 8$ 或者 $n \geq 3(k + 1)$ 时 t 分布比较稳定,检验也比较有效(其中, n 为样本数, k 为不包括常数的解释变量的数目)。而本论文的样本容量满足了这个模型估计的基本要求。本论文用 Eviews6.0 统计软件进行回归分析,结果如表2所示。

结果中德宾 - 沃森 d 统计量(DW 值)均处于置信度1% 时无一阶自相关的区域内,表明接受无序列相关的零假设;关于异方差现象,以上结果是以残差绝对值的倒数为权重采用了加权最小二乘法(WLS)而得来的,并对该结果进行怀特检验表明已不存在异方差现象。从实证结果来看,复判定系数

(R^2)接近于1,说明模型拟合得较好。RATE、STOCK、PDEBT和LOAN的t检验值在四个方程都超过了置信度为5%的临界值,显著不为零。企业债券融资占比和利率显著正相关,表明短期的基准利率上涨时,企业更偏好发行票面利率比银行贷款利率低且期限较长的企业债券来降低融资成本,假设1得以证明;企业债券融资占比和金融发展水平显著正相关,我国金融发展水平的深化伴随着债券市场20多年的高速发展。企业直接发债比率越来越高,符合假设2;股票、国债和贷款的融资占比同企业债券的融资占比成显著负相关,表明在我国资本市场中,股票是企业发债筹集长期资金的替代品。在严格管制的债券市场,国债的发行会显著挤压企业债券的发行额。而企业是发债还是贷款都是企业债务结构的选择。因此,实证结果验证了假设3、假设4和假设5;实证结果表明银行的市场集中度和企业债券融资占比正相关,方程式(1)和(2)显著,而方程式(3)和(4)不显著,体现了高度垄断的银行信贷市场会迫使企业寻求直接发债,摆脱银行的租金抽取降低债务成本。假设6也基本得到验证。

表2 样本回归结果

变量符号	DS1(1)	DS2(2)	DS3(3)	DS4(4)
C	1.234668 *** (12.59852)	1.042367 *** (12.21061)	0.192123 *** (4.957768)	0.184297 *** (4.926171)
RATE	0.674471 *** (3.169830)	0.611319 *** (3.298280)	0.190916 ** (2.269093)	0.186288 ** (2.293402)
FIR	0.037394 ** (2.683611)	0.032915 ** (2.711824)	0.007304 (1.325587)	0.007034 (1.322407)
STOCK	-0.014229 *** (-12.69438)	-0.012350 *** (-12.64867)	-0.001173 ** (-2.645483)	-0.001134 ** (-2.650174)
PDEBT	-1.323185 *** (-22.86080)	-1.113158 *** (-22.07877)	-0.246162 *** (-10.75549)	-0.235647 *** (-10.66487)
LOAN	-1.484903 *** (-24.99319)	-1.267810 *** (-24.49767)	-0.227866 *** (-9.699302)	-0.219032 *** (-9.657247)
CR4	0.111957 ** (2.789430)	0.106630 *** (3.049914)	0.012289 (0.774332)	0.012199 (0.796182)
R-squared	0.982395	0.981364	0.915938	0.914873
Durbin-Watson stat	2.179761	2.459152	1.216525	1.205725

注:(1)括号中的是异方差-稳健性t统计量;(2)***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平显著(双尾检验)。

(三) 稳健性检验

为了检验方程(1)是否具有协整关系,本文运用单位根检验。这里采用ADF检验,运用Eviews6.0对变量及残差进行平稳性检验。在ADF检验中,本文采用最优滞后期选取的标准,在保证残差项不相关的前提下,同时采用AIC准则,作为最佳时滞的标准,检验的结果见表3。

上述7个变量均是一阶单整的,即是I(1)的,并且其对应的残差项不存在一阶单整。表明方程具有一阶协整关系,原方程的回归结果是稳健的,其实证结果可信。作者对DS2、DS3、DS4和其对应的变量及残差同样做了ADF检验,结果和上面类似,表明方程的回归结果稳健。

表3 各变量的单位根检验结果

指标	ADF 值	检验形式(C,T,I)	AIC	5% 显著水平临界值	10% 显著水平临界值	结论
DS1	-1.207824	(0,0,0)	-3.499790	-2.998064	-2.638752	不平稳
△DS1	-5.544847	(0,0,0)	-3.480131	-3.004861	-2.642242	平稳
RATE	-0.983021	(0,0,0)	-6.000650	-2.998064	-2.638752	不平稳
△RATE	-3.628730	(0,0,0)	-5.925336	-3.004861	-2.642242	平稳
FIR	-0.756835	(0,0,0)	-0.893409	-2.998064	-2.638752	不平稳
△FIR	-5.232002	(C,0,0)	-0.844688	-3.004861	-2.642242	平稳
STOCK	2.646151	(0,0,2)	17.33087	-3.012363	-2.646119	不平稳
?STOCK	-3.855359	(C,T,5)	17.06656	-3.710482	-3.297799	平稳
PDEBT	-2.620204	(0,0,0)	-2.834303	-3.622033	-3.248592	不平稳
?PDEBT	-7.456170	(0,0,0)	-2.704204	-3.004861	-2.642242	平稳
LOAN	-1.928311	(0,0,0)	-2.408265	-2.998064	-2.638752	不平稳
△LOAN	-3.968650	(C,0,4)	-2.228731	-3.040391	-2.660551	平稳
CR4	-1.963692	(0,0,0)	-3.975722	-2.998064	-2.638752	不平稳
△CR4	-4.486863	(C,0,0)	-3.776484	-3.004861	-2.642242	平稳
RESID	-4.199108	(0,0,1)	-7.102827	-3.012363	-2.646119	平稳

注:检验类型中 C,T,I 分别表示带有常数项,趋势项和滞后阶数。检验值大于临界值表明时间序列变量存在单位根。

四、结论与建议

我国长期以来以间接融资为主,直接融资不发达,企业资金来源过度依赖银行贷款,金融风险聚集于银行体系。但资本市场的发展使得企业直接融资规模占比接近1/3。2011年企业发行债券22582亿元,发行股票7017亿元,新增贷款74714亿元,债券和股票成为继贷款之后的企业重要融资渠道,尤其是企业债券已经成为第二大融资平台。银行贷款在企业融资比率中正逐步下降,中国正在经历“债务结构”的转型。

本文通过对我国宏观债务结构的影响因素进行时间序列实证研究,验证了理论假说,解释了我国整体债务结构演化的内在规律。我国基准利率越高,企业债券融资比率越高,这符合长短期债务的利率期限结构;我国债务结构和股票融资比率成反比,说明我国股票市场对企业债券市场的替代作用,直接导致了上市公司用股票融资来替代长期债务融资;银行贷款是我国企业最主要的债务工具,银行不仅在短期债务融资上占有主导优势,而且也承担了大部分企业中长期债务的融资,挤压了企业债券发行的空间。因此我国企业债券融资比率和银行贷款融资比率成反比。银行信贷市场集中度的上升所导致的信贷供给的减少和贷款利率的提高会对贷款企业造成负面影响,银行对企业的谈判能力越强,从其抽取租金越多。质量好的企业为了摆脱大银行的控制,会积极寻求公开发债;我国政府强调要优先保障国债的顺利发行,这样企业债的发行额度就会缩减,对企业债券的融资产生了一定的挤出效应。

企业债券市场近年的发展证明大力发展企业债券可以改善中国金融市场的融资结构,降低金融系统的整体风险。因此,我国要优化债务结构,提高直接融资比率,应继续将企业债券作为提高直接融资比例的主渠道。一是从产品属性看,股权融资适于筹集核心资本,债务融资适于解决流动资金,两者是互补关系;而在债务融资中,公司债券与银行信贷可以相互替代,是直接融资中的主要债务融资工

具。二是债券市场发展周期与股票市场的涨跌交错,发展债券融资有助于熨平资本市场周期,保持直接融资规模的稳定。

参考文献:

- [1] CORCORAN P. Inflation, taxes and corporate investment incentives[J]. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, 1977, 16(2): 1-9.
- [2] DEANGELO H, R MASULIS. Optimal capital structure under corporate and personal taxation[J]. Journal of Financial Economics, 1980, 12(7): 3-29.
- [3] LELAND H, TOFT K. Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads[J]. The Journal of Finance, 1996, 51(3): 987-1019.
- [4] JOHN R GRAHAM, CAMPBELL R HARVE. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60(2): 187-243.
- [5] NEJADMALAYERI ALL. Interest rates, taxes, bankruptcy and financing decisions[EB/OL]. (2002-09-22) [2012-03-01]. http://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=323520.
- [6] JINWOO PARK, CATHERINE SHENOY. An examination of the dynamic behavior of aggregate bond and stock issues[J]. International Review of Economics and Finance, 2002, 13(1): 31-56.
- [7] BOOTH LAURENCE, VAROUJ AIVAZIAN, ASLI DEMIRGUC-KUNT. Capital structures in developing countries[J]. Journal of Finance, 2001, 56(6): 87-130.
- [8] JOAO A C SANTOS, ANDREW WINTON. bank loans, bonds, and information monopolies across the business cycle[J]. Journal of Finance, 2008, 63(2): 1315-1359.
- [9] DEMIRGUC-KUNT A, MAKSIMOVIC V. Institutions, financial markets and firm debt maturity[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 54(11): 295-336.
- [10] FRANKLIN ALLEN, DOUGLAS GALE. Financial contagion[J]. Journal of Political Economy, 2000, 108(3): 1-33.
- [11] 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析[J]. 经济研究, 2004(4).
- [12] 安义宽. 中国公司债券: 功能分析与市场发展[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2006.
- [13] 李湛, 曹萍. 企业发债和贷款期限的差异化 - 基于增量法的实证研究[J]. 证券市场导报, 2012(2).
- [14] GIACINTA CESTONE, LUCY COHITE. Anticompetitive financial contracting: the design of financial claims[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(5): 2109-2142.
- [15] 符森, 谭小波. 中国银行信贷项目环境风险评估模型的构建和应用[J]. 广东金融学院学报, 2011(4).

An Empirical Study on China Debt Structure Evolution

LI Zhan

(Southern China Institute of Finance, Guangdong University of Finance, Guangzhou 510521, China)

Abstract: At present, despite a bank-oriented financial system in China, the enterprise bond market has developed rapidly. China's debt structure is evolving. What is relationship among the enterprise bond, bank loan and stock? At the same time, China's macro economic environment has changed quickly in recent 20 years. A number of important economic indicators such as the central bank benchmark interest rate, economic monetization have been adjusted to be marketized, but do these factors really have some influence on China's macro debt structure? This article studies how these macroeconomic factors to influence debt structure evolution of Chinese by time series analysis focusing on the analysis on the relationship between macroeconomic variables and overall debt structure, also explaining the evolution of enterprise bond development.

Key words: corporate bond; bank loan; debt structure; capital market

(责任编辑 何志刚)