金融发展、债务治理与公司价值
——来自中国上市公司的经验证据

唐 松[1]，杨 勇[2]，孙 铮[3]

(1. 香港理工大学 会计及金融学院，香港；2. 全国社会保障基金理事会，北京 100032；3. 上海财经大学 会计与财务研究院，上海 200433)

摘 要：文章运用新制度经济学的基本理论，以我国沪深两市 A 股上市公司 2000—2006 年的数据为样本，实证分析了金融发展促进经济增长的微观作用机制。研究发现，若债务比例增加 1%，金融发展水平高的地区与低的地区相比，公司市场价值平均多提高 0.54%，并且，债务融资与公司价值的正相关关系只在金融发展水平高的地区才存在。这表明，金融发展水平对债务治理作用的发挥有重要影响，公司所处地区的金融发展程度越高，债务治理的作用越强，越有利于提高公司的价值。

关键词：金融发展；债务治理；公司价值

中图分类号：F230 **文献标识码**：A **文章编号**：1001-1952(2009)06-0004-14

一、引 言

近年来的一系列跨国研究表明，金融发展水平与国民经济增长之间存在显著的正相关关系(King 和 Levine，1993；Rajan 和 Zingales，1998；Wurgler，2000；Levine 和 Zervos，1998；Beck 等，2000)。然而，研究者对金融发展与经济增长之间是否存在因果关系以及因果关系的方向却一直存在争议(康继军等，2005)。借鉴国外的研究成果，国内一些学者也对此问题进行了一些有益的探索，但是，现有的研究并没有达成一致的结论。例如，周立和王子明(2002)发现，我国金融越发达的地区，经济发展越快；而卢峰和姚洋(2004)却发现，金融发展对经济增长没有显著影响。

正如 Rajan 和 Zingales(1998)以及 Love(2001)等人对这类跨国研究提出

收稿日期：2008-04-01

基金项目：国家社会科学基金资助项目(08BJY021)，教育部人文社科研究基地重大项目(05JJD630027)

作者简介：唐 松(1980—)，男，云南鹤庆人，香港理工大学会计及金融学院，博士；
杨 勇(1980—)，男，江苏启东人，全国社会保障基金理事会投资部，博士；
孙 铮(1957—)，男，上海人，上海财经大学会计与财务研究院教授，博士生导师。

批评时所指出的那样，对上述问题存在争议的一个重要原因在于：这类研究仅从宏观层面上考察金融发展和经济增长两者的总体关系，因而既无法有效解决因果倒置的问题，也无助于我们深入了解金融发展促进经济增长的微观作用机制。此外，跨国研究也不容易控制非正式制度因素等对研究结论的“干扰”。因此，在既具有相同的社会习俗和道德规范等非正式制度，同时又处于经济转型、地区经济发展不平衡的同一国家内部，深入考察金融发展水平对经济增长的微观作用机制就显得十分必要和具有重要意义。

企业作为创造国民财富的微观单位，是经济增长的重要源泉。因此，要考察金融发展与经济增长之间的关系，我们可以从企业这一微观层面出发，考察金融发展水平如何影响企业的经济行为，进而决定经济的增长。基于这一考虑，本文运用新制度经济学的基本理论，从金融发展水平对债务治理作用的影响角度出发，考察金融发展是否促进了债务治理作用的发挥并进而提高了公司价值这一问题，从微观层面为金融发展与经济增长之间的关系提供经验证据。

财务学的研究表明，在西方成熟的金融市场上，债务可以起到约束企业经理人员滥用自由现金流、减少过度投资以及促使经理人员努力经营避免公司被接管等治理作用，从而提高公司价值。然而，中国是一个新兴的转型经济国家，各地区的金融市场发育程度很不一致，呈现出明显的差异。根据新制度经济学的基本理论，我们认为金融发展水平这一重要的制度因素将影响到债务治理作用的发挥。在金融发展水平较高的地区，一方面，债权人[①]作为比较独立的市场参与主体，更关心贷款决策的收益和风险，有较强的激励监督企业的经营活动；另一方面，由于契约签订和执行的成本较低，债权人可以更好地保护自身的利益。因此，在金融发展水平高的地区，债务治理将发挥更大的作用，从而更有利于提高公司价值。

以 2000－2006 年中国沪深两市所有非金融类 A 股上市公司为样本，运用新制度经济学的基本理论，本文对上述问题进行了实证检验。研究发现，金融发展水平高的地区与低的地区相比，公司增加相同比例的债务，其市场价值提高得更多。并且，债务融资与公司价值的正相关关系只在金融发展水平高的地区才存在。这表明，金融发展水平对债务治理作用的发挥有重要影响，公司所处地区的金融发展程度越高，债务治理的作用越强，越有利于提高公司的价值。

本文的研究对现有文献主要有以下两个方面的贡献：首先，本文深入到企业这一微观层面，考察了金融发展水平对债务治理作用的发挥进而对企业价值的影响，将金融发展和经济增长有机地联系到一起，为我们理解金融发展促进经济增长的微观作用机制提供了一个有益的视角。其次，本文拓展了以往的跨国研究，在一个国家内部检验了金融发展对公司市场价值的促进作用。这样做可以控制非正式制度因素对经济增长的影响。同时，本文的研究结论也具有较强的现实意义。由于债务治理作用的发挥依赖于金融发展水平等制度环境，这意

味着进一步深化金融体制改革，特别是加强商业银行的市场化改革，对于促进债务治理作用的发挥、提高公司价值进而推动经济增长将具有重要意义。

本文其他部分的安排如下：第二部分是理论分析、制度背景以及研究假设；第三部分介绍本文的样本、数据和研究设计；第四部分进行实证检验和对结果进行分析；最后是全文的总结。

二、理论分析、制度背景与研究假设

根据公司财务学的理论，在西方成熟的金融市场上，债务可以起到公司治理的作用，提高公司的价值。Jensen 和 Meckling（1976）指出，当公司的规模一定时，债务融资比例的增加将减少股权融资的比例，从而经理所持股份占公司总股份的比例就会增加，其挥霍或侵占公司资源的成本也就随之增大，因而这种侵占行为会有所减轻。于是，债务融资就起到了减少代理成本、提高公司价值的作用。Jensen（1986）还认为，债务的存在使得企业必须考虑还本付息，否则债权人将提出破产清算程序，这样就限制了经理对公司自由现金流的滥用，从而减少了代理成本，提高了公司价值。Grossman 和 Hart（1982）也认为，如果破产对经理来说成本很高（即破产可能使经理的声誉受到损害或者经理不再对公司具有控制权），那么，债务的增加由于会使破产的可能性变大，因而能够激励经理努力工作，减少偷懒和在职消费的问题。此外，Harris 和 Raviv（1991）以及 Stulz（1990）的研究表明，即使公司破产清算对投资者来说可能更好一些，经理也总是试图让公司继续经营下去，并且尽管在将资金以股利等形式返还给投资者会更好的情况下，经理也倾向于将尽可能多的资金用于投资。而债权人在公司现金流很少的时候能接管公司，要求公司破产清算，这样就可以保护投资者的利益并抑制经理的过度投资。可见，西方的文献表明，债务具有治理作用，可以提高公司的价值。借鉴国外的研究成果，汪辉（2003）对中国上市公司的研究表明，公司的债务比例与市场价值正相关。然而，该研究并没有考虑中国上市公司所处的特殊制度环境对债务治理作用可能产生不同的影响。

伴随着始于 20 世纪 70 年代末的市场化改革进程，我国金融体制的改革逐步深入，取得了很大的成就。在计划经济时期，银行的主要任务是配合财政部完成资金的调拨，银行信贷资金的安排完全受政府计划控制，没有商业化运作。直到 1983 年，中国人民银行的成立并分离出中国工商银行从事工商信贷和储蓄业务，才开始我国商业银行改革的实质性启动。之后，在中国人民银行正式改组成为中央银行、各专业银行承担商业性银行业务的基础上，银行业实行了“实贷实存”的信贷资金管理方式，各专业银行才逐渐成为独立的经济单位和自负盈亏的商业性机构。随着 1993 年政策性银行与原有商业银行相分离以及 1999 年国有商业银行将由于历史原因形成的不良资产剥离，四大专业银行逐步向与市场经济相适应的商业银行转变。在加入 WTO 后，中国的金

融体制和商业银行改革大大加速，目前已初步发展形成以中央银行为货币政策制定者，银监会为监管者，国有商业银行为主体，中资、外资、合资并存，多种所有制银行共同发展的局面。国内银行业的竞争日趋激烈，[②]为适应市场经济发展的需要，商业银行市场化运作的水平也不断提高。

然而，我们注意到，尽管我国金融发展水平总体上不断提高，国有商业银行在市场化转型方面取得了明显进步，但由于历史条件、资源禀赋、地理位置和国家政策等的不同，各地区金融发展水平在空间上也存在着很大的差异。在某些省份，特别是沿海省份，金融业市场化水平较高，商业银行的信贷行为比较市场化；而在另外一些省份，银行的信贷行为受地方政府等其他因素影响较多，金融业市场化水平较低。例如，上海市由于自身优越的条件和国家政策的倾斜，无论是金融发展的深度和广度、金融体系的健全度以及金融环境的完善度等方面，都居于全国前列，并远远高于内地的许多省份。如截至 2007 年底，上海市主要中外资金融机构的数量已经达到 858 家，金融机构的资产规模约占全国的 9%，在上海的外资法人银行资产则占全国外资银行资产总额的近 60%。[③]而到 2008 年末，上海外资法人银行资产、贷款、存款和利润等四项指标增幅分别高于全国外资银行增幅 7.28、4.25、2.96 和 16.85 个百分点，四项指标分别占全国外资银行的 63.06%、60.95%、78.34%和 63.44%。[④]由此可见，目前我国各地区的金融发展水平是存在显著差异的。而一些研究已经表明，地区的市场化进程对上市公司所有权结构与公司价值的关系以及公司的债务期限结构具有重要影响（夏立军等，2005；孙铮等，2005）。孙铮等（2006）的研究还发现，只有在市场化程度较低的地区，所有权性质才对会计信息、债务契约的有用性产生显著影响。因此，考虑到我国各地区金融发展程度的差异，各地区债务治理作用的发挥可能是不一样的，从而债务融资对公司价值的影响也不尽相同。下面我们将结合新制度经济学的基本理论，对此进行具体分析。

新制度经济学认为，产权制度作为一种基础性的制度，构成了市场制度以及其他许多制度安排的基础。Alchian（1965）指出，产权的不同界定给人们提供了不同的激励—约束机制。在产权没有清晰界定的情况下，人们在使用资源时，就面临着他人分享其收益或者替他人承担成本的风险，这种收益和成本的不匹配使得人们没有很强的激励去有效使用资源。而当产权清晰界定时，人们使用资源所产生的收益和成本完全由其个人承担，因而有较强的激励使资源的使用效率最大化。如前所述，我国各个地区的金融发展水平存在明显的差异，因而不同地区的银行所面临的激励—约束机制并不完全一致。在金融发展程度高的地区，银行、企业的产权关系相对比较清晰，银行作为较为独立的市场参与主体，较少受到政府干预等非利益最大化因素的干扰，其贷款决策的收益和成本由其自身承担。于是，银行有很强的激励关注贷款的风险和

收益,以及企业贷款的使用和偿还情况。当企业可能出现还款困难时,银行将会及时采取措施以保护自己的利益。同时,在金融发展水平较高的地区,金融市场的竞争更为激烈。作为自负盈亏的市场参与主体,为了在竞争中生存,银行在客观上不得不积极追求贷款的收益和避免贷款的风险。因此,在金融发展水平高的地区,银行出于自身经济利益最大化的考虑,有较强的激励通过信贷发挥对债务人(企业)的治理作用。在银行的监督和必须定期还款付息的压力下,企业必然更注意贷款资金的使用效率并努力经营,从而最终提高企业的价值。

另外,新制度经济学认为,即便在产权清楚界定的情况下,契约的签订和顺利执行还受到交易成本的重要影响,交易成本的大小直接决定了契约的形式、内容与执行(Coase,1937;Cheung,1969、1983;Demsetz,1964 等)。而良好的法律制度和发达的市场中介组织可以降低交易成本。相对而言,在金融发展水平高的地区,契约的事前签订成本较低,契约的内容更加完善。在签订贷款契约时,银行可以更充分地保护自身利益,并且,由于法律制度完善和市场中介组织发达,契约的执行成本也较低,从而使契约的事后执行变得相对容易。因此,银行会时常关注企业的经营情况,对其进行监督。一旦企业违反了债务契约的约定,由于维权的成本相对较低,银行就会按照债务契约的规定采取措施保护自身利益。这在很大程度上促使企业经理人员努力经营,尽量避免违反债务契约。所以,债务治理的作用更加有效。相反,在金融发展水平低的地区和法律制度不健全、市场中介组织不发达地区,外部交易成本较高,债务治理作用因此大大削弱。

综合以上分析,本文提出如下的假设:在其他条件相同的情况下,公司所处地区的金融发展程度越高,债务治理的作用越强,相同债务带来的公司价值增加越大。

三、研究设计

1. 样本选择

本文选择 2000—2006 年沪深两市所有的 A 股上市公司作为研究样本。在剔除金融行业公司及缺失值之后,[5]样本最终共有 8 263 个观测值。本文研究所使用的公司治理和财务数据全部来自于香港大学金融研究中心与深圳国泰安信息技术有限公司联合开发的 CSMAR 数据库。衡量我国各地区金融发展深度(Depth)的数据,包括我国各地区金融机构总贷款年末余额、四大国有商业银行当年总贷款余额及各地区当年 GDP 的数据分别来自历年《中国金融年鉴》和《中国统计年鉴》。另外,各地区的市场化指数、金融业市场化指数以及法律制度环境指数则来自于樊纲、王小鲁和朱恒鹏编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》。

2. 模型与变量

本文采用以下模型来检验上述研究假设：

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 \times DEBT + \beta_2 \times DEBT \times FIR + \beta_3 \times FIR + \beta_4 \times LSHR + \beta_5 \times LSHR^2 + \beta_6 \times OSHR + \beta_7 \times ROE + \beta_8 \times DEV + \beta_9 \times SIZE + \sum_{K=1}^{6} \beta_{9+K} \times YR_k + \sum_{i=1}^{20} \beta_{15+i} \times IND_i + \delta \tag{1}$$

公式中，各变量的定义说明如下：

TQ 表示公司的托宾 Q 值，即公司净权益的市场价值加负债的账面价值之和与公司总资产的账面价值之比。其中，净权益的市场价值按流通股和非流通股分别计算，流通股市值为年末股票市价与流通股股数之积，非流通股市值为每股净资产与非流通股股数之积。TQ 值越高，表示公司的价值越大。

DEBT 是企业向银行的借款数额，用公司的短期借款和长期借款之和除以年末的资产总额表示。由于本文考察的是银行作为债权人对企业的治理作用，所以仅用企业负债中的银行借款部分衡量。

FIR 是金融相关比率（Financial Interrelations Ratio），该比率是指“某一时点上现存金融资产总额（含有重复计算部分）与国民财富——实物资产总额加上对外净资产——之比”（Goldsmith，1969）。在金融经济学中，常采用这一比率衡量金融市场的发展程度。国内学者在研究类似问题时也参照了这一做法，用金融资产总量与 GDP 之比，来衡量国家或地区的金融发展程度（周立、王子明，2002；卢峰、姚洋，2004；江伟、李斌，2006；李增泉等，2008）。根据现有的文献，本文从 3 个方面衡量各地区的金融发展程度：(1)全部金融相关比率（TFD），即各地区全部金融机构当年年末总贷款余额与各地区当年 GDP 的比值；(2)国有金融相关比率（SBD），各地区四大国有商业银行当年年末总贷款余额与该地区当年 GDP 的比值；(3)金融市场化比率（COMP），各地区其他金融机构当年年末总贷款余额与该地区当年 GDP 的比值。其中，前两个指标用来衡量各地区金融发展的深度，第三个指标用来衡量金融市场的竞争程度。由于 2005 年和 2006 年金融发展深度的数据无法获得，本文采用最近年度即 2004 年的数据作为 2005 年和 2006 年该指标的近似值。

DEBT×FIR 是公司借款数额和各金融相关比率的交叉乘积项。根据本文的假说，我们预期此交叉项的系数为正。

LSHR、$LSHR^2$、OSHR、ROE、DEV、SIZE、YR 和 IND 是模型的控制变量。其中，LSHR、$LSHR^2$ 为第一大股东的持股比例及其平方。许多有关股权结构与公司业绩的文献（吴淑琨，2002；周晓艳等，2003；刘芍佳等，2003）表明，第一大股东持股比例与公司业绩之间存在着先降后升的“U”型关系。因此，本文用 LSHR 和 $LSHR^2$ 控制股权结构对公司价值的影响。OSHR 是除第一大股东之外的前十大股东持股比例之和。其他大股东一方面可以监督和制衡第一大股东的行为，从而增加公司的价值；另一方面其他大股东也可能与

第一大股东形成合谋(特别是他们之间存在关联关系时)掏空上市公司,或者与第一大股东争夺控制权(当各大股东持股比例接近时)(朱红军,2004),从而降低公司价值。因此,本文不对其符号做预期。公司的盈利能力(用ROE表示)越强,公司价值也越大,所以,预期变量ROE的符号为正。参照汪辉(2003)的做法,本文采用折旧费用与销售额的比例(DEV)衡量公司的成长性。成长性越高,公司价值越高,所以预期该变量符号为正。SIZE是公司的规模,用公司总资产的自然对数表示,以控制其他未纳入模型的公司特征。YR是年度虚拟变量,用以控制年度宏观经济因素差异的影响。IND是行业虚拟变量,本文按照证监会颁布的行业分类标准将样本公司分为22类,[⑥]设置20个行业虚拟变量(本文剔除了金融业)。

为消除异常值对研究结论的影响,本文对各连续变量上、下1%分位数进行了Winsorizing处理。对主要研究变量的描述性统计结果表明,企业向银行的借款占其总资产比例的均值接近四分之一,为23.6%,而最高的则达到了79.9%。可见,银行贷款是企业重要的资金来源,银行是企业的一个重要利益相关者。因此,深入研究债务治理作用的机制及条件等问题无论对于上市公司还是银行来说,都具有重要的现实意义。

四、实证结果及分析

1. 基本结果

运用模型(1)进行OLS回归的基本结果列示于表1。其中,第(1)栏为没有考虑各地区金融发展水平的回归结果。可以看出,DEBT的系数显著为正,表明从总体上看,债务起到了治理作用,提高了公司的市场价值。这与汪辉(2003)的研究结果是一致的。在第(2)—(4)栏中,我们依次用全部金融相关比率(TFD)、国有金融相关比率(SBD)和金融市场化比率(COMP)三个指标衡量金融发展水平,考察各地区金融发展程度对债务治理作用的影响。结果发现,三个交互项DEBT×FIR的系数均为正,并且除国有金融相关比率外,其余两个比率与DEBT的交互项均在1%的水平上显著。这表明,公司债务治理作用的发挥与其所处的制度环境有密切关系,公司所处地区的金融发展水平越高,债务治理的作用越强,相同债务比例的增加对公司市场价值的提升越大。这验证了本文的研究假说。

从控制变量来看,表1中LSHR、$LSHR^2$、ROE和DEV回归系数的符号均与预期相符,并且在10%以上水平上显著。这说明第一大股东的持股比例与公司价值之间存在先降后升的“U”型关系。公司的盈利能力越强、成长机会越大,公司的价值越高。而变量OSHR的系数为正,表明其他大股东起到了制衡大股东行为的作用,有助于提高公司的价值。SIZE的符号显著为负,说明公司的规模越大,其市场价值越低。

2. 进一步的分析：按金融发展水平的高低分组检验

表 1　回归结果

	预期符号	(1)	(2)FIR=TFD	(3)FIR=SBD	(4)FIR=COMP
Intercept	?	16.798***	16.889***	16.517***	17.102***
		(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)
DEBT	?	0.436***	−0.388*	0.179	−0.297*
		(<0.001)	(0.066)	(0.467)	(0.065)
DEBT×FIR	+		0.743***	0.436	1.389***
			(<0.001)	(0.279)	(<0.001)
FIR	?		0.214***	0.603***	0.263***
			(<0.001)	(<0.001)	(0.000)
LSHR	−	−0.597*	−0.595*	−0.610*	−0.606*
		(0.080)	(0.078)	(0.072)	(0.072)
$LSHR^2$	+	2.447***	2.346***	2.392***	2.358***
		(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)
OSHR	?	1.943***	1.885***	1.896***	1.893***
		(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)
ROE	+	0.506***	0.505***	0.506***	0.503***
		(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)
DEV	+	1.704***	1.731***	1.728***	1.706***
		(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)
SIZE	?	−0.646***	−0.662***	−0.651***	−0.665***
		(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)
行业和年度		控制	控制	控制	控制
N		8263	8263	8263	8263
Adj. R^2(%)		53.36	54.33	53.88	54.42

注：因变量为公司的 TQ 值。括号中的数值为 t 检验的 p 值，*、**、*** 分别表示双尾检验的显著性水平为 10%、5%和 1%，下表同。

由于使用了连续型变量，表 1 中第(2)—(4)栏中的交互项与 DEBT 之间可能存在较强的共线性，从而有可能影响本文的结论。另外，虽然上述结果表明金融发展水平越高的地区，相同债务水平对公司市场价值的提高越大，但我们并不能直观地看出在不同金融发展程度下，债务对公司价值影响的具体数值差异。为了克服可能存在的共线性问题以及对回归结果进行更清楚地解释，我们采用虚拟变量法，将样本按金融发展水平高低分为两组进行检验。具体而言，我们设置了 TFD_H、SBD_H 和 COMP_H 三个虚拟变量，当变量 TFD、SBD 和 COMP 高于各自中位数时，上述虚拟变量分别取值为 1，否则为 0。用这三个虚拟变量分别取代 TFD、SBD 和 COMP 进行回归，并将 DEBT 的系数记为 β_1，交互项的系数记为 β_2。这样，β_1 就表示金融发展水平低的地区，企业债务与市场价值的关系。β_2 则表示金融发展水平高的地方与

金融发展水平低的地方相比，债务与市场价值之间关系的增量变化。而 $\beta_1+\beta_2$ 表示了金融发展水平高的地区，企业债务与市场价值之间的关系。

根据上述方法检验的结果如表 2 所示。由表 2 第(1)－(3)栏可以看出，DEBT 的系数 β_1 不显著，甚至在用金融市场化比率衡量金融发展水平时变为负数。这表明，在金融发展水平低的地区，债务并没有起到治理作用，没有显著提高企业价值。而三个交互项的系数 β_2 均在 1％水平上显著为正，表明金融发展水平高的地区，债务对公司价值的正向影响显著高于金融发展水平低的地区。以表 2 第(1)栏为例，在用全部金融相关比率(TFD)衡量金融发展水平时，如果债务比例增加 1％，金融发展水平高的地区与低的地区相比，公司市场价值多提高 0.54％。并且，F 检验表明，$\beta_1+\beta_2$ 均在 1％的水平上显著为正，这说明在金融发展水平高的地区，债务对企业价值的总效应是显著为正的。上述结果综合表明，在金融发展水平高的地区，债务的治理作用才得以发挥，从而提高了公司价值。这进一步支持了我们的假说。所有控制变量的结果也与表 1 相似，这里不再赘述。

表 2　使用虚拟变量的回归结果

	预期符号	(1) FIR_H＝TFD_H	(2) FIR_H＝SBD_H	(3) FIR_H＝COMP_H
Intercept	?	16.914***	16.912***	16.813***
		(＜0.001)	(＜0.001)	(＜0.001)
DEBT(β_1)	?	0.141	0.110	－0.192*
		(0.171)	(0.289)	(0.095)
DEBT×FIR_H(β_2)	＋	0.536***	0.577***	0.989***
		(＜0.001)	(＜0.001)	(＜0.001)
FIR_H	?	0.073*	0.080**	－0.034
		(0.061)	(0.038)	(0.397)
LSHR	－	－0.616*	－0.587*	－0.565*
		(0.069)	(0.083)	(0.095)
$LSHR^2$	＋	2.457***	2.397***	2.416***
		(＜0.001)	(＜0.001)	(＜0.001)
OSHR	?	1.931***	1.906***	1.939***
		(＜0.001)	(＜0.001)	(＜0.001)
ROE	＋	0.505***	0.503***	0.510***
		(＜0.001)	(＜0.001)	(＜0.001)
DEV	＋	1.682***	1.688***	1.629***
		(＜0.001)	(＜0.001)	(＜0.001)
SIZE	?	－0.654***	－0.654***	－0.647***
		(＜0.001)	(＜0.001)	(＜0.001)
行业和年度		控制	控制	控制
F 检验：$\beta_1+\beta_2=0$		50.88***	53.40***	82.49***
N		8263	8263	8263
Adj. R^2(％)		53.89	54.00	54.08

注：β_1 表示 DEBT 的系数，β_2 表示各虚拟变量与 DEBT 的交互项的系数，下表同。

3. 稳健性检验

(1)金融发展水平的替代衡量

近年来,由樊纲和王小鲁等人编制的“中国市场化指数”被许多文献用以衡量我国各地区的制度环境。[⑦] 因此,为了检验本文结论的可靠性,我们也采用了该指数中的金融业市场化指数(FIN)、市场中介组织的发育和法律制度环境指数(LAW)以及市场化总指数(MAR)三个指标来替代衡量各地区的金融发展水平。根据上述三个指数,我们设置了三个虚拟变量 FIN_H、LAW_H 和 MAR_H 来分别区分金融发展水平高和低的地区,即如果某地区的该指标高于各地区的中位数时取值为 1,否则为 0。采用与表 2 相同的方法,我们重新对模型(1)进行了回归,表 3 给出了回归的结果。可以看到,DEBT 的系数 β_1 不显著,而三个交互项的系数 β_2 均在 1%水平上显著为正,并且 $\beta_1+\beta_2$ 也均在 1%的水平上显著为正。这与表 2 的结果是一致的,表明了在金融发展水平高的地区,债务治理的作用才得以发挥,从而提高公司价值。这表明,本文的结论是稳健的,并没有因采用不同的衡量金融发展水平的方法而改变。

表 3 采用替代指标衡量金融发展水平的回归结果

	预期符号	(1) INDEX_H= FIN_H	(2) INDEX_H= LAW_H	(3) INDEX_H=MAR_H
Intercept	?	16.918***	16.936***	16.861***
		(<0.001)	(<0.001)	(<0.001)
DEBT(β_1)	?	0.111	0.056	0.036
		(0.343)	(0.672)	(0.794)
DEBT×INDEX_H(β_2)	+	0.489***	0.527***	0.533***
		(0.001)	(0.001)	(0.001)
INDEX_H	?	0.034	0.059	0.041
		(0.407)	(0.170)	(0.351)
F 检验:$\beta_1+\beta_2=0$		47.17***	49.59***	48.42***
N		8263	8263	8263
Adj. R^2(%)		53.65	53.74	53.68

注:限于篇幅,本表没有报告各控制变量的系数和 p 值。

(2)财务杠杆的影响

根据资本结构的权衡理论,对于财务杠杆较高的公司,如果继续增加债务融资,可能会对公司价值起负面作用(比如会使公司破产成本上升、未来现金流减少而导致投资不足等)。于是,在金融发展水平较低的地区,公司的财务杠杆较高,其增加债务融资对公司价值的提高就会有不利影响;相反,如果在金融发展水平较高的地区,公司的财务杠杆恰好较低,则其增加债务对公司价值自然有较大提高。那么,这些结果是否是由于金融发展水平不同的地区,公司财务杠杆存在系统性差异造成的呢?

我们将样本按金融发展水平的高低分为两组,分别对两组 DEBT 的均值和中位数差异进行了 T 检验和 Wilcoxon 秩和检验。检验结果如表 4 所示。由表 4 可以看出,金融发展水平高的地区与低的地区相比,公司之间的财务杠

杆并不存在显著差异。这排除了本文的上述结果由地区之间本身的财务杠杆存在系统性差异而引起的可能性。

表 4 不同金融发展水平地区财务杠杆的差异检验

	组 1:TFD_H=1 (N=4271)	组 2:TFD_H=0 (N=3992)	差异检验(组 1-组 2)		
			差异	t 值/Z 值	p 值
DEBT 均值	0.236	0.235	0.001	0.270	0.791
DEBT 中位数	0.224	0.227	-0.003	0.521	0.602

注:对两组公司 DEBT 的均值和中位数分别进行了 T 检验和 Wilcoxon 秩和检验。

(3)面板数据的回归分析

我们的样本包含了较长的时间区间(2000-2006 年共 7 年),由于有新的公司在样本期间上市,因此有的公司并没有 7 年完整的观测值,这使得我们的数据是非平衡的面板数据。为了进一步检验结论的可靠性,我们剔除了没有 7 年完整观测值的公司,而采用了有 7 年完整观测值公司组成的面板数据重新对模型(1)进行了估计。回归的结果与表 2 类似,限于篇幅,这里不再报告。

五、结 论

近年来,金融经济学方面的一系列国际比较文献表明,金融发展水平对国民经济增长具有重要作用。然而,对于金融发展促进经济增长的微观作用机制,现有文献还没有一个比较令人满意的解释。因此,本文运用新制度经济学的基本理论,选取 2000-2006 年 7 年间沪深两市的非金融类 A 股公司为样本,从企业层面实证分析了金融发展对经济增长的微观作用机制。研究发现,若债务比例增加 1%,金融发展水平高的地区与低的地区相比,公司市场价值平均多提高 0.54%,并且,债务融资与公司价值的正相关关系只在金融发展水平高的地区才存在。这表明,金融发展程度对债务治理作用的发挥有重要影响,公司所处地区的金融发展程度越高,债务治理的作用越强,越有利于提高公司的价值。本文拓展了以往的跨国研究,深入到企业这一层面考察了金融发展水平对债务治理作用的发挥进而对企业价值的影响,将金融发展与经济增长有机地联系到一起,为我们理解金融发展促进经济增长的微观作用机制提供了一个有益的视角。同时,也为制度环境影响公司治理的同类文献做出了有益的补充。

根据本文的结论,我们认为:我国(特别是金融发展水平较低的地区)应进一步深化金融体制改革,使商业银行真正成为自身利益最大化的市场参与主体;同时,加强法律保护和中介组织的培育,降低银行对企业的监督和维权成本。这对于充分发挥债务的治理作用、提高公司价值进而促进经济增长具有重要意义。

* 作者感谢匿名审稿人的宝贵意见以及上海财经大学李增泉教授的建议,但文责自负。

注释:

①本文主要考察银行这一主要的债权人。

②中国目前有工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行四大国有商业银行，12家股份制商业银行(除上述四大商业银行外)，100多家城市商业银行、1 000多家城市信用合作社、35 000多家农村信用合作社以及近200家外资银行的营业性机构。

③数据来源于新华网报道："刘明康：上海建设国际金融中心已有一定基础和优势"，http://news.xinhuanet.com，2008-05-09。

④数据来自金融界网站报道："上海加快建设国际金融中心"，http://finance.jrj.com.cn，2009-03-24。

⑤在数据合并过程中，由于某些变量的数据缺失，该观测值会被剔除。

⑥制造业取两位代码分类，其他行业取一位代码分类。

⑦夏立军和方铁强(2005)，孙铮、刘凤委和李增泉(2005)，方军雄(2006，2007)等都采用了该指数衡量我国各地区的制度环境。

参考文献：

[1]樊纲，王小鲁，朱恒鹏．中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年报告[M].北京：经济科学出版社，2007.

[2]李斌，江伟．金融发展、融资约束与企业成长[J]．南开经济研究，2006，(3)：68－78.

[3]李增泉，辛显刚，于旭辉．金融发展、债务融资约束与金字塔结构[J]．管理世界，2008，(1)：123－135.

[4]康继军，张宗益，傅蕴英．金融发展与经济增长之因果关系——中国、日本、韩国的经验[J]．金融研究，2005，(10)：20－31.

[5]刘芍佳，孙霈，刘乃全．终极产权论、股权结构及公司绩效[J]．经济研究，2003，(4)：51－62.

[6]卢峰，姚洋．金融压抑下的法制、金融发展和经济增长[J]．中国社会科学，2004，(1)：42－55.

[7]孙铮，李增泉，王景斌．所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据[J]．管理世界，2006，(10)：100－107.

[8]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[J]．经济研究，2005，(5)：52－63.

[9]汪辉．上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J]．经济研究，2003，(8)：28－35.

[10]吴淑琨．股权结构与公司绩效的U型关系研究——1997－2000年上市公司的实证研究[J]．中国工业经济，2002，(1)：80－87.

[11]夏立军，方铁强．政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J].经济研究，2005，(5)：40－51.

[12]周立，王子明．中国各地区金融发展与经济增长实证分析：1978－2002[J]．金融研究，2002，(10)：1－13.

[13]周晓艳，王凌云．股权结构、多元化与公司绩效[J]．江苏社会科学，2003，(6)：43－48.

[14]朱红军，汪辉．"股权制衡"可以改善公司治理吗？——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究[J]．管理世界，2004，(10)：114－123.

[15]Alchian A A. Some economics of property rights[J]. Il Politico，1965，30(4)：816－829.

[16]Beck Thorsten，Ross Levine，Norman Loayza. Finance and the sources of growth [J]. Journal of Financial Economics，2000，58：261－300.

[17]Cheung Steven N S. The theory of share tenancy[M]. Chicago：The University of Chicago Press，1969.

[18]Cheung, Steven N S. The contractual nature of the firm[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26: 1—21.

[19]Coase R H. The nature of the firm[J]. Economica, 1937,(4): 386—405.

[20]Demsetz H. The exchange and enforcement of property rights[J]. Journal of Law and Economics, 1964,(3): 11—26

[21]Grossman Sanford J, Hart Oliver. Corporate financial structure and managerial incentives[A]. J McCall. The economics of information and uncertainty [C]. Chicago: University of Chicago Press,1982:107—140.

[22]Harris M,Raviv A. The theory of capital structure[J]. Journal of Finance, 1991, 46: 297 —355.

[23]Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate capital finance and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76: 323 —339.

[24]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,(3): 305—360.

[25]King Robert G, Ross Levine. Finance and growth: Schumpeter might be right [J]. Quarterly Journal of Economics, 1993, 108: 717—737.

[26]Levine Ross, Sara Zervos. Stock markets, banks, and economic growth[J]. American Economic Review, 1998, 88: 537—558.

[27]Love L. Financial development and financial constraints: International evidence from the structural investment model[R]. Working Paper, World Bank, 2001.

[28]Rajan Raghuram, Luigi Zingales. Financial dependence and growth[J]. American Economic Review, 1998, 88: 559—586.

[29]Stulz R. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26: 3—27.

[30]Wurgler J. Financial markets and the allocation of capital[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 187—214.

Financial Development, Debt Governance and Corporate Value: Evidence from Chinese Listed Companies

TANG Song[1], YANG Yong[2], SUN Zheng[3]

(1.*School of Accounting and Finance, The Hong Kong Polytechnic University, Hong Kong, China*;2. *National Council for Social Security Fund, Beijing* 100032, *China*;3. *Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai* 200433, *China*)

Abstract: Based on the critical theory of new institutional economics and

(下转第 96 页)

public utility means the breach of the initial regulatory contracts by public-utility controllers, leading to damages to public utility enterprises which are known as stranded costs. And the compensation of stranded costs based on the efficiency principle is the remedy of the breach of regulatory contracts. The above logic is the core of the legal-economic issue caused by stranded costs. The paper makes a legal-economic analysis on the relationship between related controllers and public utility enterprises in the reform of China's power market. For public utility controllers in China in the absence of legal constraints for a long time, reasonable disposal of stranded costs will restrict controllers and avoid the abuse of regulations without constraint.

Key words: regulatory contract; stranded cost; legal economics; marketization of public utility

(责任编辑　金　澜)

(上接第 16 页)

the data of A-share listed companies on both Shanghai and Shenzhen stock markets from 2000 to 2006, this paper makes an empirical study on the micro mechanism of financial development for promoting economic growth. The result finds that if the debt ratio increases by 1%, the increasing percentages of corporate values in areas with higher degree of financial development will be on average 0.54 higher than the ones in areas with lower degree of financial development. And the positive relation between the debt ratio and corporate value only holds in areas with higher degree of financial development. It means that financial development plays an important role in the performance of debt governance. If the companies are located in areas with higher degree of financial development, their debt governance will have a better performance and their corporate values will be more apt to rise. This paper provides a helpful perspective for us to understand the micro mechanism of financial development for promoting economic growth.

Key words: financial development; debt governance; corporate value

(责任编辑　金　澜)