

# 国家产业政策、区域金融发展与企业债务期限结构

赵 卿<sup>1</sup> 曾海舰<sup>2</sup>

(1. 电子科技大学中山学院经贸学院, 广东 中山 528400; 2. 广西大学商学院, 广西 南宁 530000)

**[摘 要]** 本文选取 A 股非金融类上市公司 2000 - 2010 年经验数据为研究样本, 实证检验了我国产业政策、区域金融发展以及它们之间的相互作用对企业债务期限结构的影响。研究发现, 国家产业政策的出台显著提高了上市公司长期债务融资比重, 区域金融发展则与企业长期债务融资显著负相关, 然而对于受产业政策鼓励发展的企业, 上市公司长期债务比重会随着区域金融发展水平的提高而上升。本文的研究发现为国家产业政策及其区域效应的传导机制提供了企业融资层面的微观证据。

**[关键词]** 产业政策; 金融发展; 债务期限结构

**[DOI 编码]** 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2016.02.018

**[中图分类号]** F061.5      **[文献标识码]** A      **[文章编号]** 2095-3410(2016)02-0137-08

## 一、引言

企业在经营过程中时刻面临着融资决策问题, 而债务期限是企业在做决策时候要考虑的主要内容。债务期限之所以重要, 在于不同期限的债务履约成本相异, 与此对应的风险相异。早期关于企业债务期限结构的理论文献大致可以分为三类: 基于代理成本的理论 (Jensen, 1986<sup>[1]</sup>; Hart 和 Moore, 1998<sup>[2]</sup>)、基于信息不对称的理论 (Flannery, 1986<sup>[3]</sup>; Kale 和 Noe, 1990<sup>[4]</sup>; Diamond, 2001<sup>[5]</sup>)、基于税收差异的理论 (Brick 和 Ravid, 1985<sup>[6]</sup>)。这些文献主要从企业特征的角度研究债务期限结构, 发现企业盈利状况、自由现金流、企业资产风险、实际所得税税率等因素会对企业债务期限发生显著影响。随着上世纪末法与金融理论的日益兴起, 西方许多学者开始探讨制度环境因素对企业债务融资的影响, 并取得了一系列成果。如 Giannetti (2003)<sup>[7]</sup>、Qian 和 Strahan (2007)<sup>[8]</sup> 以及 Bae 和 Goyal (2007)<sup>[9]</sup> 等利用跨国数据的研究结果均表明, 诸如投资者法律保护 and 税收等正式制度因素均会对

企业的债务期限产生重要影响。我国学者孙铮等 (2005)<sup>[10]</sup>、刘国亮和徐斌 (2009)<sup>[11]</sup>、朱家谊 (2010)<sup>[12]</sup> 等则根据中国的特殊国情重点考察了市场化进程、金融发展以及政府干预等非正式制度因素对上市公司融资决策的影响。

由于学科分野等问题的影响, 宏观经济环境和政策对企业行为的影响直到最近才受到部分学者的关注 (姜国华和饶品贵, 2011<sup>[13]</sup>)。Hackbarth 等 (2006)<sup>[14]</sup> 理论上证明了公司融资政策受到宏观经济状况影响, 并且他们发现资产负债率呈现出反经济周期变化的特征。在实证分析方面, Cook 和 Tang (2009)<sup>[15]</sup> 的实证结果证实了 Hackbarth 等的理论。国内学者苏冬蔚等 (2009)<sup>[16]</sup> 实证结果发展我国上市公司的资本结构呈显著的反经济周期变化, 上市公司资本结构选择符合最优融资顺序理论。随后, 曾海舰等 (2010)<sup>[17]</sup> 采用双重差分估计法考察 1998 年信贷扩张与 2004 年信贷紧缩对中国上市公司资本结构的影响。雒敏和聂文忠 (2012)<sup>[18]</sup> 的经验证据表明我国企业资本结构调整速度会随着财政政策

**[基金项目]** 本文是国家自然科学基金项目“房价波动与企业投融资行为研究: 微观传导效应及互动机制” (项目编号: 71263008) 的阶段性成果。

**[作者简介]** 赵卿 (1977 - ), 男, 湖北襄阳人, 电子科技大学中山学院经贸学院副教授, 博士。主要研究方向: 公司金融。

和货币政策的变动而出现变化。马文超和胡思玥(2012)<sup>[19]</sup>经验证据发现在政策紧缩时资本结构的调整与“信贷观”一致,但在政策宽松时资本结构的调整与“信贷观”并不一致,受约束企业的杠杆仍然较小。从已有的少量文献我们发现,当前这方面的研究大多数均从经济周期或者货币政策的视角来探讨二者之间的互动关系,而本文关注的是产业政策对企业债务期限结构的影响。

产业政策和货币政策、财政政策一样,都是国家调控宏观经济的主要手段之一,如英美德日等国家均在不同时期运用过产业政策。我国是一个推行较多产业政策的国家,近几年产业政策更是我国“调结构、促转型”的重要手段。银行信贷政策是实现产业政策目标的重要手段。产业政策的出台和调整必然会对企业的融资决策产生较大影响,在产业政策的信贷传导机制下,企业的资本结构以及债务期限可能出现明显变化,因此研究企业债务期限结构的影响因素有必要对这一重要的宏观经济政策进行考虑。

基于此,本文以我国2000-2010年上市公司为研究样本,参照陆正飞和韩非池(2013)<sup>[20]</sup>的方法,将我国政府“五年规划”中政府鼓励发展的产业作为产业政策的替代变量,实证检验我国产业政策对企业债务期限结构的影响。

全文的余下部分结构如下:第二部分为理论分析与研究假设,第三部分为研究设计,第四部分为实证结果及分析,第五部分为研究结论。

## 二、理论分析与研究假设

众所周知,由于时间越长,未来的不确定性就越大,因此债务期限越长,其违约风险也就越大。为了保证银行贷款的安全,对于企业提出的长期融资需求,银行往往会非常谨慎,除了要求提供更多的信息,在担保物上也会更加严格(Diamond, 1991<sup>[21]</sup>)。而期限较短的银行贷款,由于未知因素较少,风险也就较低,因此,银行更愿意以短期借款作为解决信息不对称的手段。但以上决策的前提是银行是独立的经济人,不受政府部门或干预,在中国这一前提要大打折扣。

在西方发达经济体对本国资本市场的人为干预主要是以市场化的形式来完成,比方说以利率调整

为主的货币政策以及以税收方式为主的财政政策,通常很少运用直接干预或管制的方式。所以,在西方的众多资料中,政府的一些宏观决策对公司财务(比如:融资和投资)的影响,大多数是在货币政策和税收政策中体现。在新兴市场,尤其在中国,政府干预的经济思想基本占据着统治地位。尽管我国近几十年来一直进行市场化改革,但政府的主体地位并没有发生根本变化。货币政策、财政政策以及产业政策都是我国政府调控经济的重要手段,其中产业政策尤为突出。和其他政策相比,产业政策更具针对性,更加灵活。产业发展规划是政府运用产业政策调控经济发展的纲领性文件,尤其是我国每五年出台的五年发展规划,规划纲要会明确未来几年我国重点发展的产业以及相应措施。在规划纲要指引下,各级政府会积极主动地引导各类资源向鼓励发展产业倾斜,优先扶持这类产业发展,促使鼓励发展产业做大做强。显然,受到鼓励发展的产业和非鼓励发展产业获取的资源可能存在明显差异,从而使得受到支持的产业和非支持的产业得到不同的发展环境。

产业政策引导下的资源配置可能使受到支持发展的产业得到优先发展的机会。产业的发展有赖于产业内的微观企业个体的发展。产业政策在实施过程中往往是对鼓励发展产业的企业通过诸如税收、信贷、资本市场等各项扶持政策加以实现的。其中财政和金融是政府为实现目标而采取的主要产业政策手段。就金融资源来说,当前我国仍然是以银行贷款为主体的金融体系。为落实产业政策制定的目标,各级政府通常会影响到金融机构对符合产业政策发展重点的行业各种优惠,包括较低的利率水平、贴息、债务期限等,从信贷资源方面扶持鼓励发展行业的发展。例如,赵冬青等(2008)<sup>[22]</sup>发现,当国家实施宏观调控时,面对银行信贷政策的收紧,房地产上市公司融资方式将更加多样,以应对宏观政策的调控。陈冬华等(2010)<sup>[23]</sup>发现,五年规划中鼓励发展的行业,上市公司获得的银行贷款尤其是长期银行贷款,要高于没有受到鼓励发展的行业。陈冬华将其称为产业政策的信贷传导机制。黎文靖和李耀淘(2014)<sup>[24]</sup>的实证结果也表明,当公司受到产业政策激励时,民营企业更有可能突破行业壁垒和获得更

多银行融资支持,从而增加投资。由此可见,在产业政策的信贷传导机制下,是否受到产业政策鼓励发展的企业其融资条件可能存在较大差别,因此研究企业债务期限结构的影响因素有必要对这一重要的宏观经济政策进行考虑。

产业政策起码在两方面对企业债务期限产生重大影响:首先为实现产业政策目标,政府对于符合产业政策导向的企业往往会给予各种优惠措施,比如给予财政补贴增强承担风险能力或者贴息降低企业负担,由于有政策扶持,银行在贷款给受产业政策支持发展的企业时在债务期限上也会给予放宽,从而使得企业获得更多的长期贷款。其次,由于政府在当前经济活动中依然处于主导地位,政府也可能通过宏观调控手段直接影响银行的信贷决策,以帮助企业获得贷款;为了避免因官员轮换而导致对借款成本造成影响,此类贷款一般情况下更多为长期贷款。由此本文提出假说1:

假说1:属于国家产业政策鼓励发展的上市公司能获得更多的长期债务融资。

因为我国不是每个地区都有证券交易市场,证券交易市场仅是深圳与上海才有,所以对上市公司债务集来说,每个地区以银行为主的经济中介发展的不同,其获取融资的条件也不尽相同。相对于个人投资者而言,银行等金融机构在收集贷款企业信息方面显然更具规模优势,同时金融机构对于企业的监管也更加便利和有效。显然,一个地区金融中介机构发展的越好,金融机构在发挥其收集信息方面的优势就越明显,对企业的监管也就越有效。短期借款能帮助银行快速获取企业相关经营和生产信息,更能发挥银行等金融机构的监督优势。另一方面,如果企业快要破产,那么,短期的债务融资也可以帮助银行更顺利地回收资金。因此,在金融发展水平较高的地区,银行等机构控制风险的意识更强,也较少受到政府的干预,为节约监管成本,更好地控制风险,金融发展越好的地区,短期贷款的比重可能越高,而长期贷款相应较少。由此本文提出假说2:

假说2:随着区域金融发展水平的提高,上市公司获取的长期债务融资越少。

尽管短期贷款具有监管和收集信息方面的优

势,在企业出现经营风险时,短期借款的风险也更容易掌控,但这些都未考虑外部宏观经济政策的影响。正如前文阐述,受到产业政策鼓励发展的行业会得到政府更多的资源倾斜,行业内的企业也面临更大发展机遇,金融发展水平较高的地区往往市场意识更强一些,也更愿意将资金贷给符合产业发展导向的企业,因此,在金融发展较好的区域,银行等金融机构更愿意放宽贷款条件,延长贷款期限。由此本文提出假说3:

假说3:区域金融发展水平越高,受产业政策鼓励发展的上市公司获取的长期债务融资就越多。

### 三、研究设计与描述性统计

#### 1. 研究样本

本文以2000-2010年A股上市公司为研究对象,剔除了金融行业公司,同时剔除所有者权益为负值的样本,最终得到了2000-2010年间12452个观测样本。本文国家产业政策的数据依据于国家公布的国民经济和社会发展规划整理而来。所有相关财务数据均来源于国泰安CSMAR数据库。为了消除极端值的影响,本文针对连续变量的1%和99%百分位进行Winsorize处理。

#### 2. 变量定义

国家产业政策。如何度量产业政策是本文首先要考虑的问题,与其他相关研究类似,精确地衡量产业政策不是一件容易的事情。尽管可能存在研究方法上的精确性不足,但考虑到研究问题的重要性,本文拟借鉴黎文靖和李耀淘(2014)<sup>[24]</sup>的方法,采用以下方法定义产业政策。如果五年规划文件中出现类似“鼓励发展”、“大力发展”某行业,我们就将该行业认定为政府支持发展行业(具体划分见表1)。限于篇幅“十五”规划相关划分本文没有列出。本文IND<sub>it</sub>是本文定义的宏观产业政策的虚拟变量,若上市公司属于产业政策鼓励发展行业则取值为1,否则为0。

债务期限结构。本文把债务期限结构分别用绝对量与相对量来代表,其中绝对量是公司本年年终长期借款除以年终所有资产,而相对量是公司本年年终长期借款除以短期贷款,一年到期长期负债和长期借款的和。

表 1 “十一五”规划中支持发展行业		
行业	重点行业	明确鼓励
A01 农业	1	1
A03 林业	1	1
A01 畜牧业	1	1
A07 渔业	1	1
A09 农、林、牧、渔服务业	1	1
C01 食品加工业		1
C43 化学原料及化学制品制造业		1
C51 电子元件制造业	1	1
C73 专用设备制造业		1
C75 交通运输设备制造业		1
C76 电器机械及器材制造业		1
C81 医药制造业		1
C85 生物制品业	1	1
D01 电力、蒸汽、热水的生产和供应业		1
D03 煤气生产和供应业		1
F01 铁路运输业	1	1
F03 公路运输业	1	1
F05 管道运输业	1	1
F07 水上运输业	1	1
F09 航空运输业	1	1
F11 交通运输辅助业	1	1
G81 通道及相关设备制造业	1	1
G85 通讯服务业	1	1
G87 计算机应用服务业	1	1
J01 房地产开发与经营业		1
K01 公共设施服务业		1
K34 旅游业		1

资料来源:根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》,并参考陈冬华等(2010)整理。行业分类标准《上市公司行业分类指引》(二级代码)

金融发展水平。我们采用了樊纲和王小鲁(2011)<sup>[25]</sup>构成的三个地方性的金融市场化标准,包括金融业的市场化、贷款金额分配的市场化指标和金融业竞争指数来评估金融发展能力,该指数越大,说明这个地区的金融发展能力越强。本文的主要变量定义参照表 2。

3. 研究模型

首先,为了检验所提出的假设,本文构建了如下模型检验宏观产业政策、区域金融发展对公司债务期限结构的影响。

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1IND_{i,t-1} + \beta_2State_{i,t-1} + \beta_3ROE_{i,t-1} + \beta_4Growth_{i,t-1} + \beta_5Tbl_{i,t-1} + \beta_6Size_{i,t-1} + \beta_7Lev_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1Finance_{i,t-1} + \beta_2XZ_{i,t-1} + \beta_3ROE_{i,t-1} + \beta_4growth_{i,t-1} + \beta_5Tbl_{i,t-1} + \beta_6Size_{i,t-1} + \beta_7Lev_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1IND_{i,t-1} + \beta_2Finance_{i,t-1} + \beta_3IND_{i,t} \cdot Finance_{i,t-1} + \beta_4XZ_{i,t-1} + \beta_5ROE_{i,t-1} + \beta_6growth_{i,t-1} \cdot 140 \cdot$$

$$+ \beta_7Tbl_{i,t-1} + \beta_8Size_{i,t-1} + \beta_9Lev_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

表 2 变量名称、符号及定义		
变量名	变量含义	定义
LBdebt	长期债务比率	公司当年年末长期借款除以年末总资产
Fzjg	债务期限结构	公司当年年末长期借款/公司当年年末短期借款,一年内到期长期负债和长期借款之和
IND	产业政策	如果公司所在行业处于产业政策鼓励发展的行业,则取值为 1,否则为 0
State	企业性质	国有企业虚拟变量,如果是国有企业,则取值为 1,否则为 0
ROE	净资产收益率	年初净利润(税后利润)除以平均股东权益
Growth	销售收入增长率	年初销售收入增长比率
TBL	固定资产比率	年初固定资产除以年初总资产
Size	公司规模	年初总资产的自然对数
Lev	资产负债率	年初总负债除以年初总资产
FC	金融发展 1	取自樊纲等(2011)报告金融业竞争指数
LM	金融发展 2	取自樊纲等(2011)信贷资金分配的市场化指数
Market	金融发展 3	取自樊纲等(2011)金融业的 市场化指数

4. 描述性统计

表 3 列示了样本观测值的描述性统计。依据表上的内容的得知,均衡来看,在所有的上市公司中,其中得到产业政策帮助的企业占有 53.9%。长期借款在我国上市公司融资比重并不高,长期负债比率(LBdebt)平均只有 25.4%左右,债务期限结构(Fzjg)平均只有 13.3%左右。表 3 的描述性统计结果也表示,我国不同的区域其金融发展程度也有很大的不同。

金融业的市场竞争指标 FC 数值最大是 12.84,最小值只有 0.85,平均值是 8.60;信贷资金分配市场化的指标 LM 数值最大是 12.41,最小值甚至是 -0.67,中间值则是 7.89,平均值是 7.47;金融行业市场化指标 Market 数值的最小值为 2.37,最大值达到 11.8,平均值为 7.87。

表 4 按照上市公司是否属于宏观产业政策鼓励发展行业对样本进行分组。分组结果显示,相对于不属于产业政策鼓励发展行业的上市公司,属于产业政策鼓励发展行业内的上市公司长期借款比例更高,成长性更好,盈利状况更好。当然上述结论还需通过更加严谨的计量统计加以论证。

表 3 变量的描述性统计

stats	min	max	p50	mean	sd
Fzjg	0	1	0.141	0.254	0.289
Ldebt	0	0.957	0.0484	0.133	0.196
IND	0	1	1	0.539	0.499
State	0	1	1	0.627	0.484
ROE	-1.502	0.367	0.0626	0.0339	0.222
Growth	-0.669	4.492	0.0618	0.271	0.768
Tbl	0.00347	0.817	0.269	0.297	0.186
Size	18.76	24.40	21.13	21.23	0.990
Lev	0.0781	2.271	0.496	0.506	0.230
Market	2.370	11.80	7.730	7.873	2.201
FC	0.850	12.84	9.200	8.609	2.541
LM	-0.670	12.41	7.710	7.477	2.456

表 4 样本分组描述性统计

变量	均值		T - Test
	IND = 1	IND = 0	
Gzjg	0.271	0.229	-9.063
Ldebt	0.144	0.117	-8.246
State	0.643	0.618	-3.158
ROE	0.041	0.028	-3.688
Growth	0.266	0.203	-5.393
Tbl	0.289	0.304	4.715
Size	21.215	21.177	-2.318
Lev	.490	.514	6.247
Market	7.531	7.453	-2.120
FC	8.146	8.011	-2.988
LM	7.185	7.072	-2.728

表 5 产业政策对债务期限结构影响的检验结果

	(1)	(2)	(3)
	Fzjg	Fzjg	Ldebt
IND	0.061 *** (7.19)	0.036 *** (7.80)	0.032 *** (10.97)
State		0.018 *** (3.51)	-0.002 (-0.74)
ROE		0.099 *** (9.51)	0.027 *** (4.07)
Growth		0.022 *** (7.07)	0.016 *** (8.33)
Tbl		0.254 *** (18.99)	0.238 *** (28.03)
Size		0.081 *** (32.07)	0.050 *** (31.52)
lev		0.061 *** (5.53)	0.158 *** (23.24)
Intercept	0.215 *** (31.31)	-1.556 *** (-29.71)	-1.113 *** (-33.49)
R - sq	0.007	0.136	0.179
N	13413	13413	13413

注:括号内为各变量系数显著性检验的 t 值。\*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 10%,5%和 1%水平上显著

四、实证结果及分析

表 5 列出了假设 1 的回归结果。从表 5 中可以看出:宏观产业政策与债务期限结构正相关,即受到产业政策支持的企业,债务期限越长。这与理论预期相一致。这一发现也为宏观产业政策的传导机制提供了企业层面的微观证据。

表 6 和表 7 列出了假设 2 和假设 3 的回归结果。其中,表 6 是我们根据模型(2)和模型(3)以长期负债比率为因变量进行的回归分析结果。研究假设 2 主要考察区域金融发展对上市公司债务期限结构的影响,因此金融发展是我们重点关心的系数。如果假说成立,金融发展代理变量的系数预期为正。从表 6 第(1)栏我们可以看出,地区金融业竞争变量(FC)的系数为-0.009,且在 1%的水平上显著,假设 2 得到证实。此结果和国外大多文献向左,在发达国家,金融发展水平越高,长期贷款比重越高,而在我国区域金融发展越好,银行等金融机构向企业提供更多的是短期贷款。

研究假设 3 主要考察国家产业政策、区域金融发展对上市公司债务期限结构的交互影响,因此二者的交互项是我们重点关心的系数。FCIND 是产业政策(IND)以及地区金融业竞争变量(FC)交互变量。从表 6 第 4 栏可知,FCIND 的参数估计值为 0.026,且在 1%的水平上显著,假设 3 得到证实。表明区域金融发展水平越高,受产业政策鼓励发展的上市公司获取的长期债务融资就越多。

表 6 的第(2)栏以及第(3)栏依次采用以地区信贷市场化(LM)以及金融市场化指数(Market)表示地区金融发展程度的分析结论,从中也能了解到,LM 和 Market 的参数估算量都是负数,而第(5)栏和第(6)栏的交互项 INDxLM 和 INDxMarket 的参数估算量都是正数,进而进一步对假说 2 以及假说 3 进行了证明。

控制变量中,公司规模(Size)和长期债务比率显著为正,这和大多数文献一致,表明规模越大的公司其声誉相应更大,银行更愿意提供期限较长的贷款;盈利的多少(ROE)和长期贷款比例是正比例,表明盈利能力强的企业更容易得到银行的扶持。

表 6 以长期债务比率 (Ldebt) 为因变量的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
State	0.035 * (2.18)	0.033 * * (2.96)	0.034 * * (3.15)	0.038 (1.96)	0.035 * * (2.76)	0.037 * * (3.26)
ROE	0.033 * * * (5.23)	0.033 * * * (4.87)	0.033 * * * (4.95)	0.033 * * * (5.00)	0.031 * * * (4.68)	0.032 * * * (4.74)
Growth	0.018 * * * (9.20)	0.018 * * * (9.11)	0.017 * * * (8.76)	0.017 * * * (8.71)	0.017 * * * (8.66)	0.016 * * * (8.21)
Tbl	0.222 * * * (26.08)	0.230 * * * (27.00)	0.226 * * * (26.49)	0.226 * * * (26.62)	0.233 * * * (27.48)	0.229 * * * (27.02)
Size	0.056 * * * (34.01)	0.054 * * * (32.67)	0.054 * * * (33.48)	0.055 * * * (33.94)	0.053 * * * (32.65)	0.054 * * * (33.35)
Lev	0.157 * * * (23.07)	0.158 * * * (23.12)	0.156 * * * (22.91)	0.161 * * * (23.80)	0.163 * * * (23.88)	0.160 * * * (23.62)
FC	-0.009 * * * (-13.50)			-0.010 * * * (-12.33)		
LM		-0.004 * * * (-8.19)			-0.006 * * * (-8.77)	
Marekt			-0.007 * * * (-11.86)			-0.008 * * * (-11.93)
IND				0.026 * * * (6.75)	0.023 * * * (5.81)	0.023 * * * (6.04)
INDxFC				0.011 * (2.25)		
INDxLM					0.017 * * * (3.45)	
INDxMarket						0.017 * * * (3.45)
Intercept	-1.132 * * * (-34.03)	-1.128 * * * (-33.69)	-1.130 * * * (-33.92)	-1.135 * * * (-34.04)	-1.129 * * * (-33.68)	-1.130 * * * (-33.86)
R - sq	0.183	0.176	0.180	0.184	0.186	0.183
N	13413	13413	13413	13413	13413	13413

注:括号内为各变量系数显著性检验的 t 值。\*,\*,\*,\* \* \* 分别表示在 10%,5% 和 1% 水平上显著

表 7 以期限结构 Fzjg 为因变量的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
State	0.011 * (2.18)	0.015 * * (2.96)	0.016 * * (3.15)	0.010 (1.96)	0.014 * * (2.76)	0.017 * * (3.26)
ROE	0.107 * * * (10.25)	0.104 * * * (9.90)	0.106 * * * (10.11)	0.105 * * * (10.08)	0.102 * * * (9.75)	0.105 * * * (10.03)
Growth	0.025 * * * (7.82)	0.025 * * * (7.73)	0.024 * * * (7.46)	0.024 * * * (7.49)	0.024 * * * (7.42)	0.023 * * * (7.14)
Tbl	0.236 * * * (17.67)	0.247 * * * (18.44)	0.239 * * * (17.86)	0.240 * * * (17.99)	0.250 * * * (18.70)	0.241 * * * (18.06)
Size	0.088 * * * (34.04)	0.086 * * * (32.74)	0.089 * * * (34.00)	0.087 * * * (33.90)	0.085 * * * (32.64)	0.087 * * * (33.77)
Lev	0.063 * * * (5.73)	0.063 * * * (5.66)	0.064 * * * (5.85)	0.058 * * * (5.27)	0.057 * * * (5.18)	0.062 * * * (5.63)
FC	-0.011 * * * (-10.41)			-0.013 * * * (-9.97)		
LM		-0.005 * * * (-5.54)			-0.007 * * * (-6.16)	
Marekt			-0.010 * * * (-10.51)			-0.014 * * * (-12.83)
IND				0.025 * * * (4.12)	0.025 * * * (3.93)	0.025 * * * (4.06)
INDxFC				0.020 * * (2.59)		
INDxLM					0.022 * * (2.72)	
INDxMarket						0.044 * * * (7.62)
Intercept	-1.599 * * * (-30.48)	-1.588 * * * (-30.07)	-1.602 * * * (-30.53)	-1.594 * * * (-30.24)	-1.585 * * * (-29.91)	-1.575 * * * (-30.01)
R - sq	0.140	0.135	0.140	0.139	0.140	0.144
N	13413	13413	13413	13413	13413	13413

注:括号内为各变量系数显著性检验的 t 值。\*,\*,\*,\* \* \* 分别表示在 10%,5% 和 1% 水平上显著

表 7 是我们根据模型(2)和模型(3)以债务期限构成(Fzjg)为因变量进行的回归分析结果。表 7 第(1)栏 - 第(6)栏的检验结果表明,FC、LM 和 Market 的参数估计值仍然为负且显著,INDxFC、INDxLM 和 INDxMarket 的参数估计值仍然为正且显著,进而进一步地对假说 1、假说 2 以及假说 3 进行了证明。

根据以上检验结果能够看出我国金融发展并没有让上市公司增加长期债务融资,金融发展水平愈高,上市企业拥有的长期债务融资越少,但是针对那些受到产业政策鼓励发展的上市企业,区域金融发展水平的提升却对其拥有更多长期债务融资起到了促进作用。区域金融市场的发展对国家产业政策信贷传导机制具有强化作用。

### 五、研究结论

债务期限是债务契约的重要内容,本文根据近几年兴起的“宏观经济政策与微观企业行为相融合”的理论观念,以中国 2000 - 2010 年上市公司为样本,分别从长期负债比例和债务期限构成两个方面,实证检验了我国产业政策、区域金融发展以及它们之间的相互作用对企业债务期限结构的影响。研讨结果证明:(1)宏观产业政策和债务期限正相关,即受到产业政策鼓励发展的企业,债务期限越长,这一发现也为宏观产业政策的信贷传导机制提供了企业层面的微观证据。(2)地区金融发达的水平愈高,上市公司得到的长期债务融资就愈少,然而对于受到产业政策激励发展的企业,金融发展水平的提升却对上市公司获取很多的长期债务融资是有帮助的。表明区域金融市场的发展强化了国家产业政策的传导机制。

本文的研究具有如下理论和现实意义。首先,从理论意义上,本文以中国独特的宏观产业政策作为研究背景,将宏观产业政策与企业财务行为相结合,揭示了产业政策如何影响企业的债务期限结构,从一个侧面为国家产业政策如何影响企业行为和决策提供了证据。以往的研究主要集中在货币政策对企业行为的影响,而本文则以产业政策作为研究背景,丰富了该领域的相关研究,同时也拓展了资本结构理论研究范围。其次,以往对于金融发展这种非正式制度的研究都忽略了更为宏观的国家经济政策

的影响,从而导致结论可能有所粗疏,本文考察了产业政策与区域金融发展的交互作用,有助于我们更好地理解金融发展的运行机制。最后,本文的结果表明宏观经济政策会对企业的资本结构产生重要影响,这一发现拓展了我们对于公司资本结构的理解,丰富了公司资本结构的相关研究文献,也为企业经营者进行融资决策提供了参考。

### 参考文献:

[1] Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review 1986, (76):323 - 329.

[2] Hart, O. and Moore, J. Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, (113):1 - 42.

[3] Flannery, M. , Asymmetric information and risk debt maturity structure choice[J]. Journal of Finance, 1986, (41):18 - 38.

[4] Kale, J. R. , and Noe, T. H. , Risk debt maturity choice in a sequential equilibrium[J]. Journal of Financial Research. 1990, (13):155 - 165.

[5] Diamond, D. and Rajan, R. Banks, Short Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications [J]. Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy, 2001, (54):37 - 71.

[6] Brick, I. E. , and Ravid, S. A. On the relevance of debt maturity structure [J]. Journal of Finance, 1985 (40), 1423 - 1437.

[7] Giannetti, M. Do Better Insitutions Mitigate Agency Problems Evidence from Corporate Finance Choices[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, (38):185 - 212.

[8] Qian, J. and Strahan, P. How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: the Case of Bank Loans[J]. Journal of Finance, 2007, (62):2803 - 2834.

[9] Bae, K. and Goyal, V. Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans. Working Paper, 2007.

[10] 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——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005, (05):52 - 63.

[11] 刘国亮, 徐斌. 区域金融发展与我国上市公司债务期限结构[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版), 2009, (03):1 - 9.

[12] 朱家谊. 政府干预与企业债务期限结构研究[J].

财经科学,2010,(10):88-95.

[13] 姜国华,饶品贵. 宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域[J]. 会计研究,2011,(03).

[14] Hackbarth, D., Miao, J. and E. Morellec. Capital structure, credit risk, and macro Economic Conditions [J]. Journal of Financial Economics, 2006, (82): 519-550.

[15] Cook, D. O. and T. Tang, Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speedo, University of Alabama, Working Paper, 2009.

[16] 苏冬蔚,曾海舰. 宏观经济因素与公司资本结构变动[J]. 经济研究,2009,(12):53-65.

[17] 曾海舰,苏冬蔚. 信贷政策与公司资本结构[J]. 世界经济,2010,(08):17-42.

[18] 雒敏,聂文忠. 财政政策、货币政策与企业资本结构动态调整[J]. 经济科学,2012,(05):32-43.

[19] 马文超,胡思玥. 货币政策、信贷渠道与资本结构

[J]. 会计研究,2012,(11):39-48.

[20] 陆正飞,韩非池. 宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应? [J]. 管理世界,2013,(06):43-60.

[21] Diamond, D. W. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk [J]. Quarterly Journal of Economics, 1991, (106): 709-737.

[22] 赵冬青,朱武祥,王正位. 宏观调控与房地产上市公司资本结构调整[J]. 金融研究,2008,(10):78-92.

[23] 陈冬华,李真,新夫. 产业政策与公司融资[C]. 南京大学工作论文,2010.

[24] 黎文靖,李耀淘. 产业政策激励了公司投资吗? [J]. 中国工业经济. 2014,(05):122-134.

[25] 樊纲,王小鲁. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京:经济科学出版社,2013.

(责任编辑:程美秀)

Industrial Policy, Regional Financial Development  
and Debt Maturity Structure

ZHAO Qing<sup>1</sup>, ZENG Haijian<sup>2</sup>

(1. School of Economics and Trade, Zhongshan Institute, University of Electronic Science and Technology University, Zhongshan 528400, China; 2. Business School, Guangxi University, Nanning 530000, China.)

**Abstract:** Taking the non-financial A listed companies during 2000 to 2010 as samples, this paper analyzes the impact of the macro industrial policy and regional financial development on corporate debt maturity structure. The empirical results show that the macro industry policy significantly facilitated the long-term debt ratio of listed companies, and the regional financial development is significantly negative correlation with the long-term debt financing of listed companies. However, for the listed companies supported by the industrial policy, regional financial development raises the proportion of long-term debt financing of listed companies. Our empirical results provide firms with micro evidence about transmission mechanism of macro industrial policy.

**Key Words:** Industrial policy; Financial development; Debt maturity structure