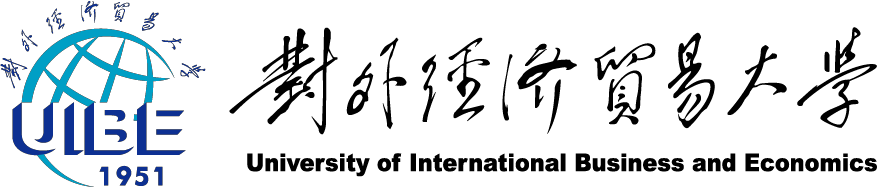
**学校代码：10036**



**博士学位论文**

**我国上市公司融资租赁的动因与影响**

**——基于承租与出租交易选择的研究**

**培养单位：国际经济贸易学院专业名称：金融学**

**研究方向：金融市场与组织作** 者：崔佳宁

**指导教师：史燕平**

**论文日期：二〇一四年三月**

**The Motive and Effection of Chinese Listed Company**

**——Study Base on the Selection of Lessee and Lessor**

**学位论文原创性声明**

**本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下， 独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外， 本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文所涉及的研究工作做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本声明的法律责任由本人承担。**

**特此声明**

**学位论文版权使用授权书**

**本人完全了解对外经济贸易大学关于收集、保存、使用学位论文的规定，同意如下各项内容：按照学校要求提交学位论文的印刷本和电子版本；学校有权保存学位论文的印刷本和电子版， 并采用影印、缩印、扫描、数字化或其它手段保存论文；学校有权提供目录检索以及提供本学位论文全文或部分的阅览服务；学校有权按照有关规定向国家有关部门或者机构送交论文; 学校可以采用影印、缩印或者其它方式合理使用学位论文，或将学位论文的内容编入相关数据库供检索；保密的学位论文在解密后遵守此规定。**

**学位论文作者签名：** 年 月 日

摘 要

金融危机后期，我国融资租赁业出现了一种新现象——大量的上市公司进入融资租赁业。而且在上市公司开始注意到融资租赁这一行业可以为其自身的融资甚至整体发展带来更大的利益时，上市公司会分别选择以出租人或承租人的不同身份进入到这一行业，以谋求自身的发展。这一现象也引起了融资租赁业业内人士、相应监管部门以及学者的注意。

围绕这一现象，本文的研究任务是从上市公司涉足融资租赁业时所扮演的租赁交易角色中的不同身份，即承租人与出租人入手，分析不同上市公司在涉足融资租赁业是扮演不同身份的动机，以及由此引申出来的有关上市公司现金流使用、公司多元化战略和我国融资租赁业的相关问题。文章的主体内容大致可以分为三大部分：

首先，本文从上市公司在涉足融资租赁业是扮演承租人的行为作为研究切入点。这一部分在理论上事先验证了国外的融资租赁理论（承租人动因方面）在我国市场的适用情况。通过研究我们发现，在国外尚且存在争议的融资租赁与债务的替代关系在我国市场上是成立的，原因在于二者都是一种长期的契约关系对现金流有一定的约束作用，但与国外情况有所不同的是，我国上市公司大多选择融资租赁众多交易形式中的出售回租这一形式，而不是国外的融资租赁或经营性租赁等直接租赁的形式。在确认融资租赁在我国与债务的替代关系之后，本文又通过二元选择模型研究了上市公司对出售回租与抵押贷款这两种极为相似的融资方式的选择关系。研究发现上市公司对这两种融资方式的选择关系主要取决于融资期限与国有股的持股比例，这在一定程度上也反映出了我国信贷资源市场的现状。最后，文章利用事件研究法对我国上市公司进行出售回租的市场反应进行了研究。研究结论得出，出售回租本身的交易特性以及投资者对这一交易形式的认知使得投资者认为这一交易形式有滥用现金流的嫌疑，由此造成上市公司出售回租市场反应为负。而若是上市公司面临财务紧张，而采取这一融资方式，则反而会造成较为正面的市场反应，本文给出的原因是出售回租缓解了短期资金流的紧张，形成短期内的良好预期。而且这一部分得出的较为重要的结论应该是，在我国现阶段，上市公司以承租人方式进入融资租赁市场的动因并不是设备投资而是获取较为便利的信贷资源。

其次，本文继续选择上市公司以出租人身份进入融资租赁市场为切入点研究上市公司成为出租人的行为动因。这一部分研究同样是建立在事先验证国外融资租赁理论，尤其是在出租人动因方面的理论结论基础之上的。研究结果同样发现国外已有的关于上市公司成为出租人的理论无法解释今年来我国融资租赁业出现出租人“井喷”的现象。进而通过面板数据的二元选择模型研究发现，我国上市公司以出租人身份进入我国融资租赁市场的动因是获取金融业高于实体经济的那部分利润，这种动因造成的结果是出租人与承租人在信贷资源上形成了一种供求关系，这也也解释了为何我国融资租赁的交易额位居世界前列，而融资租赁渗透率却并不尽如人意的现象。

最后，本文从融资租赁业需求与供给的角度并结合世界租赁业的发展趋势与我国宏观经济、金融市场现阶段特有的运行特点，分别针对上市公司涉足融资租赁业以及融资租赁业本身给出了相关的政策建议。这部分也是本研究的重要贡献。

**关键词：**融资租赁；上市公司；承租人；出租人

**Abstract**

In the latter part of the financial crisis , the listed companies began to notice the leasing can be their financing tool and even bring greater benefit for the overall development of the company itself, therefore the listed company chooses itself as lessor or lessee to step into the leasing industry to pursue their own development. This phenomenon has caused a lot of attention from the insiders the leasing industry, regulatory authorities and scholars.

Around this phenomenon, the task of this paper is to study the role of the two parts leasing transactions, which the listed companies involved in financial leasing industry

Play different identity, that is the lessee and the lessor. Then we analysis themotivationof different listed companies involved in financial leasing industry as lessee or lessor, as well as related issues about the cash flow using of listed companies and financial diversification and the problemof leasing industry .

The main contents of the article and conclusions can be roughly divided into three

parts:

Firstly, from the listed companies which step into the leasing industry with

Playing the role of lessee as our research starting point. In this part, we test whether the foreign leasing theoryapplicable in the Chinese market. Through the research, we found that the substitute relationship between the leasing and debt financing have been founded in Chinese market, the reason is that they are both havinga kind of long-term contractual relationship for a certain cash flow, which can play an constraints role, but what difference between the is different transaction form, most of China's listed companies choose many transactions in the form of financial leasing in the form of sales-leaseback, rather than foreign company which choose finance lease or operating lease and other forms of direct leasing form. After we confirm the substitute relationship between the leasing and the debt financing, we study the diffrence between the sell-and-leaseback through the logit modle. We find that the term of the financing and the state own shares is the most importent reason which can affect the choosing of the two finacing styles. Finally, this partused the event study method to test the market reaction of China's listed companies doing sell-and-leaseback. We find that, sell-and-leaseback transaction itself makes investors believe there is suspicion of abuse of the cash flow. Thereby causing the listed company to sell-and-leaseback the market reaction is negative. And if a listed company is facing financial constraints, while taking this financing form, then it will result in a more positive market reaction, because sell-and-leaseback can ease tensions and create a good expected in the short term. And this part of the more important conclusions should be drawn at the present

Stage, the listed company to the lessee way into the finance leasing market moving but more convenient access to credit resources is not due to equipment investment .

Secondly, we continue to select the listed company as lessor which step into the leasing industry as an entry point to study of the behavior of listed companies whichbecoming the lessor and the motivation of this phenomenon. In this part of the study, our reaserch is based on the theory of lessor's motivation. We found that the existing theories regarding the foreign companies to become the lessor can not explain the phenomenon of lessors'" blowout‖in Chinise market. By selecting the binary model of panel data, our study found that Chinise listed companies as lessor enters motivation of financial leasing market is to get that part of the profits of the financial sector is higher than the real economy. And this part of the study also explains why the trading volume of the largest in the world of finance lease is high, but the finance lease penetration rate is not satisfactory .

Finally, from the perspective of the demand and supply of financial leasing industry and the development trend of the worldwide and China's macroeconomic leasing industry, the operating characteristics of the financial market, respectively, for listed companies involved in the leasing industry and finance leasing industry itself gives the relevant policy recommendations. This part is also an important contribution to the study of leasing theory.

**Keywords:** financial leasing; Listed company; Lessee; Lessor

目 录

[摘 要](#_Toc686884398) 3

**[Abstract](#_Toc686884399)** 3

[第](#_Toc686884400)**[1](#_Toc686884400)**[章 绪论](#_Toc686884400) 5

[1.1 研究背景](#_Toc686884401) 5

[1.1.1 上市公司涉足融资租赁的现实背景](#_Toc686884402) 5

[1.1.2 实证较少与视角单一的理论背景](#_Toc686884403) 6

[1.2 研究意义](#_Toc686884404) 6

[1.2.1 监管层面的现实意义](#_Toc686884405) 6

[1.2.2 新现象解释层面的理论意义](#_Toc686884406) 6

[1.3 研究范围与研究对象的界定](#_Toc686884407) 6

[1.3.1 融资租赁的定义](#_Toc686884408) 6

[1.3.2 上市公司融资租赁行为的界定](#_Toc686884409) 6

[1.4 研究方法与研究思路](#_Toc686884410) 7

[1.5 文章结构安排](#_Toc686884411) 7

[1.6 本文创新点与理论贡献](#_Toc686884412) 7

[第](#_Toc686884413)**[2](#_Toc686884413)**[章 国内外相关文献综述](#_Toc686884413) 8

[2.1 综述视角的选择：交易动机、效果与行业发展视角](#_Toc686884414) 8

[2.2 国外相关文献综述](#_Toc686884415) 8

[2.2.1 融资租赁理论研究基础——基于完美市场假设下的研究基础](#_Toc686884416) 8

[2.2.2 融资租赁理论研究框架——基于不完美市场假设下的研究框架](#_Toc686884417) 8

[2.2.3 国外文献简要评价与未来可能的研究方向](#_Toc686884418) 9

[2.3 国内文献综述](#_Toc686884419) 9

[2.3.1 我国融资租赁理论研究的发展阶段](#_Toc686884420) 9

[2.3.2 现阶段我国融资租赁研究主要框架与内容](#_Toc686884421) 10

[2.3.3 国内文献简要评价](#_Toc686884422) 11

[第](#_Toc686884423)**[3](#_Toc686884423)**[章 上市公司做承租人动因分析](#_Toc686884423) 11

[3.1 本章研究视角与研究步骤](#_Toc686884424) 12

[3.1.1 以出售回租为主的研究视角](#_Toc686884425) 12

[3.1.2 研究步骤：从替代关系到财务效用的论证](#_Toc686884426) 12

[3.2 出售回租与债务融资之间替代关系的确证](#_Toc686884427) 12

[3.2.1 理论分析与研究假设](#_Toc686884428) 12

[3.2.2 数据与模型](#_Toc686884429) 13

[3.2.3 研究结果及意义](#_Toc686884430) 18

[3.3 出售回租与抵押贷款的选择](#_Toc686884431) 20

[3.3.1 理论分析](#_Toc686884432) 20

[3.3.2 数据与模型](#_Toc686884433) 21

[3.3.3 研究结果与现实意义](#_Toc686884434) 26

[3.4 上市公司做承租人的效果与动因：基于出售回租的事件研究](#_Toc686884435) 29

[3.4.1 理论分析与研究假设](#_Toc686884436) 29

[3.4.2 数据与模型](#_Toc686884437) 30

[3.4.3 研究结果](#_Toc686884438) 34

[3.5 本章小结](#_Toc686884439) 64

[第](#_Toc686884440)**[4](#_Toc686884440)**[章 上市公司做出租人动因分析](#_Toc686884440) 65

[4.1 概述：以探索融资租赁业繁荣原因为线索的研究视角](#_Toc686884441) 65

[4.2 理论现实分析与研究假设：融资租赁交易动因的两种可能](#_Toc686884442) 65

[4.3 数据、样本与研究设计](#_Toc686884443) 66

[4.4 实证结果与稳健性检验](#_Toc686884444) 73

[4.5 本章小结](#_Toc686884445) 82

[第](#_Toc686884446)**[5](#_Toc686884446)**[章 基于融资租赁行业发展特征下的相关政策建议](#_Toc686884446) 82

[5.1 金融危机后期国际融资租赁业发展宏观特征](#_Toc686884447) 83

[5.2 金融危机后期我国融资租赁业发展宏观特征](#_Toc686884448) 83

[5.3 中国融资租赁业市场结构与竞争格局的微观特征](#_Toc686884449) 83

[5.3.1 金融租赁公司的业务定位、发展状况与竞争力](#_Toc686884450) 84

[5.3.2 非金融租赁公司的业务定位、发展状况与竞争力](#_Toc686884451) 84

[5.3.3 融资租赁业主要业务类型分析及上市公司进入融资租赁市场的业务定位](#_Toc686884452) 84

[5.4 上市公司进入出租人市场的特殊风险](#_Toc686884453) 85

[5.5 相关政策建议](#_Toc686884454) 85

[第 6 章 主要结论、研究局限与研究前景展望](#_Toc686884455) 86

[6.1 主要结论](#_Toc686884456) 86

[6.2 研究局限性](#_Toc686884457) 87

[6.3 研究前景展望](#_Toc686884458) 87

[参考文献](#_Toc686884459) 88

**[附录A](#_Toc686884460)**[：](#_Toc686884460)**[stata](#_Toc686884460)**[事件研究程序](#_Toc686884460) 91

[附录 B：承租人样本](#_Toc686884461) 92

[附录 C：利用出售回租解决产权纠纷公告信息](#_Toc686884462) 99

[附录 D：出租人样本](#_Toc686884463) 100

[附录 E：金融租赁公司基本情况一览表](#_Toc686884464) 103

[个人简历在读期间发表的学术论文与研究成果](#_Toc686884465) 112

# 第**1**章 绪论

## 1.1 研究背景

### 1.1.1 上市公司涉足融资租赁的现实背景

#### （一）融资租赁业国内外发展情况简介

现代融资租赁的起源可以追溯至20世纪50年代的美国。当时促使融资租赁业诞生的原因大体可以从实体经济运行中所形成的的对这种金融交易的供给与需求两个方面来考量。首先，从对融资租赁交易的供给方面来讲，当时的美国经济处于生产能力相对过剩的阶段，各种设备机械的制造厂商为了推销自己的设备，开始尝试采用利用向设备使用者提供诸如赊销、分期付款、寄售等配套金融服务的方式扩大销售量。然而，在这种信用销售的模式下，虽然可以为设备制造商扩大销售量，但随之也带来了一定程度上的财务风险，造成了一些设备制造企业的呆假坏账。因此，设备制造厂商开始探索什么样的方式可以在保证财务风险可控的情况下，促进销售量的扩大；其次，从对融资租赁交易的需求方面来讲，当时的美国市场中存在着这样一类企业家，他们拥有大量优质的生产订单，可是没有足够资金来购买生产设备。同时，这些企业家也意识到，自己完成订单所需的仅仅是生产设备的使用价值，而与生产设备的所有权无关，因此他们探索出一种融资方式，即寻求一出资人出资购买自己所需设备而之后从出资人处租用设备，自己则以生产所得利润偿付租金。可见这种交易方式无论是对于设备使用者的资金周转还是对设备所有者的风险控制都能起到有利的作用。在这种背景下，第一家融资租赁公司“美国租赁公司（United States Leasing Corporation）”的诞生。之后这种交易方式在20世纪60年代经由美国传入欧洲、日本和澳洲，70年代传入东南亚。

而融资租赁进入我国已经是20世纪80年代。1979年，时任中国国际信托公司总经理的荣毅仁先生在一次美国考察时发现融资租赁可以成为我国利用外资的一种有效方式，并将这种方式推荐给当时的中国民航总局。之后，在中信公司的推动下，我国民航总局与美国汉诺威尔制造租赁公司（Manufacture Hanaovel

Leasing Co.）和英国劳埃德银行美国分行（Lloyds Bank）进行合作，首次利用杠杆租赁的方式从美国租进了第一架波音747SP飞机。直至1981年2月，我国成立了中外合资的中国东方国际租赁有限公司，该公司由中信公司、北京机电设备公司以及日本东方租赁公司共同组建而成，它的成立标志着我国融资租赁业的诞生的兴起。而在此之后，我国融资租赁业经历了曲折漫长的30多年的发展历程。在这个过程中，由于租赁业从业人员以及相关政策制定、行业监管部门对融资租赁的认知并不清晰甚至存在误区，导致了这30年间我国融资租赁业并没有获得可观的成功发展，反而一路辗转曲折彷徨不前。此外，从上述国内外融资租赁发展历程对比可以看出，在我国，融资租赁这种金融交易并不是由国内设备生产供求关系的影响下自然而然形成的一种交易方式，它是作为一种舶来品引入我国的。它被引进到我国的最初动因与之后的利用方式、影响皆与当时外汇资源紧缺的大环境有关，而这种传入方式与利用的特殊性，外加当时我国特有的经济体制使得我国的融资租赁业的发展也经历了一些波折。例如20世纪80年代末至90年代出现的全行业性的欠租问题，在国内外均造成了诸多负面的影响，进而使得行业发展陷入了很大的困境。正是以上的现实背景基本决定了融资租赁业在改革开放后所处于的一种尴尬状态。

然而，上述情况在进入21世纪之后发生了很大的改观，尤其是随着对外开放的不断扩大以及金融、经济体制改革的不断深化，我国融资租赁业逐步得到恢复与发展。就《世界融资租赁年报》数据显示，在2006-2010的四年间，我国融资租

赁交易额由排名第20位的5.35亿美元翻升至全球第二位的63.72亿美元。短短的

4年间实现了超过10倍的增长。可以说融资租赁业在进入21世纪的时期得到了蓬

勃的发展。而且在2007年，随着工银租赁等一大批金融租赁公司的成立，我国的融资租赁业经历了一次业内称之为“再繁荣”的阶段，融资租赁作为一个行业给很多企事业单位以及政府带来极大便利。也正是在这以阶段中，我国的融资租赁行业里出现了一个新的现象，引起了众多业内人士以及笔者的注意。

#### （二）国内融资租赁业发展中产生的新现象

近年来，尤其是在2008年的金融海啸以及之后我国出台4万亿投资刺激计划实施后，开始有大量的上市公司以不同的交易身份进入到我国融资租赁市场中来，他们发现融资租赁作为一个行业可以将其以不同的方式进行利用。由于融资租赁市场通常被划分为承租人市场和出租人市场，因此，在上市公司进入融资租赁市

场时，就会有两种途径供其选择：一种是以大量的承租交易，进入承租人市场；而另一种，则以设立或持股融资租赁公司的方式进入出租人市场；这两种途径都可以给不同的公司带来不同的利益，上市公司且对这两种途径的选择也有着不同的特点与原因：

首先，以承租人身份进入融资租赁市场的上市公司数量最多。就笔者搜集，在2007—2012年间，以承租人身份进入融资租赁市场的上市公司共有113家（以上市公司公布融资租赁交易公告为准）。通过对融资租赁交易公告的研究就会发现，这些公司所采用的融资租赁交易形式均为“出售回租”。这是一种设备所有者将自己本已拥有的设备先卖给租赁公司，然后再以支付租金为代价，从该租赁公司租回已售资产的一种交易。据《中国融资（金融）租赁行业发展报告（2013）》数据显示，这种类似抵押贷款的交易方式已经在中国融资租赁市场上占据了主导地位，同样也成为金融危机后期上市公司所频繁采用的一种融资方式。

这一现象的主要还是由信贷资源相对紧张造成的。在金融危机后期，国家出台的一系列政策使得信贷资源变得紧张，获取银行贷款的制度约束更多、时间更慢、手续也更为繁杂。这些金融政策上的变化都使得上市公司所面临的债权融资的成本过高，外加股权融资又面临市场不景气的大环境，由此导致有些上市公司在融资时不得不动用已有的资产进行融资。而在利用已有资产融资的诸多方式中，资产出售会因为丧失资产的使用权而有碍生产；而抵押贷款又更多倾向于房产抵押或资质好的大公司，只有出售回租既能满足短期内的融资需求又不丧失资产的使用价值。出售回租因此而受到上市公司的青睐。而且，通过笔者对业内人士的调查也得知，承租人如果可以从银行得到贷款，便不会进行出售回租。另外，出售回租的交易模式非常类似于银行的抵押贷款，银行系出租人（即金融租赁公司）对这一类业务的操作非常熟悉。而且银行系的出租人基本都是近几年才逐步发展起来的，他们对公司规模的扩大有着更为急切的需求，出售回租成交速度快，容易在短期内形成资产规模。因此出售回租成为了各类出租人，尤其是银行系出租人较为热衷的一种交易方式。

而对于上市公司进入出租人市场这一现象则又有着更为深刻的背景和原因。

2007—2012年共有20家上市公司以投资设立融资租赁公司或持股融资租赁公司超过其股权51%的方式进入了我国融资租赁业的出租人市场，出资总额接近40亿元，而且这一现象大多集中在2011与2012年。值得注意的是，融资租赁本是一项金融业务，而这些上市公司并不具有金融背景，反而大都是工业制造行业背景。所

以，“跨界金融”是近年来我国上市公司以出租人身份涉足融资租赁市场的一大特点。究其原因，大概有以下三点：

首先，实体经济与金融业的利润反差是上市公司进入出租人市场的大背景也是根本原因。根据2011年上市公司的年报数据显示，60%的企业利润增长增体放缓，33%的上市公司利润增长为负，而银行业的利润却保持强劲增长，利润总额达到6700亿元，同比增长15.8%。此外《2012中国500强企业发展报告》中也显示，银行业仅以5.7%的营业收入占比却实现了32.2%的利润占比；而对于制造业，却是以42.7%的收入占比仅仅实现了5.7%的利润占比。这些数据在一定程度上反映了金融业与实体经济利润发差较大的现象。因此，“跨界金融”的现象并不仅仅表现在上市公司竞相成立融资租赁公司这一现象中。自2007年以来，尤其在金融危机后期，由于实体经济和制造业的不景气以及金融行业的较高利润，使得大量上市公司在进行多元化和对外投资决策时，出现了涉足金融领域的趋势。其中不乏大型的央企和国企获得了包括银行、证券公司、信托、保险等各种金融机构的经营牌照。据《国家财经周刊》统计，国资委目前所管理的117家央企，其中就有

90余家在不同程度上涉足到了金融领域，占比高达76%。而且此前也有统计数据

表明，非金融行业的央企实际上已经控制了14家财产保险公司20家证券公司、

23家寿险公司以及24家信托公司，分别占到所受调查相应行业金融机构的37.0%、

41.0%、53.1%以及46.2%。就是在这样的大背景下，一些上市公司以投资设立或持股融资租赁公司的方式进入到了融资租赁业的出租人市场，这种现象可以说是近年来资金流渐渐脱离实体经济的一种表现。

其次，房地产行业受到一系列打压政策的影响也是上市公司进入出租人市场的主要原因之一。在金融危机之前，我国房地产投资额一直保持持续增长，年增幅超过25%，而且房地产行业的高利润率业使得部分上市公司采用“圈地保值”的做法将大量资金投入到房地产行业以谋求这一行业中的高额利润。上述进入融资租赁业出租人市场的上市公司在过去几年间也有投资房地产的行为，从这些公司公布的财务数据来看，它们在2009和2010两年间，投资性房地产的支出额增速分别达到了75.5%和89.3%，可见房地产行业对上市公司投资的巨大吸引力。然而近年来，随着国家控制土地供应、控制地产信贷等一系列对房地产市场打压政策的不断出台和调控力度的不断加大，使得房地产行业的利润空间逐步变小，投资与房地产行业的各种渠道也纷纷受阻。因此，原本要投资于房地产的资金需要寻找其他的行业与渠道进行投资。此时，利润较高的金融行业以及金融行业中的

融资租赁业成为了上市公司进行投资的一种新的选择。

第三，融资租赁业低门槛、高杠杆的特点是上市公司进入出租人市场的最重要原因。在上市公司意识到金融行业有着较高利润时，其资金必然会流向金融行业。但是金融行业内部各个金融机构的准入门槛却又是高低不同的。除去各种较难量化的政策性限制之外，仅从注册资本的角度便可见一斑：银行的注册资本高达10亿元、证券公司需5亿元、信托公司需3亿元、保险公司需2亿元，而与这些金融机构相比，融资租赁的准入门槛从注册资本金的角度来讲至少是比较低的，融资租赁公司的最低注册资本金只需5000万元，与其他金融机构相比显然难度较低。同时，融资租赁这一行业却又有着较高的杠杆率，其融资规模可以达到注册资本的10倍甚至更高。因此上市公司在没有能力拿到银行、保险等金融机构经营牌照的时候，会考虑到出资设立或者持股融资租赁公司。因此我们可以认为，造成上市公司进入融资租赁业出租人市场的主要原因可以归因于实体经济的不景气与金融业利润过高以及融资租赁行业的低门槛和高杠杆。

综上，金融危机后期，作为我国资本市场中最为活跃交易主体的上市公司发现融资租赁这一行业可以为自身的发展带来很大利益，并且在对这一行业的利用方式上呈现出以承租人、出租人不同身份进入到融资租赁市场的现象，这一现象构成了本文研究的现实背景。

### 1.1.2 实证较少与视角单一的理论背景

我国关于融资租赁的理论研究起步较晚，特别是关于上市公司融资租赁行为的理论研究更是在金融危机后期才逐渐开始。关于这些研究的具体内容将在文献综述部分进行详细阐述，但是笔者在此需要指出目前我国融资租赁理论研究中在框架、方法和视角上的一些仍需完善的问题，这些问题构成了本文研究的理论背景：首先，作为上市公司的一种融资方式，对于融资租赁的理论研究远远不及其他融资方式，比如股权融资和债权融资的研究成果丰富。即便着眼点落在上市公司的融资租赁行为，其研究也大量局限在会计和税收的角度，少见从公司金融的角度对这种融资行为进行探讨；其次，实证研究较少，大多是理论政策上的规范性结论。而且理论政策研究的视角局限在融资租赁行业内部，少见将融资租赁行业与上市公司之间的关系作为研究对象的研究；第三，在已有的、为数不多的上市公司融资租赁行为的实证研究中，其研究的着眼点都是上市公司作为承租人，尚未发现从上市公司作为出租人的角度来进行的实证研究，而随着今年来越来越

多的上市公司以出租人的身份进入到我国的融资租赁市场，对于这一新现象需要理论研究跟上。因此，以上三个中国融资租赁行为研究的局限性构成了本文进行研究的理论基础与背景，笔者希望能在以上三个方面再向前探出一步。

## 1.2 研究意义

### 1.2.1 监管层面的现实意义

由于上市公司进入融资租赁市场是近年来新出现的现象，并且这种现象同时关系到融资租赁业的发展与相关上市公司的投资人的利益。那么上市公司涉足融资租赁业会产生怎样的影响？对于融资租赁业从业者、上市公司的投资者以及相关行业协会或金融监管部门来讲，这一新现象给出了怎样的一种信息，应该怎样对待和处理这种现象等一系列问题都是亟待探讨的。

### 1.2.2 新现象解释层面的理论意义

首先，国内外关于融资租赁的众多研究成果中，仍有很多观点存在争议，并且由于我国融资租赁行业的交易数据较难获得，致使国内有关上市公司融资租赁行为的实证研究较少，而近年来上市公司涉足融资租赁业的新现象为验证已有的各种理论提供了良好的现实平台与数据资源，可以对一些观点上的争论进一步的研究。其次，从国内外融资租赁发展历程的角度看，国内外均出现过短时间内融资租赁业的迅速发展与快速繁荣。对此，国外已有相应的研究结果解释这一现象，而国外的研究结论是否也能解释我国近年来融资租赁业迅速繁荣的现象？本文将综合已有的各种研究成果以上市公司的融资租赁行为为切入点对融资租赁业在我国短期内迅速繁荣的现象给予一定的解释。

## 1.3 研究范围与研究对象的界定

本文主要研究上市公司的融资租赁行为及其动因，而随着近些年来国内外融资租赁业的不断发展，融资租赁交易的产品设计与交易方式不断翻新，使得融资租赁所涵盖的内容与形式也不断扩大。诸如融资租赁、融资性租赁、资本租赁、经营租赁、经营性租赁等概念层出不穷。因此，本文通过对国内外文献的研究对

比以及对融资租赁业业内人士的采访调查后，对本文的研究范围进行了详细的界定，并以此作为本文研究的切入点。

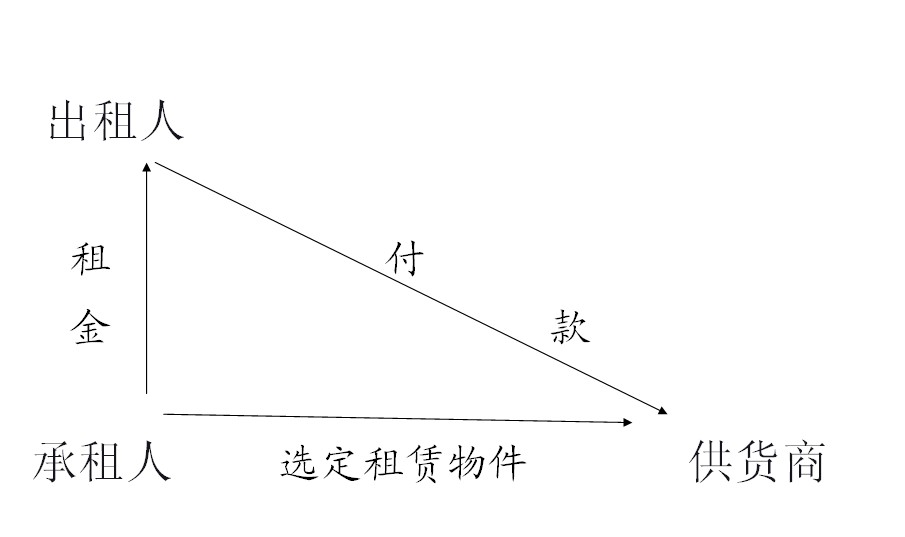
### 1.3.1 融资租赁的定义

国内外理论界、实务界以及相应的行业协会与监管部门对融资租赁的定义均有不同，其定义也随着融资租赁业的发展而逐渐变化。Weston等（1960）通过对传统租赁（rental）与融资租赁（lease）的发展历程的研究认为，融资租赁分化于传统租赁，其中传统租赁是指出租人将自己已有的资产在一定时间内交与承租人有偿使用，其关键特征是所有权与使用权的分离。融资租赁在其产生与后续的发展中始终保持着这一特征。Soper和Derek（1993）通过英国融资租赁行业中融资租赁公司的主要业务形式与财务功能为融资租赁给出了定义，他们认为融资租赁最显著的特征是出租人的购买并不以使用为目的，但在英国的融资租赁市场中并没有将不动产，如土地、厂房等与动产进行严格的区分。而Ross（2007）将融资租赁交易界定在设备资产的范围中，认为融资租赁是一种出租人与承租人之间的契约协议。其中出租人是指将设备出租给承租人的设备所有者，而承租人是指在租期内租赁设备的使用者。在这一协议中，出租人拥有资产的所有权，而承租人拥有资产的使用权，并且承租人必须定期向出租人缴纳租金。然而，其中最为重要的一点是，如果出租人是独立第三方的融资租赁公司，那么出租人必须根据承租人的要求向相关的制造厂商购买设备资产，再将此项设备资产租给承租人使用。而在这种基本交易框架下，可以根据出租人与承租人不同的财务需求，在实务操作中形成融资租赁、经营性租赁、出售回租、杠杆租赁等。可见出租人根据承租人要求进行购买成为了另一特征。

我国学者史燕平（2005）研究指出融资租赁最为核心的四个特征：1.承租人选定拟租赁资产，但由出租人出资购买；2.不可解约性，即由于拟租赁资产是由承租人选定，出租人仅仅是按照承租人要求购买，因此在融资租赁合同有效期内，承租人不得提出提前退还租赁资产或终止合同的交易；3.中长期融资，由于资产设备的折旧计提年限一般在1年以上，因此融资期限也大都在1年以上；4.一笔融资租赁交易至少涉及三方当事人与两份同，三方当事人是指出租人、承租人与供货商，两份合同是指出租人与供货商之间所签订的买卖合同以及出租人与承租人之间所签订的融资租赁合同。

最终，本文采用史燕平（2005）对融资租赁的概念界定作为研究基础：即融资

是指出租人对承租人所选定的租赁物件，进行以为其融资为目的的购买；然后再以收取租金为条件，将该租赁物件中长期地出租给该承租人使用的一种融资方式



（交易形式如图1.1所示）。此外，还有两点需要说明：第一，从理论上讲，出租人与承租人可以是法人也可以是自然人，但在本文的研究中，研究对象均为法人；第二，从实务操作上讲，融资租赁交易中的确存在不动产（如房屋、土地）的交易，但在本文的研究中只涉及机械设备的融资租赁交易，关于房地产的融资租赁交易不做研究。

图1.1 融资租赁基本交易结构（图片来源：《融资租赁原理与实务》史燕平2005）

### 1.3.2 上市公司融资租赁行为的界定

首先，在我国，上市公司是指是指所发行的股票经过国务院或者国务院授权的证券管理部门批准在证券交易所上市交易的股份有限公司。而在我国证券市场中，上市公司根据不同交易所可分为沪市与深市，根据不同的交易货币又可分为A股与B股。在本文的研究中，研究对象基本集中在沪深两市的A股市场。如有涉及创业板或在香港及海外上市的研究对象，文中将会特别指出。

其次，从上面融资租赁的定义与其交易图示（图1.1）中我们不难看出，出租人与厂商之间的关系属于买卖关系，而真正的融资租赁关系发生在出租人与承租人之间，而且如果将融资租赁交易视为一种金融产品，那么承租人则是这一产品的需求方，而出租人则是这一产品的供给方，正是这种供求关系构成了融资租赁市场，即承租人市场与出租人市场。而正如前文所提到，在金融危机后期我国融资租赁业进入了一个蓬勃发展的阶段，并且出现了大量上市公司进入融资租赁市场的现象，其中一部分公司以承租人的身份进入这一市场，即进入承租人市场，而另一部分则以出租人的身份进入这一市场，即进入出租人市场。因此，我们可

以认为融资租赁市场的繁荣为上市公司自身的发展提供了非常有利的条件，而且上市公司对于融资租赁这一行业的利用也是双渠道的，即承租与出租。因此，本文将上市公司以承租人身份进入融资租赁市场视为承租行为，以出租人身份进入融资租赁市场视为出租行为。本文的研究将详细考察这两种行为背后的动因与产生的效果并给出相关的政策建议。

## 1.4 研究方法与研究思路

本文采用实证分析与规范分析相结合的方法进行研究。其中实证研究主要负责研究上市公司以不同身份涉足融资租赁业的动因问题。

融资租赁市场可分为承租人市场与出租人市场，而上市公司进入融资租赁市场也是通过承租和出租两种方式进入。由于以承租人身份进入融资租赁市场的样本公司明显多于出租人身份的样本，并且承租人基本采用的是目前在我国融资租赁各种交易方式中占据主导地位的出售回租，因此本文以上市公司融资租赁的承租行为为出发点进行研究，在这部分研究中，本文将采用多元回归模型、二元选择模型与事件研究法等实证方法研究这一行为的动因与效果。这部分研究构成了上市公司涉足融资租赁业这一现象从需求角度的解释。而在上述研究之后，本文将利用涉足融资租赁业出租人市场的上市公司为样本，利用面板logit模型分析我国融资租赁交易的动因，以及在我国特殊的金融环境下，上市公司对融资租赁业不同利用方式的选择问题。

而对于规范分析，主要负责概念的界定与政策建议方面的研究，并坚持采用以下视角对融资租赁业的发展以及上市公司涉足融资租赁业这一特殊现象进行观察与分析：

第一，历史纵向发展与国际横向对比的视角。从历史的角度看，我国融资租赁业的产生背景与国外租赁业的产生背景有着很大的不同，可以说融资租赁在美国的诞生是当时特有经济环境下设备供求双方共同探索出来的一种交易方式，因此对于美国而言，其融资租赁市场是本国特有经济环境下自然而然产生的，在一定程度上具有适应本国特殊经济环境的自生性。而融资租赁在中国的出现，则是一种舶来品，这种交易方式在引进我国之初，并在计划经济体制仍然存在的环境下逐渐发展至今，其存在基础、交易特征以及发展规律都有了与国外不同的特征，而这些问题都是对认清我国融资租赁现阶段存在问题所必须认真考虑的。

第二，多学科的交叉视角**。**融资租赁是学科综合性非常强的一种金融业务，

经常涉及到会计、税收、法律、营销等经管类的专业知识，个别时候甚至涉及到医疗、机械、能源、IT等技术性非常强的理工类专业知识。因此，在本文在对融资租赁行业发展和不同背景上市公司涉足融资租赁业进行政策研究时，特别是针对在不同设备制造背景的上市公司进入融资租赁业这一现象进行研究时，尽可能考虑到学科的交叉性，并基于此给出建议。

第三，市场细分的微观视角。我国融资租赁的理论研究中将这一行业以出租人市场、承租人市场和租赁资产市场进行划分是一种看似简单却极其符合经济学基本原理的划分方法。因为融资租赁本身是一种金融服务。这种服务也的确可以被看做是一种商品，商品的供给方就是出租人，需求方是承租人，商品是以资产为载体的金融服务。这一行业的情况取决于供求双方的关系。而融资的特殊性在于，设备资产是融资租赁交易的核心，因此我们会看到，在融资租赁涉及到法律时，会产生物的权利；涉及到税收时会强调物的应税；涉及到供求关系时，物成为载体。而现阶段我国的大部分租赁公司并不在乎基于资产特性的融资租赁，而是把融资租赁做成类贷款，忽略了交易物本身的特性。而一旦融资租赁丧失了应该具备的基于资产特色而提供的金融服务的宗旨，那么融资租赁很容易被其他金融产品所替代。同样，对于融资租赁的研究，脱离了设备研究交易是不够稳妥的，而且不同的设备也形成了不同的融资租赁市场，这些都是研究相关政策建议时从微观层面所必须认识到的。

第四，行业风险与监管政策的宏观视角。融资租赁是中国金融市场的一个重要组成部分，对其所进行的研究不可以脱离中国经济运行现阶段的特殊环境与国情，而政府这只“有形的手”似乎已经成为中国经济运行中的一大特色，这只无处不在无时不有的手几乎已经成为研究中国经济问题任何一方面所必须关注的宏观大背景。融资租赁是与设备紧密相关的交易方式，而当前涉及到的设备及行业很多面临产能过剩的问题，因此在宏观经济背景的考量中，本文将着重注意产能过剩、设备制造与融资租赁行业之间的关系。另外，虚拟经济盛行也是当前宏观经济运行中的一个现象，融资租赁业也在这一现象中扮演着一定的角色，并形成了一定的金融风险，本文是在这样的宏观经济背景下对上市公司进入融资租赁行业进行研究的。

第五，融资租赁的交易结构视角。融资租赁自其诞生以来至今，已有多种交易结构的设计，不同交易结构反应着承租人与出租人的不同的交易动因。因此，对于融资租赁的研究不能脱离融资租赁的交易结构，而且需要掌握不同交易结构

在融资租赁市场中的地位与竞争关系，并以此有针对性的提出政策建议。

## 1.5 文章结构安排

全文共分6章，对“上市公司融资租赁行为”这一问题进行分析研究

第1章绪论：这一部分详细介绍了本文的研究背景、研究意义、研究方法、概念界定与结构安排以及本文的创新点及贡献

第2章国内相关外文献综述：这一部分主要从融资租赁的动机和行业角度进行了较为全面的回顾与评述。由于融资租赁是一种在操作失误中涉及学科范围相当广泛的一种金融交易，所以这一部分首先界定了文献评述的视角与范围，这一点对本文的研究是极为重要的。而且，就笔者搜集到的国内外有关融资租赁的发现，融资租赁诞生于美国，在改革开放后期被引进国内，在几十年的发展中，融资租赁无论是在实务中的操作交易形式还是理论研究中的视角和方法都有着极大的不同，不仅如此，。这部分文献评述最后将基于这些不同奠定本文的研究视角与理论基础。也是本文研究在结构上内容上最为基础的一部分。

第3章上市公司做承租人的动因研究：首先，这一部分针对我国上市公司存在的融资租赁交易形式根据公司公告内容进行了初步分类与研究，将融资租赁、经营性租赁和回租租赁分开研究，并对采用不同融资租赁方式的样本公司进行财务指标的仔细分析，深入探讨不同特征的租赁行为对不同公司的影响，以及不同公司采用融资租赁不同交易方式的动因。其次，鉴于我国融资租赁市场中出售回租占据主导地位，而且上市公司大都采用出售回租这种方式，因此这一部分将运用事件研究法针对上市公司进行出售回租的市场反应进行研究，通过市场反应和变化分析这种交易行为的优势与弊端；最后，将简单的分析一些特殊案例。由于之前的实证部分均以大样本数量分析的方式来探讨上市公司在融资租赁交易中作为承租人的动因。

第4章上市公司做出租人的动因研究：这一部分内容在全文的结构上也是至关重要的，因为若将融资租赁视为一种金融产品的的话，那么承租行为应该是这一产品的需求，是上一章着重探讨的内容，而这一章需要从供给的角度再度审视与研究这一交易。因此，这一部分主要研究样本就是在融资租赁交易中扮演出租人的上市公司。这部分研究的的重要性在于：上市公司以出租人的身份介入融资租赁市场是近几年来的新兴现象。对于这一现在目前在我国还没有得到理论上的

解释。而且国外文献中虽然有企业以出租人身份涉足融资租赁市场的动因与影响。但经过实证研究发现，国外已有的理论并不能解释我国近年来涌现出大批融资租赁公司的现象。这一章会给出较为合理的解释。并从这一解释中，发现了我国为何在国际融资租赁市场中，在融资租赁交易额与融资租赁渗透率之间存在显著失衡的原因。

第5章基于融资租赁行业发展状况与宏观经济形势在的政策建议“：第3章从

需求角度研究上上市公司作为承租人的动因，第4章从供给的角度研究了上市公司作为出租人的动因。而本部分着重研究基于目前我国租赁行业的供求关系并结合影响这一关系的宏微观经济状况，对上市公司涉足融资租赁业这一行为进行分析，这一部分将侧重于规范与定性分析，并最后给出相关的政策建议

第6章结论：总结了本文的主要研究结论、研究局限以及今后有待进一步研究的问题。

## 1.6 本文创新点与理论贡献

本文在国内外已有的研究成果上，结合2007—2012年间融资租赁业进入“再繁荣”以及大量上市公司涉足融资租赁业的现实背景，对这一情况下上市公司的融资租赁行为进行了研究。在对国内外的文献梳理与大量的数据分析之后，笔者认为本文的主要创新点与理论贡献可以表现为以下几个方面：

第一，从微观角度讲，以出租人与承租人对融资租赁交易的基本供求关系为基本视角，全面考察了上市公司出租与承租的行为动因与效果。在国内已有的关于上市公司融资租赁行为的研究中，较多集中与上市公司作为承租人的研究上，并且在研究中并未严格区分融资租赁、经营性租赁、直租租赁、回租租赁等相关样本。这种方法会造成不同租赁形式与各种公司财务指标关系定位的不明确，进而影响到实证过程中相关变量的选择。而本文在对上市公司承租行为的研究中，严格界定了融资租赁的不同交易形式，并且在确定了特定交易形式下（如：出售回租）与某些公司财务指标的具体关系之后进行研究。此外，国内已有的融资租赁的研究，对于融资租赁交易中的现金流与负债关系的考量较为局限在会计处理或税收规划与政策层面。较少有文献从公司治理角度考察融资租赁行为形成的现金流与负债。此外，本文不仅考察了上市公司在融资租赁交易中的承租行为，同时也对上市公司在融资租赁市场中扮演出租人角色的现象进行了定量研究。而在我国已有的关于出租人的研究中，定量的研究较少，主要原因是融资租赁行业的

发展并不完善，相关数据难于获得。而近年来上市公司以出租人的身份进入融资租赁市场的现象，在一定程度上弥补了租赁业数据难以获得的缺陷。上市公司的财务数据披露较为详细规范，为我们的研究提供了良好的数据资源。而且在有关出租人的定性研究中，大多局限在已有的出租人如何规范发展的层面。较少提及一家企业进入出租人市场背后的动因。

第二，从宏观角度讲：本文用定量的方法解释了为何我国融资租赁额在世界排名靠前，而融资租赁渗透率却并不乐观的现象。并结合我国融资租赁的发展历程及我国目前特有的宏观经济背景给出了上市公司涉足融资租赁业的政策建议。融资租赁在美国诞生并繁荣的原因是基于大量设备生产与投资中所产生的资金设备的供求关系，而传入我国则在一定程度上缓解外汇不足带来的压力。因此，国内外融资租赁业产生发展的背景不同造成了，国外的融资租赁较为侧重设备投资的功用，而在我国，尤其是近年来，融资租赁有渐渐演化成类信贷的趋势。这种基于设备投资的供求关系与基于信贷资源的供求关系造成了我国融资租赁额很高，而租赁渗透率较低的现象。本文通过实证的方法在一定程度上证明了这一点。

第三，从技术层面讲，本文利用事件研究法对我国上市公司融资租赁的事件性反应进行了研究，并且从公司治理的角度对这一行为的效果与背后的动因进行了分析。而且在分析出租人与承租人之间关系时，已有文献的模型大多局限在是否发生融资租赁中承租行为的二元选择中，并未分析承租人与出租人之间的关系。因此在考察上市公司涉足融资租赁业的动因时，本文将这一模型在变量与样本的选择上稍加完善。

最后，从政策建议层面讲，国内现有的有关融资租赁的政策建议研究大多集中在税收政策、法律制度等影响融资租赁业运行的外部环境方面，较少涉及到融资租赁交易本身，以及不同交易结构在整个融资租赁产品市场中的地位、竞争关系及其后果，这些不仅对融资租赁业本身产生影响，也对上市公司涉足融资租赁业对于融资租赁业的监管政策的研究。此外，对于我国金融市场的重要组成部分，对融资租赁业行业监管的研究远远不及保险、证券、信托等行业的监管研究，尤其是对于金融危机后期出现的大量上市公司涌入融资租赁市场这种新现象的监管措施更是亟待研究，这也是本研究的一个努力方向与创新点。

# 第**2**章 国内外相关文献综述

## 2.1 综述视角的选择：交易动机、效果与行业发展视角

融资租赁交易自20世纪50年代诞生以来，由于其交易中涉及到法律、税收、会计、产品设计等诸多方面，因此对于融资租赁的研究也在各个方面展开，进而有着众多的研究成果，而且其20世纪80年代融资租赁交易被引入中国之后，同样的研究也在各个方面展开。

基于本文的研究目的是探讨上市公司的融资租赁交易中不同交易结构、交易模式以及对交易身份的选择动因，并且基于这些动因和整个租赁行业的竞争结构和发展状况给出一定的政策建议。因此，本部分进行融资租赁文献综述的视角主要集中在公司金融角度与租赁行业的发展角度。而关于从融资租赁的会计、法律、税收、产品设计等其他方面的文献，将不做详细的评述。但在后文的实证或理论分析中若涉及到将会做简要介绍。

最后还需要说明的一点是，由于我国融资租赁业起步较晚，并且在发展的过程中与国外的交易模式有很大的差距，有些概念无论在学术研究还是实务操作中都存在这较大差异。因此，在本文的研究，尤其是对国外文献的评述中，有两个概念的中英文对应需要作出一定的说明：

①融资租赁（financial leasing）：根据国际统一私法协会所颁布的《国际融资租赁》公约，融资租赁是指出租人根据承租人的要求及提供规格，与第三方（供货商）订立一项供货合同，根据此合同，出租人按照承租人在与其利益有关的范围内所同意的条款取得工商、资本货物或其他设备。并且，出租人与承租人订立一项租赁合同，以承租人支付租金为条件授予承租人使用设备的权利。

②经营性租赁（operating lease）：也就是非全额清偿的融资租赁，即出租人根据承租人对租赁资产和供货商的选择，在购买了该租赁资产并中产期第出租给该承租人使用时，通过在计算承租人应付租金是预留残值的方式，时期从该承租人哪里收回的租金，小于其租赁投资额的一种租赁安排。

## 2.2 国外相关文献综述

国外的融资租赁理论研究起步较早，并且在发展中形成了坚实的理论基础与完

善的研究框架，这些理论基础与研究框架也在今年来成为国内融资租赁理论研究的参照标准，因此本节将首先针对国外融资租赁的理论基础与研究框架进行简要的评述。

### 2.2.1 融资租赁理论研究基础——基于完美市场假设下的研究基础

可以说Modigliani等（1958）对公司资本结构与公司价值之间关系的研究结论构成了现代金融学各方面研究的一块基石。该研究论证了在完美市场状态下，即不考虑个人所得税和个人所得税与公司价值之间关系的情况下，公司价值与资本结构无关。在这一结论产生之后，后续研究者通过不断放松假设条件，分别加入税收、代理成本、交易成本、破产成本等因素构成了构成的公司金融大体的研究框架。而国外融资租赁的理论研究同样是以Modigliani等（1958）的研究结论为理论基础，之后按照放松完美市场中的各种不同假设而形成的研究框架。

与Modigliani等（1958）对公司资本结构选择的研究起点相似，融资租赁理论的研究起点也是基于一种选择关系，即公司在进行设备投资时，融资租赁与购买之间的权衡关系，并且所得结论也与与Modigliani等（1958）的结论类似，即在完美市场条件下融资租赁租入设备与购买设备没有差别。关于这一结论，有三篇文献进行了深入的探讨，这些研究均以完美市场假设为出发点，在得到一些基本结论后初步探讨了一些存在市场摩擦情况下的问题，为后续研究奠定了理论基础。

Miller等（1976）的研究指出了在一个竞争性的融资租赁市场中租金率的作用。从理论上讲，租金额需要与出租人的设备购置成本与折旧成本相等；而实际操作中，租金额必须能够涵盖出租人的设备购置成本、折旧与维护费用以及税收补偿等，并且通过通过融资租赁交易给出租人与承租人净现金流的计算得出，在出租人承租人面临相同边际税率时，承租方的现金流出等于出租方的现金流入，融资租赁与债务融资不存在差别。而当出租人面临的边际税率高于承租人时，并且在融资租赁市场完全竞争的条件下，融资租赁的交易双方可以共享节税收益，此时面临高税负的企业倾向于成为融资租赁市场中的出租人，相反，面临低税负的企业倾向于成为租赁市场中的承租人。这一结论构成了许多后续研究的理论基础

McConnell等（1976）的研究认为融资租赁交易在一下几种情况下有存在的必要和意义：①出租人比承租人有能力获得更为廉价的设备；②出租人认识到由自己处理设备余值会比承租人处理设备余值获得更大的收益；③在同样的折旧方法

下，出租人会比承租人获得更大的折旧收益；④出租人可以利用融资租赁获得比承租人更大的财务杠杆。研究也发现融资租赁行为的净收益可以通过资产寿命、租赁期限、折旧方法等多方面的操作实现。

总的来讲，上述两篇文献也共同反映出融资租赁交易在完美市场假设下得以存在的理由与基础，即企业对融资租赁与购买的选择动机来源于出租人与承租人在融资租赁交易市场中的博弈：一方面，假设融资租赁因为其较低的租金而对承租人有利，那么会有两种情况产生：其一，对于融资租赁交易的需求会因为较低的租金上升，其二，有些出租人（融资租赁公司）会因为租金过低而退出融资租赁市场；此时一些设备拥有者将拒绝进入融资租赁市场，因为直接销售设备所带来的收入会超过以融资租赁出租行为而带来的手机，最终导致所有出租人退出融资租赁市场；另一方面，如果融资租赁有利于出租人是因为可以获得较高的租金收益，那么同样也会有两种情况：其一，融资租赁交易会因为其租金价格过高而减少；其二，更多的出租人（融资租赁公司）会因为较高的租金收益而进入融资租赁市场，从而造成融资租赁市场的更大的竞争；以上两方面会使得融资租赁的租金收益不断降低，因此最终的均衡会造成对于承租人来讲，融资租赁与购买没有差异。

Myers等（1976）该研究提出了融资租赁理论研究中著名的MDB模型，该模型虽然是基于无税完美市场下的一个理论模型，但该模型中对融资租赁交易因素的考量却有着一定的现实意义与可操作性。该模型认为，在融资租赁与购买决策中，以下五种因素是必须考虑的：①资产（设备）成本；②租金支付方式；③折旧计提方式；④公司融资成本（主要指贷款利率）；⑤公司的边际税率。这里需要注意的是MDB模型并没有将设备资产的残值考虑在内。

### 2.2.2 融资租赁理论研究框架——基于不完美市场假设下的研究框架

#### （一）税负差别理论

上述文献给出了融资租赁在完美市场假设下的一些结论，其中最主要的一点假设在于交易双方均不存在税收负担。然而，将税收负担作为交易因素加入融资租赁研究中不仅是理论上的必然，也是现实情况对理论研究的要求，特别是美国在1962年首次出现在税法中的投资税收抵免制度（ITC）对这方面的研究起到了推动型的作用。在这一政策背景下，存在某些被鼓励投资的行业或公司，它们可以将购置固定资产或研究与开发、资本存量或就业新增部分的支出，在其应纳税

额中按一定比例扣除。而且当这一政策发展到20世纪80年代时，美国的新税法

扩大了该政策的使用范围，以融资租赁方式投资的设备，若其折旧达到5年以上，则可以为出资人减免10%的税金。这一政策后续也被推广到英国、德国和日本。从实践效果来看，该政策对特定活动的税收予抵免比提供直接补贴的政策工具比降低税率更为有效，而融资租赁这种基于设备需求的金融服务也正是在这种政策的鼓励下繁荣发展的。再此之后，有关税负在融资租赁交易中作用的研究逐渐增多，进而形成了融资租赁交易动因中的“税负差别理论”

税负差别理论简要的可以概括为，在出租人与承租人之间存在税负差别的情况下，二者可以通过融资租赁交易共同获得税收优惠或共享节税收益，而在交易中税收档板从税负较低的承租人转移到税负较高的出租人，出租人则以优惠租金率的方式作为给承租人转出税收挡板的补偿。然而上述情况发生的条件是，出租人与承租人之间必须存在税负上的差别。如果二者之间的税负相当，那么这种税负转嫁的功能将难以实现。

Weston和Craig（1960）最早分析了存在税收和加速折旧的政策情况下，融资租赁交易可以同时为出租人与承租人带来的利益。Stickney等（1983）以通用电气公司（GE）为例，发现融资租赁交易中的税收挡板转嫁问题，他们的研究得出通用电气大概以0.7美元的融资租赁交易价格完成了1美元的税负转嫁，这种比例对于无法运用融资租赁转嫁功能获取税收挡板功能的公司来讲是相当高的比例。

Smith和Wakeman（1985）通过大样本的研究也证实了这种转嫁作用，并通过对税负相等情况下融资租赁租入设备与直接购买设备的净现金流量的计算得出二者之间并无差异，这一结论也从某种角度上印证了之前Miller等（1976）完美市场假设下的研究结论。

而Lewis和Schallheim（1992）的研究则更为精细的测量了承租人与出租人之间的税负差异与税收挡板转移的问题。他们的研究认为当企业考虑是融资租赁租入设备还是直接购买设备的时候，企业首要考虑的应该是边际税率，即设备租入过程中设备每增加一元所带来的应纳税额的增加。而之前研究的平均税率，并不是公司财务决策中所考虑到的主要变量。当公司本期利润增加但预期下期利润将减少时，便不会考虑到本期的税盾作用，因此会考虑到利用融资租赁交易来获得税盾作用。另外还有一种较为特殊的情况，如果一家公司的收入每年的波动较大，那么该公司会将融资租赁的税负转嫁作用是为一种对波动风险的对冲。其后的

Graham（1996）在对边际税率的度量上进行了完善，该研究运用蒙特卡洛模拟

（Monte Carlo Simulation）的方法利用企业之前多期的实际所得税税率对未来收益进行估计进而推算出企业每1美元收入所对应的边际税率。Graham和Schallheim

（1998）在Graham（1996）研究结论的基础上对较多利用融资租赁的公司与较少利用融资租赁的公司做了对比研究。研究发现税负较低的公司比税负较高的公司更倾向于做融资租赁交易。

#### （二）融资租赁交易成本与合同成本的研究

在完美市场假设中加入了税收因素之后，融资租赁的理论研究开始渐渐遵循了现代公司金融学的发展脉络与研究框架，进而将信息成本、合同成本、代理成本等因素加入融资租赁理论研究的框架内。

Smith和Wakeman（1985）同时将信息成本与合同成本作为融资租赁交易中的重要因素进行研究。研究认为，信息成本主要源于交易双方的信息不对称，这种信息不对称具体到融资租赁交易中则表现为：承租人比出租人在自身偿债能力方面有着明显的信息优势（例如承租方隐瞒或粉饰自己的信用记录），而这种信息的不对称有可能造成出租人难以按照交易预期收回租金，这种承租人欠租的风险在此表现为一种信息成本。

而对于融资租赁交易中所产生的代理成本则表现在设备的使用与维护上，由于融资租赁交易的结果是所有权与使用权的分离，因此会产生一种基于设备的代理关系。在这种关系下会产生承租人并不按照出租人的要求对承租资产进行保养和维护的可能，进而产生了代理成本。

Smith和Wakeman（1985）的研究指出了融资租赁与其他融资方式相比，尤其是与债务融资相比所具备的优势：首先，由于融资租赁这种交易方式是承租人根据市场判断、自身需求事先选定设备而进行的，因此在融资功能上可以保证资金的项目专用、资产专用的效果。这种融资方式相比债务融资可以更大程度的减少代理成本；其次，由于在加速折旧的政策下，融资租赁的租金有增加净利润的功能，因此当额外股息与会计收益相挂钩时，融资租赁会影响到管理层薪酬；第三，作为设备所有者的企业可以通过融资租赁的方式进行设备投资，而不是用他们已有的资金，这样可以分散一定的投资风险；最后，该研究还提出，由于股权结构的集中可以减小因为管理权、所有权相分离而产生的代理成本，却也同样使公司股东的风险集中。因此，相对于购买资产而言，融资租赁租入资产可以在一定程度上分散公司风险，因此股权结构集中的公司更倾向于融资租赁租入资产。

此外，Smith和Wakeman（1985）的研究不但从承租人的视角说明了融资租赁交易产生的动因，同时也考察了企业成为融资租赁交易中出租人的动机。研究认为，当出租企业在二手设备市场的资产处置方面具有竞争优势时，融资租赁更容易发生，该研究最后还讨论了一些特殊资产的租金计量的影响因素，例如车辆的行驶公里数，飞机的发动机寿命，复印机的复印张数等。研究发现，不同的资产，其融资租赁的动机也并不一致。而这些指标可以成为出租人防止承租人滥用设备的重要参数。

Sharpe和Nguyen（1995）也对融资租赁交易中所产生的信息成本与代理成本进行了研究。他们同时研究了融资租赁（capital lease）和经营性租赁（oprating lease）两类样本，研究中用是否发放股利、营业收入比率、标准普尔评级指数作为度量代理成本的变量。研究结果发现，融资租赁较多的样本公司较少发放股利并且评级较低。该研究认为，当一家公司支付现金股利少、评级低，则意味着这家公司的信息不对称成本较高。这样信息不对称成本较高的公司在其进行股权融资与债券融资时均面临这较高的融资成本，而融资租赁则可以降低这种信息不对称成本。他们的研究通过美国市场上1986年的2024家公司的研究发现：较少发放股利、信用评级较低、收益波动大、资产规模小的公司更倾向于利用融资租赁来减少信息不对称成本。

#### （三）融资租赁与破产成本关系研究

破产成本亦称财务困境成本，是指企业支付财务危机的成本。Krishnan 和

Moyer（1994）对融资租赁在破产行为中的作用进行了研究，研究发现，相对于出租人的债权人来讲，出租人在承租人破产时将比债权人在债务人破产时具有更为优势的地位。根据美国1978年颁布的破产法案，出租人拥有融资租赁资产的所有权，因此承租人在破产时无权处置该资产，债权人也无权要求承租人通过处置融资租赁租入的资产来清偿债务。在这一点上，融资租赁的出租人比债权人有着一定的优势。因此，该研究认为，融资租赁会比贷款和担保更具有降低破产成本的效果。但同时，他们也指出融资租赁的交易成本要比债权和担保的交易成本高。研究也发现面临较高破产成本的企业更倾向于利用融资租赁而且制造业运用融资租赁少于零售业、交通运输业和采矿业，研究将这一现象归因于资产对于工业制造业企业的资产专用性。该研究的局限性在于，该研究只讨论了全额清偿的融资租赁，而并未非全额清偿的经营性租赁进行深入讨论。

### 2.2.3 国外文献简要评价与未来可能的研究方向

从国外文献的研究视角来看，基本遵循了现代金融学研究的基本框架，即从完美市场的研究假设开始，从理论上探讨融资租赁存在的意义及交易动机。

大部分研究集中在经营性租赁（oprating lease）。模型大多集中在探讨融资租赁与购买间的差异。但是完美市场假设仅仅是理论的出发点。接下来的研究分别市场存在税收、交易成本、信息成本、破产成本等方面进行了研究。其中，关于税收动因的研究最为重要，也可以说税收动因成为了企业进行融资租赁的最主要动因

而关于合同成本的研究更有助于我们理解融资租赁交易中各项条款的意义，如租赁期限等。此外，信息成本与代理人成本的研究解释了在融资租赁交易中，什么样的公司倾向于利用什么样的融资租赁方式，或者倾向于融资租赁什么样的设备。关于破产成本的研究为承租人选择融资方式与出租人掌控风险都给出了一定的指导意义。

纵观国外对融资租赁的研究，我们会发现，基本上遵循了现代金融学的基本发展脉络，从完美市场开始，探讨到不完美市场，进而得到有关风险控制的一些结论。然而，自20世纪80年代以来，随着心理学与行为科学渐渐被纳入经济学、金融学的研究范畴，传统的金融学假说受到极大的挑战，投资者不再是市场的被动接受者，在个人主观因素被纳入研究之后，个人影响市场定价。同样，租赁风险中有很多的人为因素，有研究的价值，但是困难在于数据的取得。笔者认为这一方向有可能是国外融资租赁理论的研究前景。

## 2.3 国内文献综述

由于融资租赁这种金融工具引进我国是在改革开放初期，因此我国对融资租赁的理论研究也起步于改革开放初期，的确较国外的理论研究滞后许多年。然而，随着改革开放的不断深入、我国金融市场与金融体制的不断完善，以及我国融资租赁业快速发展，都使得理论界对融资租赁交易及整个融资租赁行业的关注度不断上升，尤其是在金融危机后期，有关融资租赁的研究更为丰富。本部分将对我国融资租赁理论研究的发展阶段以及各阶段的内容与特点进行简要的介绍与评述。由于本节主要从金融视角对融资租赁的理论研究进行评述，因此本节所涉及到的文献均由“北京高校财经资源共享平台”中“期刊—财政金融”栏目下搜索

关键字“融资租赁”而得

### 2.3.1 我国融资租赁理论研究的发展阶段

800

700

600

500

400

712

371

300

200

214

100

0

4

1980--1985

1986--2000

2001--2006

2007至今

就文献资料来看，从融资租赁引入我国至今，笔者认为我国对融资租赁的理论研究，尤其是从金融角度进行的研究，大体分为四个阶段：

图 2.1 融资租赁理论研究各阶段期刊论文数量（单位：篇）

#### （一）第一阶段：80年代初——交易模式介绍阶段

这一阶段的研究主要停留在介绍融资租赁这种交易模式，以及探讨如何在我国特有的经济环境下运用融资租赁这种交易方式。就笔者搜集到的文献资料，我国从金融视角对融资租赁进行的介绍始于王忆华（1982）。该研究首先指出了融资租赁这种交易方式所具有的商品信用与资金信用的双重属性使得融资租赁的产生与应用在发达国家与发展中国家有着极大的不同。融资租赁在发达国家产生是发达国家需要投资转移过剩产能和推销过剩设备的原因，而发展中国家对融资租赁的利用大多是源于外汇紧缺和更新设备的现实需要。该研究在简要介绍了直租租赁、杠杆租赁和回租租赁等各种融资租赁的交易模式后也同时提出，虽然融资租赁可以为企业带来诸如降低资金成本、节约外汇资源、更新技术设备等经济利益，但是当时我国融资租赁业务的开展仍受到外汇、税务方面审批上的阻碍，而这种障碍大多来源于“租不如买”重视所有权轻视使用权这种传统观念的束缚，需要加强对融资租赁业务的理论认知与宣传。而之后这一时期关于融资租赁的理论研

究大多致力于对融资租赁交易在各方面应用的介绍。例如焦国群和王晓星（1984）从中小企业的微观角度论述了融资租赁对于企业设备更新的重要作用，而潘晓江

（1984）从国家外汇资源的宏观角度论述了融资租赁对于国家外汇资源利用的积极作用。

#### （二）第二阶段：80年代中期及整个90年代——融资租赁交易细节与融资租赁行业研究阶段

80年代中期及整个90年代是我国融资租赁业开始发展的时间段。这个阶段对于融资租赁的理论研究渐渐脱离了上一阶段中将融资租赁进行简单介绍然后对其应用利弊进行分析的研究方法。在这一阶段中，随着融资租赁业的发展，开始出现一些关于融资租赁行业发展与中外融资租赁业对比方面的研究。闵一民和王忆华（1986）论述了融资租赁行业在我国利用外资、企业技术设备更新等方面的重要作用，屈延凯（1995）指出了当时我国融资租赁业行业分布广、单项交易金额大、利用外资比重大等发展特点，同时也指出了财税、法律制度不完善带来的困扰；董群先（1987）、钟光（1988）、莫天全和白宁（1988）分别研究了美国、日本以及整个西方融资租赁业的发展状况，并以此为当时的我国融资租赁的行业发展提出了相关建议。

此外，这一阶段的融资租赁业出现了较为严重的租金拖欠问题，因此也出现关于这方面问题的研究。如曲长缨（1994）指出，我国产生租金拖欠问题的主要原因在于我国由计划经济向市场经济转轨过程中的法律制度体系的不健全；刘荣杰（1994）也认为计划经济原有的管理模式导致产品的销不对路和库存积压以及原材料价格放开和当时的通货膨胀都是导致欠租问题的主要原因。并由此对企业决策层面和政府政策层面提出了相关建议。而这些建议中关于企业对风险的掌控和政府对行业的引导思想即便对于当前的融资租赁行业也是有很大指导意义的。

#### （三）第三阶段：2001至2007年——行业细分研究阶段

这段时期是我国加入世贸组织到2007年金融海啸到来之前，我国的融资租赁业进入了较为稳定发展的一个阶段，并且有了一定规模，融资租赁已经深入到了航空、农机、船舶等行业，这些行业由于涉及到的专业技术和相关设备市场的情况不同，也导致了这些行业对融资租赁利用方式的不同。因此，这一阶段开始出现以这些行业为视角的研究。例如杨荣波和杜力夫（2004）对国际上船舶融资租赁中存在的风险问题进行了研究，研究指出汇率风险与信用风险是出租人和承租人共同面临风险，其中汇率风险可以利用金融工具进行规避，信用风险则需要建

立完善的保障机制；而宣强和王毅杰（2005）则对国内船舶行业融资租赁存在的问题进行了探讨。研究认为，由于国内融资租赁公司实力有限，中长期资金来源渠道不畅，使得其短期资金居多，而船舶又具有投入资金大、使用周期较长的特点，这种矛盾使得船舶的融资租赁业务较难开展，文章建议融资租赁公司可与银行合作打造一个适于船舶融资租赁业务开展的平台。此外，王旭红（2001）、何铁寅等（2001）、徐公达和李凌（2004）、邹吉波（2006）汪冠群和金丹（2006）分别对融资租赁在房地产、石油设备、飞机、农业机械、汽车行业的应用与存在问题作出了研究，通过这些研究也证明了我国融资租赁也已经进入了渗透到众多行业的发展时期，不同行业也认识到了融资租赁所带来的便利。

当然，这一阶段也有很多关于融资租赁行业整体性的研究。路妍（2002）分别从宏微观角度阐述了我国融资租赁业发展缓慢的原因。研究认为，从宏观角度讲，缺乏政策扶植与法律环境落后是阻碍我国融资租赁业发展的主要原因；而从微观角度讲，融资租赁业缺乏稳定的资金来源是影响融资租赁业发展的重要因素。左毓秀（2001）、唐锋等（2006）均通过对比中外融资租赁业的发展特点为我国融资租赁业的发展提出相关建议。

#### （四）第四阶段：2007年至今——研究框架逐渐形成阶段

2007年之后，尤其是在金融危机后期是我国融资租赁理论研究进入大繁荣的一个阶段。从数量上来看，这一阶段从金融视角对融资租赁研究的论文数量超过了前面3个阶段的总和；而从研究方法与研究内容来看，这一阶段的研究方法与研究内容都更为丰富与广泛。首先，在研究方法上，已经不再局限于早期融资租赁的定性研究与规范研究，出现了更多的实证研究，在定性研究中也出现了较多的案例研究；其次，在研究内容上，已经细化到风险定价、公司财务、行业研究、文献综述等多种视角。

笔者认为这种繁荣主要源于以下几个原因：

第一，2007年第一批融资租赁试点开始，大批的融资租赁公司诞生，业内人士称之为融资租赁“再繁荣”的阶段

第二，2007—2010年期间赶上金融危机，在银行贷款紧缩的条件下，市场不景气，使得增发新股、银行贷款均有较大难度，而蓬勃兴起的融资租赁成为了重要的融资工具。

第三，大批的上市公司涉足融资租赁业，成为融资租赁业的新现象（租赁报告）。上市公司详细的数据披露规范也弥补了租赁行业数据较难获得的缺陷

可以说进入新世纪以来融资租赁的研究更为全面和完善，尤其在金融危机后期的研究更为成熟，形成了更为完善的理论研究框架。下面笔者将主要这一时期的研究，从框架上进行简要的回顾与述评，并展望一下未来的研究方向。

### 2.3.2 现阶段我国融资租赁研究主要框架与内容

#### （一）定性研究

1.关于融资租赁概念的界定

自从融资租赁引入我国以来，我国理论与实务界对融资租赁的认识十分模糊，并且由于在各国融资租赁业发展的过程中，对于租赁、租借、融资租赁、经营租赁等一系列概念在会计、税收法律等方面界定的不同，导致了我国融资租赁行业在对外交流以及对内的监管方面出现了一系列由于定义模糊而产生的问题。因此对于融资租赁概念界定的研究显得十分重要。

在这方面最重要的研究来自史燕平（2004）。该研究从传统租赁到现代融资租赁的发展脉络入手，并结合中外对“融资租赁”的翻译入手，对融资租赁概念的内涵、外延做出了严谨清晰的既定。该研究提出了融资租赁四个最基本的特征：

①三方两合同，②承租人选定租赁物，出租人购买，③不可解约，④中长期融资。最终以此为标准将融资租赁定义为“出租人对承租人所选定的租赁物件，进行以为其融资为目的的购买；然后，再以收取租金为条件，将该租赁物件中长期地租给该承租人使用”的一种金融交易。这一定义也成为后续一系列融资租赁理论研究的参照标准。

2.关于融资租赁行业政策的研究

除了上述关于融资租赁概念的定性研究之外，其他定性研究大多集中与融资租赁行业发展中存在的问题与政策建议的研究。

潘忠和朱哲人（2009）的研究开始关注融资租赁行业的退出机制、征信体系以及出租人不当经营和租赁业人才培养的问题。这些问题与政策建议对于我国融资租赁业在金融危机期间的状况非常有针对性。而且在金融危机期间及后期，开始出现大量专门针对后危机时代融资租赁业如何发展的政策性研究。

曹蕾（2009）通过对比美国、瑞士和日本融资租赁业的发展特点和历史经验

以及金融危机对我国经济的影响，研究了金融危机背景下我国融资租赁业的发展策略，研究认为在金融危机背景下融资租赁业发展的关键在于融资租赁产品的创新、行业定位与行业风险的掌控，国家也应该在财税、信贷方面给予适当的扶持。

刘也（2010）对融资租赁行业的研究也是针对金融危机后期以及4万亿经济刺激计划的大背景下进行的。文章对比研究了租赁融资与股权、债权融资的差异，并提出金融危机导致的银行惜贷问题是制约当前融资租赁业发展的主要障碍。而在政策建议上也同样认为政府在财税政策、信贷资源上的扶持政策是至关重要的。

王芳芳和何应成（2011）认为虽然金融危机后我国融资租赁业获得了迅速的发展，尤其是银行系租赁公司开始在融资租赁业中扮演重要的角色。但是法律环境滞后、监管多头、资金来源有限、业务模式单一均成为金融危机后期融资租赁业存在的问题与发展障碍。其中业务模式单一是较为核心与严重的问题。史燕平

（2012）也关注到了金融危机后期融资租赁市场中直租租赁与回租租赁比例严重失调的现象，回租比例过高使得融资租赁业务有了类贷款的性质，这一现象造成了我国融资租赁业虽然增长规模持续攀升，但增长质量却并不乐观。吕振艳和杜国臣（2013）也指出，金融危机后期，融资租赁的行业特征越发模糊，租赁产品单一、缺乏特色阻碍了我国融资租赁业核心竞争力的完善和提高。

#### （二）定量研究

1.基于上市公司视角的定量研究

由于我国融资租赁业的行业监管尚不完善，因此有关融资租赁的交易数据较难获得。然而，我国上市公司的融资租赁行为为相关的研究提供了一定程度的便利。首先，上市公司的数据披露比较规范和详细，容易找到上市公司融资租赁交易的相关数据，而且这些数据的披露经过较为严格的监管、审计，具有一定的参考价值；其次，上市公司作为我国资本市场中最为活跃的交易主体，它们不但涉及的行业极为广泛，而且其所进行的金融活动、资本运作也极具代表性；第三，国外已有融资租赁研究中也有众多针对上市公司融资租赁行为的结论，需要用国内的数据给予验证。因此，在国内融资租赁的理论研究中，出现了很多将上市公司作为研究对象的实证研究。

来明敏（2005）以2002年639家上市公司为研究样本，通过会计报告披露将样本公司分为是否发生融资租赁交易两大类。之后通过二元选择模型（logit模型）对两类公司进行实证分析来验证国外已有的融资租赁理论。研究发现国外已有的

“税收差别理论”与“债务替代”理论可以解释我国上市公司进行融资租赁的动机。其中名义所得税税率越高，则企业利用融资租赁的可能性越小这一结论与国外的研究结论略有不同。国外的研究中具有显著关系的变量是“实际所得税税率”而不是“名义所得税税率”。对于这一现象，该研究给出的解释是由于在融资租赁针对到具体项目时，其实际税率波动较大，由此导致我国企业在做融资租赁决策时较多考虑的是“名义所得税税率”而非“实际所得税税率”。此外，国外已有的

“代理与破产成本理论”则较难解释我国上市公司融资租赁的动因。此外，来明敏等（2005）进一步利用对影响企业融资租赁决策财务变量的T检验发现，名义所得税税率、长期负债矫正率与短期融资比率对企业融资租赁决策起着重要影响，并以此再次验证了国外“债务替代理论”在中国市场上的解释能力。

黄玉英（2007）通过2005年828家沪市A股上市公司为研究样本，并通过单变量T检验发现，负债率、固定资产增长率在是否存在融资租赁行为的样本公司中并不存在显著差异，但是否采用融资租赁的企业在成长性上存在着显著的差异，该研究给出的理由是高成长性的企业所面临的风险也较高，因此会在融资时减少债务融资而选择租赁融资。

胡春静（2009）以2003—2007年沪市A股687家上市公司为样本，综合运用单变量T检验和面板logit模型进行研究。研究结果表明，实际所得税税率对企业的融资租赁决策没有影响，融资租赁与债务融资呈现互补关系，并且企业的长期负债构成企业融资租赁决策的主要因素，高新技术产业与高成长性企业更倾向于采取融资租赁与黄玉英（2007）的研究结论相反。

文斌（2011）通过对2005-2009年166个采用融资租赁交易的上市公司的研究来验证了国外融资租赁理论中的“税负差别理论”与“债务替代理论”。研究结果表明，“税负差别理论”可以解释我国融资租赁的动因，而且边际税率比名义税率更具有解释能力；而“债务替代理论”在我国并不成立，样本公司同时拥有较高融资租赁额与较高负债率的现象和二者正相关的研究结果支持了融资租赁与债务之间的互补关系而非替代关系。此外，研究也发现资产专有性、盈利能力、企业成长性均称为影响企业融资租赁决策的主要因素

魏浩轩（2011）通过对2009年沪市A股的377家制造业样本公司的研究发现，除了负债结构、成长能力之外，资产周转率、营业收入与所有权结构均会对企业融资租赁行为产生影响，这是之前研究并未发现的。而对于实际所得税税率对融资租赁决策的影响，研究结果显示并不显著。

王棣华和余秋阁（2012）通过对2006—2010年沪深主板A股共计5204个样本公司进行二元选择模型进行研究，研究发现名义所得税税率、负债率、托宾Q、现金净流量有显著的相关关系，并且研究加入了风险因素变量（现金流量/负债），是之前的研究并没有考虑到的。而该研究发现企业成长性与融资租赁呈负相关关系，与之前黄玉英（2007）的研究结论相反，王棣华和余秋阁（2012）给出的解释是，高成长性的企业较低成长性企业在获得银行贷款方面具有政策优势，较为倾向于直接购入设备或贷款购置，因此较少采用融资租赁的模式。该研究同时对融资租赁所产生的财务效果进行了研究和评价。研究以负债率、财务费用、现金流量以及净资产收益率在样本公司实施融资租赁前后的差值作为被解释变量进行多元回归发现，资产负债率、筹资活动现金流收到融资租赁的影响是显著的，而其对财务费用的影响并不明显。但这主要是由于我国会计制度对财务费用的特殊处理所造成的，这一现象并不违背融资租赁具有降低企业资本成本的结论。而净资产收益率与融资租赁之间的关系并不明显的结论与林西淮（2005）的研究结论相一致。

曹建新和陈佳（2012）通过面板数据固定效应模型，研究相关财务因素会对我国上市公司融资租赁决策以及融资租赁规模产生的影响。研究发现，实际所得税税率与融资租赁交易规模正相关，与来明敏（2005）的研究结论相反；资产报酬率与融资租赁交易规模负相关，与林西淮（2005）的研究结论相反，但是这一结论在一定程度上肯定了国外融资租赁理论中有关代理成本与破产成本在我国市场上的解释能力，该研究也发现公司规模与融资租赁规模负相关，这一点与许多国内外研究相一致。此外，该研究还尝试了企业成长能力与资产专有性等相关变量，但实证结果并不理想，并以此针对出租人给出相应的政策建议，建议融资租赁公司应该以税率与公司规模作为发掘潜在客户的着眼点，做好客户的定位以提高融资租赁公司的经营效率。

吴国良等（2013）专门针对我国342家制造装备业上市公司进行了融资租赁决策影响因素的研究，研究同样通过二元选择模型对是否采用融资租赁的样本公司进行了实证分析。研究发现，在我国制造装备业中，资产负债率与企业成长性均对企业采用融资租赁产生正面影响，即资产负债率越高和成长性越好的公司月倾向于采用融资租赁。

2.其他定量研究

在融资租赁的实证研究中，除了上述基于上市公司视角的研究外，也有一些利用调查问卷方式进行的实证研究，而且研究视角也不仅仅局限在上市公司的微观层面，而是着眼与融资租赁行业等宏观层面的定量研究。

林西淮（2005）通过对台北市租赁公会会员客户发放的1000份调查问卷所得数据进行研究。该研究主要着眼于企业的融资租赁程度，即企业融资租赁资产总额与总资产的比值。研究发现负债比率、流动比率、资金成本、公司规模与产业特性会对这些企业的融资租赁程度产生正向的影响，而资产报酬率则对企业的融资租赁程度没有显著的影响。

任玉荣和任晴（2009）采用问卷调查的方式，对341家企业的融资租赁状况进行了基本分析，该研究运用Kruskal-Wallis检验和二元模型进行实证分析后发现，企业负债与融资租赁为互补关系，与国内大多数研究所得出的替代关系相反，印证了国外的融资租赁与债务互补关系的理论，而且研究认为企业融资租赁程度与行业性质无关，与林西淮（2005）的研究结论相反。

王晓耕（2010）从宏观经济角度，利用误差修正模型对1986—2008年我国融资租赁交易额对全社会固定资产投资额的影响进行了实证分析。研究结果显示，融资租赁额的增长对全社会固定资产投资额的增长有着显著正面的影响。

周杰（2011）利用我国2003—2009年医疗设备投入量的省际面板数据，综合运用普通最小二乘与面板数据固定效应模型对融资租赁与医疗设备投入量之间的关系进行了研究。研究表明，融资租赁对医疗设备的资本投入具有显著的正向影响，但也同时发现随着卫生机构收入的增加，融资租赁对医疗设备投入量的影响将明显降低。这一现象在一定程度上也证明了目前我国企业投资决策中“租不如买”这一传统观念的存在。

3.专题性质的文献综述

随着我国融资租赁理论研究的不断深入，也开始有对融资租赁交易的某一方面进行的综述性研究。这些综述在总结国内外研究成果的基础上也提出了进一步的研究方向。

文洋（2011）、王棣华和余秋阁（2013）均对于国外融资租赁的概念与整体研究框架做了简要的介绍。其中文洋（2011）所采用的融资租赁的概念源于《美国财务会计准则委员会第13号公告》中对于融资租赁的定义，而在研究前景上，该研究认为融资租赁的实证研究与产品创新将会成为新的研究方向；王棣华和余秋

阁（2013）的研究是较为全面和系统的按照国外融资租赁理论研究中“税负差别理论、债务替代理论、代理与破产成本理论”的三大理论研究基石来进行综述的。并同时指出，在国内已有的研究中，有关“代理与破产成本”的研究结论与国外的研究结论并不一致，而且根据我国融资租赁也的发展特点，应该将影响融资租赁的风险因素与企业营运能力作为研究的重点，避免局限在国外已有的理论研究框架中。

李刚（2009）对企业采用经营性融资租赁的动机进行了研究综述。该研究回顾了国外60年代至20世纪初有关经营性租赁的部分文献，并且主要从税收与非税收因素（股权结构、信息不对称、投资。不足、可收回权、隐瞒负债）的角度对比分析了经营性租赁的动机。研究认为企业价值、收益水平、股权集中度会对企业采用经营性租赁产生正向的影响；而股利发放、现金流量与资本构成会对企业采用经营性租赁产生负面影响。这一结论在一定程度上也解释了为何经营性租赁在我国融资租赁各种交易类型中并没有成为主流交易方式的原因。

马鹏彬等（2013）从融资租赁交易中出租方、承租方特有的风险入手，并且对比分析了多种风险度量方法，认为“5C法（collateral抵押品、capacity能力、capital资本、character品德、conditions情况）”是最具有现实操作意义的风控方法，值得进一步推广和研究。

### 2.3.3 国内文献简要评价

通过以上的文献回顾，我们会发现我国融资租赁理论的研究在金融危机后期才达到框架上的完整，从宏观方面对整个行业的研究到微观方面融资租赁交易的动因与效果都有了丰富的研究成果，尤其是在微观理论方面，可以做到国外理论在国内市场的验证，也为我国融资租赁理论研究探索出了一些新的方向。笔者认为在上述研究的基础上，还有以下几个方面可以进一步的完善，这些方面也是本研究力图做到的：

第一，在实证方法上。国内已有的关于融资租赁的实证模型大多采用二元选择模型来对样本公司是否发生融资租赁进行研究，并以其结论来验证国外关于“税负差别理论”对我国融资租赁交易的解释能力。然而，国外“税负差别理论”中的税负转嫁与税收利益共享并非发生在采用融资租赁（承租人）与未采用融资租赁的二者之间，而是发生在出租人与承租人之间。因此，已有的研究结论虽然得出一些有益的结论但却并不完善，这也是由于我国融资租赁业中出租人的数据搜

集较难而造成的，然而今年来出现大量上市公司进入出租人市场，为本文研究数据的搜集带来了一定便利，使得这方面研究可以继续前进一步。

第二，在样本的选择与分类方面。已有的实证类论文其样本构成全部为承租人，其结论也多在解释上市公司进行承租行为的动因，而且在样本中并严格未区分融资租赁的不同交易形式，尤其是直租租赁与回租租赁。因此，后续的研究应该更加关注出租人及上市公司在融资租赁交易中扮演出租人的行为动因与效果，而在承租人对融资租赁交易模式的选择上也需要注重承租人对不同交易模式甚至交易标的物选择的动因与效果。

第三，在融资租赁行业的政策建议研究方面。国内已有关于融资租赁行业发展的政策建议大多局限在政府扶植、财税法律制度完善等方面，较少有研究涉及到融资租赁的行业监管与行业风险控制，笔者认为这两点应该作为现阶段融资租赁理论与政策研究的重点。

# 第**3**章 上市公司做承租人动因分析

## 3.1 本章研究视角与研究步骤

### 3.1.1 以出售回租为主的研究视角

本章将对上市公司以承租人身份进入融资租赁市场的行为进行研究。但在进行具体研究之前需要着重说明一下本章的研究视角，即在融资租赁交易形式上，本章的以出售回租为主要研究对象，原因如下：

首先，从理论上讲，当上市公司以承租人的身份进入融资租赁市场是，其所选择的融资租赁交易方式可以有多种，比如融资租赁、经营性租赁、出售回租等。虽然这些交易的目的与效果各有不同，但是从这些交易的交易设计上，大致可以分为直租租赁与回租租赁两大类。这两类交易的关键的区别在于，在进行融资租赁交易时，厂商的身份与承租人的身份是否发生重合，以及其交易目的是设备本身的使用价值还是将物化设备资产转变为现金流。对这两种方式的选择涉及到融资租赁交易中的两种不同动因。一般来讲可以这样认为，直租租赁的主要动因是基于设备的使用价值，而且承租方应该是在财务方面上综合考虑了多种融资方式下，进过对各种不同融资方式的融资成本、预期风险、便利程度等多方面因素进行考量之后，进而作出以融资租赁中直接租赁的方式来进行设备投融资的选择；而对于回租租赁，即出售回租（亦称“售后回租”，sale and lease-back）是指设备所有者将自己原本拥有的部分资产先卖给租赁公司以获得融资便利，然后再以支付租金为代价，从该出租人处租回已售资产的一种交易。这种交易方式最大的特点就是，在融资的同时，并不丧失设备资产的使用价值，设备资产仍旧可以进行生产，这种交易所改变的仅仅是设备资产的所有权。其主要动因是基于将物化的设备资产转变为现金资产。承租方采用这一交易方式往往是由于其他融资渠道受到约束和阻碍而不得已的选择。而且，就国外的研究来看Schallheim（2013）等也指出对融资租赁的动因和效果的研究需要对对承租人所选择的融资租赁交易方式进行严格的区分；Ezzell（2001）也通过对直接租赁和回租租赁的样本区分而得出了不同的结论。因此，从理论层面，本文首先要对上市公司作为承租人时所采用的融资租赁交易方式作出两大类的区分，即直租租赁与回租租赁。

其次，从现实角度讲，近年来上市公司所进行的融资租赁，其选择的交易类型以出售回租为主。造成这一现象的大致有两个原因：首先，随着2007年一大批银行系融资租赁公司的成立，我国的融资租赁业逐步发展起来，并且经历了一段业内人士称之为“再繁荣”的时期。融资租赁这种与固定资产，尤其是与生产设备紧密相连的一种融资方式可以使固定资产在资产、负债、所有者权益之间实现不同形态的转换。这一特点在一定程度上丰富了我国上市公司的融资渠道与融资手段，随着今年来中国融资租赁业的发展，上市公司也频繁的利用这一手段进行融资。其次，在金融危机后期，由于上市公司获得银行贷款的难度增大，外加股票市场的不景气也股权融资也越发困难，使得上市公司面临着很大的融资困境。这时出售回租又渐渐成为上市公司利用已有固定资产进行外部融资的一种新手段。而且根据《中国融资（金融）租赁行业发展报告（2013）》数据以及笔者搜集数据显示，上市公司在对承租交易方式的选择中（以公告内容为准）均选择出售回租这种交易方式，并且出售回租在我国融资租赁市场各种交易方式中更是占据了主导地位。

综上，因此本章将以出售回租这种交易方式作为主要的研究对象，并对上市公司选择出售回租这一行为的动因与效果进行分析。

### 3.1.2 研究步骤：从替代关系到财务效用的论证

本章将着重研究上市公司采用出售回租的动因及其效果，研究主要由三大步骤组成：

第一步：出售回租与债务融资的替代关系的验证

这一步的研究，是本章最基本的逻辑起点。因为从上述理论与现实分析中，我们可以看出，出售回租被企业视为多种融资方式中的一种选择，当企业其他融资选择（如：银行贷款、股权融资）受到约束时，出售回租会被视为一种替代性的选择。然而这种替代关系是否存在在理论上是有争议的。出售回租是从属于融资租赁各种交易方式中的一种，而融资租赁与其他融资方式，尤其是与债务融资之间的关系是否的确存在替代关系在国内外的理论研究中是有着较大分歧的，主要的争论在于融资租赁与债务仍有可能存在着互补关系，而如果这样的结论成立，那么上市公司必然面临着融资租赁与债务融资同存同弃而不会有替代选择的可能。因此，在本章的研究中，我们必须首先确定融资租赁与其他融资方式，特别是出售回租与负债融资之间的确切关系，才能做出对出售回租的动因与效果的进

一步判断。所以，本章研究第一个步骤主要解决的问题是确定出售回租与债务融资，特别是抵押贷款之间是否存在着替代关系，以及二者之间在哪一方面会影响到上市公司的选择。

第二步：出售回租与抵押贷款的选择差异分析

由于在理论和现实中，有一种负债融资的方式与出售回租极为相似，那就是抵押贷款，二者之间的共性是在不丧失设备资产的使用价值时，都具有将物化的设备资产转化为现金资产的功能。因此，在验证了出售回租与负债融资之间的替代关系之后，我们需要对抵押贷款与出售回租之间的关系做进一步的研究。既然二者在实务操作中极为相似并且理论上也存在替代关系，那么究竟是什么原因导致上市公司对两种融资方式选择上的差异，即同样可以利用已有的设备资产进行融资，为何有些上市公司选择了出售回租，而另一些则选择了抵押贷款，笔者认为这种差异应该是分析上市公司出售回租动因的一个理论基础。

第三步：出售回租的动因与效果分析

这一步的研究，也是本章最为核心的部分。由于我国融资租赁业起步较晚，并且相关行业数据比较于难获得，使得我国目前有关融资租赁的研究大多集中在税收政策和会计处理的定性分析上，定量研究较少。尤其是针对在金融危机后期渐渐兴起的出售回租这一形式，尚未有人从公司金融的角度进行定量的分析与研究。而且就目前已有的针对于上市公司融资租赁行为的各种实证研究中，并没有将融资租赁各种交易形式中的直租租赁与回租租赁加以区分，而这两者在交易动因与其产生的财务效果都有着很大的不同。因此在本章的最后，在明确了出售回租与负债融资，特别是抵押贷款之间的关系之后。本章将采用事件分析法，对我国上市公司出售回租行为的市场反应进行研究，并从公司金融的角度通过回归分析来研究其市场反应的具体原因，并以此及对上市公司进入承租人市场的动因、效果进行分析。

## 3.2 出售回租与债务融资之间替代关系的确证

利用融资租赁进行融资与利用债务进行融资之间的关系一直是融资租赁理论研究中的重要内容，也是存在争议和分歧较多的一个方面，其最主要的争论在于利用融资租赁进行融资与债务融资之间是替代关系还是互补关系。而本章旨在探讨上市公司在融资租赁市场中扮演承租人角色的动因，首先需要明确的问题是上市公司在对融资渠道的选择中，对租赁融资或债务融资的偏好是基于二者之间的

替代关系，还是二者之间的互补关系。只有在确认了我国上市公司在市场中上利用融资租赁，特别是其中的出售回租进行融资，与利用债务融资之间从属与哪种关系之后，进一步讨论上市公司成为承租人的动因及效果才有意义。因此本节旨在探讨出售回租这种融资方式与债务融资之间的关系，为接下来的研究奠定基础。

### 3.2.1 理论分析与研究假设

虽然租赁融资与普通债务融资尤其是银行贷款，在交易主体、交易设计上存在着诸多不同之处，但有一点却极为类似，那就是这两大类交易都使得交易双方形成了一种长期的、固定的契约式的权利与义务；而且在这种契约关系中承租人或债务人都会有定期的、固定的现金流出以支付租金或偿还债务和利息，这种现金流出在其性质上可以视同为企业的债务。因此，融资租赁与债务融资之间的关系受到很多研究的关注。而其研究结论主要分为两类观点，即融资租赁与债务融资之间是替代关系还是互补关系。所谓融资租赁与债务融资之间的替代关系主要是指债务融资与融资租赁之间的负相关关系。由于一家企业的负债能力与债务空间是有限的，而融资租赁与债务融资有同时具有对企业现金流的约束和要求能力，因此融资租赁必定会挤占一定的债务空间，二者呈现一种此消彼长的负相关关系。这种关系在融资租赁研究中也被成为“债务替代理论”。

融资租赁的“债务替代理论”最早由Myers等（1976）提出，研究认为由融资租赁交易所形成的偿债性质的契约性义务会降低企业的负债能力，二者在企业融资选择中呈现负相关互相替代的关系，并且同时发现1美元的融资租赁交易所侵占的负债空间小于1美元。Franks和Hodges（1978）从融资租赁合同定价的角度再次证实了这一点。但McConnell和Schallheim（1983）的研究发现1美元的融资租赁交易侵占1美元的负债空间，并以此证明了融资租赁与负债融资的同质性。

Wilkins和Zimmer（1983）通过对新加坡市场51家信贷机构的调查发现融资租赁与银行信贷对企业的影响并无明显差异性。Marston和Harris（1988）通过对1976

—1982年间361家公司融资租赁与负债融资之后的财务指标变化的研究证实了融资租赁与银行贷款之间的替代关系，融资租赁交易的确对负债空间造成一定程度的侵蚀；Bayless等（1988）通过对美国133家银行的放贷数据进行调查分析，研究发现在办理银行贷款业务审核过程中，企业融资租赁与债务融资并无明显差异，并且融资租赁程度与银行贷款发放量呈负相关关系，由此说明了二者之间的替代关系。但该研究也指出，这种替代关系与融资期限和授信额度有关。因此，不同

交易设计中对融资期限和授信额度的改变可能会影响到融资租赁与银行信贷之间的替代关系。

然而，也有一些关于租赁融资与债务融资之间关系的研究，其结果恰好与上述结论相反，这些研究普遍发现融资租赁与债务融资之间呈现正相关的关系，较高的负债会使得企业更倾向于选择以融资租赁的方式进行融资，二者在企业融资选择的过程中表现一种互补关系，进而形成了融资租赁的“债务互补理论”。

Bowman（1980）最早通过对1973年美国市场中92家企业在融资租赁交易中形成的财务杠杆与其股票对应的风险系数的研究发现，融资租赁与债务融资对财务杠杆和股票风险系数所产生的影响并不容易区分，同时也发现具有高负债率的企业同时也存在较高比例的融资租赁行为。Ang和Peterson（1984）在其研究中本想验证融资租赁与债务的替代关系，但其数据却再次验证了高负债将会导致更多融资租赁的结论。Smith和Wakeman（1985）在Bowman（1980）、Ang和Peterson

（1984）的基础上进一步在研究中控制了企业资产特性、行业特征，所得结论仍然支持融资租赁与债务融资之间的互补关系。Finucane（1988）通过对1981—19855

年间美国市场600家的研究也支持这一观点。

可见在国外的研究中，融资租赁与债务融资之间的关系有着较大的争论，而稍微权衡了两类争论的研究来自Lasfer和Levis（1998）的研究。该研究发现融资租赁与债务融资，特别是与银行信贷之间的关系会因企业规模的不同而不同，研究认为对于中小型企业和非上市公司来讲，融资租赁与银行信贷之间表现为替代关系，而对于大型企业来讲融资租赁与银行信贷则呈现为互补关系。

同样，在国内的研究中，租赁融资与债务融资之间的关系也并未达到一致。例如来明敏（2005）的研究结果支持融资租赁与债务融资之间存在替代关系；而胡春静（2009）和文斌（2011）的研究则支持融资租赁与债务融资之间存在互补关系；而黄玉英（2007）的研究结果显示我国市场中租赁融资与债务融资之间并不存在明显的替代或者互补关系。

综上，租赁融资与债务融资之间的关系在国内外都存在着一定的分歧，而且由于本节将研究上市公司作为承租人的动因及其效果，因此必须先解决融资租赁与债务融资之间的确切关系。此外，Schallheim等（2013）认为对于融资租赁与债务之间替代或互补关系的探讨必须严格区分融资租赁交易中的不同方式，并且本文搜集的数据均为“出售回租”这一方式，因此，本节着重探讨出售回租与债务融资之间的替代或互补关系，并提出以下研究假设待以验证：

假设1：如果出售回租与债务融资之间属于替代关系，则出售回租额会与负债比率形成负相关关系，即出售回租会侵占债务空间造成负债能力的降低；

假设2：如果出售回租与债务融资之间属于互补关系，则出售回租额会与负债率形成正相关关系，即出售回租不会对企业负债能力造成影响，反而是负债融资的一种补充。

### 3.2.2 数据与模型

1.样本选择与数据来源：

本节研究以2007—2012年间沪深两市所有发生出售回租交易的上市公司为研究样本，样本公司来源于“高校财经数据库--上市公司文献库”以及“万德数据库”搜索关键字“融资租赁”和“回租”而得。并对所得样本按照如下标准进行筛选：样本公司必须颁布含有“融资租赁”或“出售回租”字样的交易公告，并且对于含有“融资租赁”字样公告的样本公司，通过其公告内容公布的交易方式可以明确判定为出售回租。对于未颁布独立公告而仅在董事会议程中对融资租赁交易简单提及的样本公司，笔者认为仅在董事会议程中提及较难断定其后是否确实发生融资租赁交易，因此予以删除。此外，剔除金融类上市公司。最终我们获得70 家

样本，其年份与行业分布如表3.1所示。

表3.1 样本公司年份及行业分布

| 年份/行业 | 工业 | 公用事业 | 综合 | 房地产 | 总计 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2007 | 2 | 1 | 0 | 0 | 3 |
| 2008 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 2009 | 10 | 3 | 4 | 1 | 18 |
| 2010 | 10 | 3 | 2 | 1 | 16 |
| 2011 | 18 | 1 | 2 | 0 | 21 |
| 2012 | 9 | 2 | 0 | 0 | 11 |
| 总计 | 50 | 10 | 8 | 2 | 70 |

通过表3.1我们可以看出，在行业分布的层面上，发生出售回租交易的样本公司主要集中在工业行业，共计50家，约占样本总量的71%；而从年份层面上，出售回租交易较为集中的发生在2009—2011年，基本上处于金融危机后期，基本上符合《中国融资（金融）租赁业发展报告（2013）》中所提出的在金融危机后期由

于信贷资源紧张而造成大多上市较难获得银行贷款进而选择出售回租的结论。

2.变量选择与模型建立

本节运用以负债率为主的相关财务变量对融资租赁相对交易额进行的多元回归进行研究，其中样本公司的相关财务数据来自国泰安数据库（CSMAR），统计分析与计量结果由Stata10.0输出。

###### （1）变量选择

①被解释变量：出售回租相对规模（leasevol\_asset）。考虑到样本公司的规模大小不同，同等规模的出售回租交易额对不同规模的公司所产生的影响也不同，因此本文采用“出售回租交易额/资产总额”对不同样本进行标准化处理便于比较。

②解释变量：资产负债率（d\_a）。即公司负债总额与公司资产总额的比值。由于本文考察融资租赁是否侵占到债务空间，因此资产负债率是非常关键的指标，也是国内外对这一问题的研究中所经常采用的指标（来明敏, 2005; Schallheim等, 2013）。

③控制变量：考虑到除了资产负债率之外，仍有其他变量会对融资租赁（包括出售回租）的交易额产生影响，因此本文将如下变量加以控制：

资产规模（ln\_asset）：根据Lasfer和Levis（1998）的观点，资产规模不但影响到企业的融资租赁额，而且企业资产规模的大小也影响到融资租赁与债务融资之间的替代或者互补关系的问题。另外，为了控制资产规模在不同企业间的波动性，本文在回归过程中将以资产规模的自然对数作为回归变量（付雷明等，2010）。固定资产占比（fix\_asset）：由于出售回租交易是基于公司已有设备资产而进

行的，并且不同公司所属行业、经营范围等会造成固定资产比率的不同，因此在公司选择已有固定资产进行融资时，固定资产占比也必然成为重要的影响因素。

第一大股东持股比例（concentration1）与国有股占比（stateshare\_percent）：Smith和Wakeman（1985）研究认为股权集中度越高的公司月倾向于利用融资租赁进行融资，所以本研究认为股权集中度也是影响出售回租相对规模的重要因素，在我国国有股比重的大小有时也是股权集中的一种表现，并且会影响到企业的融资方式与融资额度。因此，本研究将第一大股东持股比例与国有股占比同时作为控制变量加以考虑。综上，我们建立如下多元回归模型进行实证分析：

*Leasevol* \_ *asset***0**1(*d* \_ *a*)**2 (ln\_ *asset*)**3 (*leasevol* \_ *fix*)

**4 (*concentration*1)**5 (*stateshare* \_ *percent*)

（3.1）

表3.2 主要变量一览表

| 变量符号 | 变量类型 | 变量名称及定义 |
| --- | --- | --- |
| leasevol\_asset | 被解释变量 | 出售回租相对规模：出售回租交易额/总资产 |
| d\_a | 解释变量 | 资产负债率：负债总额/资产总额 |
| ln\_asset |  | 总资产自然对数 |
| fix\_asset |  | 固定资产净额/总资产 |
|  | 控制变量 |  |
| concentration1 |  | 第一大股东持股比例：第一大股东持股数/总股数 |
| stateshare\_percent |  | 国有股占比：国有股股数/总股数 |

###### （2）回归变量描述性统计与相关性分析

表3.3 与表3.4分别展示了回归变量的描述性统计与相关性分析。通过表3.3

我们发现样本公司的一些特点。首先，从资产规模（asset）上看，根据国资委2003年《关于财务统计工作中执行企业规模划分标准的通知》，如果工业企业的资产规模超过4亿元，则可被称为大型企业，而对于其他行业的标准则是，称为“大型

企业“的资产规模最低标准不得高于4亿。通过表3.3的统计结果来看，样本公司

资产规模的均值达到88亿元，而最小值也接近4亿。所以样本公司的规模较大成为了一个特点；另外，从负债率（d\_a）的角度来看，其最大值达到1.15，出现了资不抵债的现象，但样本的总体水平还是比较稳定的。

表 3.3 回归变量描述性统计

|  | 最小值 | 最大值 | 均值 | 中位数 | 标准差 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 相对融资规模 | 0.004 | 0 .134 | 0.040 | 0.030 | 0 .030 |
| 资产负债率 | 0 .271 | 1.151 | 0.606 | 0.631 | 0.164 |
| 公司规模（亿元） | 3.588 | 731.840 | 88.630 | 50.244 | 111.488 |
| 固定资产占比 | 0.004 | 0 .134 | 0.040 | 0.030 | 0 .030 |
| 第一大股东持股比  率 | 0 .469 | 64.870 | 19.978 | 10.964 | 19.153 |
| 国有股比率 | 0.000 | 0 .801 | 0 .144 | 0.000 | 0.212 |

表 3.4 回归变量相关性分析

|  | 相对融资规模 | 资产负债  率 | 公司规模  （亿元） | 固定资产  占比 | 第一大股东持股比率 | 国有股比  率 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 相对融资规模 | 1.000 | -0.413 | -0.302 | 0.693 | -0.107 | -0.102 |
| 资产负债率 | -0.413 | 1.000 | 0.459 | -0.248 | 0.091 | 0.212 |
| 公司规模（亿元） | -0.302 | 0.459 | 1.000 | -0.396 | 0.312 | 0.293 |
| 固定资产占比 | 0.693 | -0.248 | -0.396 | 1.000 | -0.086 | -0.168 |
| 第一大股东持股比率 | -0.107 | 0.091 | 0.312 | -0.086 | 1.000 | -0.462 |
| 国有股比率 | -0.102 | 0.212 | 0.293 | -0.168 | -0.462 | 1.000 |

### 3.2.3 研究结果及意义

本文在实证研究中采用翟淑萍等（2013）逐步添加控制变量的方法进行回归分析。回归结果如表3.5所示。我们发现，在逐步添加控制变量的过程中，“融资租赁相对规模”与“资产负债率”的关系始终保持着稳定的负相关关系，支持本节提出的假设1，因此我们认为出售回租与负债融资之间是替代关系，也就是说作为融资租赁各种交易方式之一的出售回租，它会对企业的负债空间造成一定的侵占，它与负债形成此消彼长的替代关系。正是基于这种选择上的替代关系，上市公司在利用已有固定资产融资时，并且在不丧失固定资产使用价值，即不采用资产出售的形式时，会有两种可能的选择，及出售回租与抵押贷款。而这种选择关系正是我们下一节需要探讨的内容。而对于“固定资产占比”所呈现出的与“相对融资规模”正相关关系也说明了出售回租将物化设备资产转变为现金流的特性，因此样本公司固定资产比率越高则会导致其利用出售回租进行融资时的融资额度越大。而上述结论也有着一定的现实意义。既然利用出售回租进行融资与债务融资形成了替代关系，那么也就可以认为对于这两种金融服务的提供者，即融资租赁与银行，它们基于这种替代关系形成了某种程度上的竞争关系。这一点也反应出了我国融资租赁业当前发展中存在的问题，即融资租赁公司渐渐将自身的竞争对手定位在银行。造成这一问题的原因主要与我国目前融资租赁市场的竞争格局有关。我国目前的融资租赁公司按其监管部门的分类可以分为金融租赁公司与非金融类的融资租赁公司。其中金融租赁公司由我国银监会负责审批和监管，这一类公司中有相当大一部分比例有着商业银行的背景，其提供的融资租赁产品也多以出售回租为主，而且出售回租具有短期内实现大单交易的特征，进而使得金融

租赁公司在业务量即市场份额上比其他类的融资租赁公司有着更大的优势。就《中国融资租赁市场发展现状、国际比较和前景展望》中数据显示，我国金融租赁公司的数量在我国融资租赁公司总数中仅占3%，但其业务规模却占到69%。并且从国际范围内看金融类租赁公司也在各地区的融资租赁市场中占有一定的主导地位，例如在美国的融资租赁市场中，截至2012年年底，金融租赁公司占全行业公司数目的41%，业务规模占到49%；而在欧洲，这两个比率分别达到50%与72%。可见，金融租赁公司在各地区都保持着较强的竞争力。由于金融租赁公司大多具有银行背景，从事的业务也多为类信贷的出售回租，从而也造成了其他融资租赁公司的竞争对手渐渐成为了银行，或者说是银行的放贷业务。而关于这一点的风险与隐患则将在政策建议一章中进行探讨。本节最主要的是从理论上证明了利用出售回租进行融资与负债融资之间的替代关系。

表 3.5 出售回租相对融资额对债务空间侵占作用实证结果

|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 相对融资规模 | | 相对融资规模 | 相对融资规模 | 相对融资规模 | 相对融资规模 |
| 资产负债率 | -0.076\*\*\* | -0.064\*\*\* | -0.062\*\*\* | -0.054\*\*\* | -0.054\*\*\* |
|  | （-3.74） | （-2.80） | （-2.79） | （-3.15） | （-3.13） |
| 总资产自然对数 |  | -0.004 | 0.002 | 0.003 | 0.002 |
|  |  | （-1.15） | （0.94） | （1.10） | （0.91） |
| 固定资产占比 |  |  | 0.039\*\* | 0..039\*\* | 0..039 \*\* |
|  |  |  | （1.95） | （1.92） | （1.91） |
| 第一大股东持股比例 |  |  |  | -0.000 | -0.000 |
|  |  |  |  | （-0.67） | （-0.43） |
| 国有股比例 |  |  |  |  | 0.002 |
|  |  |  |  |  | （0.17） |
| 常数项 | 0.087\*\*\* | 0.169\*\* | -0.009 | -0.020 | -0.016 |
|  | （ 6.81） | （2.33） | （-0.16） | （-0.33） | （-0.24） |
| N | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| R2 | 0.171 | 0.187 | 0.230 | 0.552 | 0.553 |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

## 3.3 出售回租与抵押贷款的选择

上一节我们论证了出售回租与负债融资之间的替代关系。而在债务融资的各种形式中，抵押贷款的交易设计与出售回租最为类似，因此二者之间的可替代性最强。本节主要研究上市公司如何在这两种极为相似的融资方式中进行选择的。这一节的内容在本章的逻辑主线中起到一个桥梁性的作用：它是上一节所得出的出售回租与债务融资替代关系的进一步延伸，而本节所得结论也将成为下一节讨论上市公司出售回租动因与效果的前提。所以本节将要解释这样一个问题：既然出售回租与抵押贷款都有将物化的设备资产转变为现金流的功能，可为何上市公司在对两种融资方式的选择中产生了差异。

### 3.3.1 理论分析

首先，对于出售回租与抵押贷款这两种融资方式之间存在极大相似性的观点无论是从定义还是从理论研究以及实践操作中都得到较为一致的认可。定义与理论中均可以发现，这两种交易的最大特点都是实现资金流与实物反向运动的融资活动。而在实践操作中，就笔者对业内人士的调查了解得知，从出租人的角度讲，大部分出租人认为抵押贷款与出售回租本质上并无太大差异；而从承租人的角度讲，许多承租人表示如果可以从银行获得抵押贷款便不会进行出售回租，由此可见出售回租这种方式与抵押贷款的确存在着较大的相似性与选择替代关系。

国内外对于出售回租与抵押贷款之间区别的研究却并不是太多，Murphy 和

Daniel（1992）主要研究了美国市场中不动产的抵押贷款与出售回租之间的关系。该研究认为，二者的确都是将不动产转化为现金流的融资方式。但是在美国市场相关制度下，出售回租在税收方面会比抵押贷款具有更大的优势，而且出售回租会比抵押贷款减少更多的交易成本。

而针对国内的研究来讲，出售回租与抵押贷款的差异性却存在一些争论，并且争论的角度各有不同：史燕平（2005）认为出售回租与抵押贷款的本质不同在于，其租回的过程中是否存在折扣融资的差异，而且承租人是否有利用回租过程实现节税融资和表外融资的功效。杨海田（2012）则通过对国家税务总局颁布的

《关于融资性售后回租业务中承租方出售资产行为有关税收问题的公告》的解读发现在承租方出售资产时，与资产相关的所有权及其预期报酬和风险均未达到完全转移，而这一特点可以带来一定程度上的税收优惠，这是抵押贷款并不具有的。

张琼（2013）也指出，从理论上来讲，出售回租的确具有改善财务报表、优化税务、表外融资等抵押贷款所不具备的优点，而且在清偿方式、租赁物的抵押风险以及业务期限上均与抵押贷款之间存在着显著差别。并且在实际操作中，出售回租较少具有硬性的监管指标限制。然而由于我国税收政策、租赁物等级制度以及租赁物价值评估体系的不完善，使得出售回租较抵押贷款所具备的优势难以发挥，目前我国出售回租的市场功能基本定位于帮助企业盘活固定资产，基本上呈现着与抵押贷款并无太大差异的功能。仅仅是在业务期限上而言，出售回租偏重于长期而抵押贷款则更侧重于短期或中期。由于出售回租与抵押贷款都是具有契约性质的融资活动，我们将针对融资额与融资期限对这两种方式进行对比分析，并提出以下研究假设：

假设1：融资期限越短越倾向于利抵押贷款，反之则倾向于利用出售回租。假设2：国有股占比越高越向于利抵押贷款，反之则倾向于利用出售回租。

### 3.3.2 数据与模型

#### （一）样本与数据

本节选择2007—2012年间沪深两市所有进行出售回租或抵押贷款的样本公司进行手工搜集，而样本公司的相关财务数据则来源于国泰安数据库（CSMAR），并且将所得样本按照以下标准进行筛选：

①必须颁布正式的融资租赁公告或抵押贷款公告。将出售回租或抵押贷款以董事会会议议题的形式公布在公告中，笔者无法最终确认其是否发生真实交易，因此将这类样本剔除；

②由于融资租赁的最大特征是设备融资，因此剔除将不动产进行出售回租或抵押贷款的样本。此处不动产是根据“财税（2013）37号”文件第二十五条的规定而界定，即不动产是指不能移动或者移动后会引起性质、形状改变的财产，包括建筑物、土地及土地附着物等。

最终我们得到总样本83家，其中利用设备进行出售回租的样本公司70家，

而利用设备进行抵押贷款的样本公司13家，其年份分布如表3.6所示。从表3.6中我们可以看出在金融危机前期和早期上市公司选择抵押贷款与出售回租从数量上来看并没有太大的差异；而在金融危机期间及之后，我们可以看到利用已有设备进行融资的选择中，选择出售回租样本公司的数量远远超过了选择抵押贷款的样本数量。这一统计数据也较为符合曹蕾（2009）提出的在金融危机后期，融资

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 总计 |
| 抵押贷款 | 5 | 1 | 2 | 1 | 0 | 4 | 13 |
| 出售回租 | 3 | 1 | 18 | 16 | 21 | 11 | 70 |
| 总计 | 8 | 2 | 20 | 17 | 21 | 15 | 83 |

租赁逐渐成为仅次于银行信贷的第二大金融工具；同时也符合上市大批上市公司以承租人的身份以及出售回租的方式进入融资租赁市场的现象（李宇欣，2013）。表3.6抵押贷款与出售回租样本年份分布情况

表 3.7 抵押贷款与出售回租样本部分财务指标描述性统计对比

| 财务指标名称 | 样本类型 | 最小值 | 最大值 | 均值 | 中位数 | 标准差 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 融资额（万元） | 抵押贷款样本出售回租样本 | 450  432 | 101227.4  190000 | 13343.65  27514.7 | 3690  18000 | 27234.83  32851.13 |
| 相对融资额度 | 抵押贷款样本  出售回租样本 | 0.003%  0.005% | 0.689%  0.134% | 0.084%  0.041% | 0.023%  0.031% | 0.184%  0.030% |
| 融资期限（月） | 抵押贷款样本  出售回租样本 | 3  6 | 96  240 | 22  53.588 | 12  55 | 30.542  31.255 |
| 资产规模（亿元） | 抵押贷款样本  出售回租样本 | 3.460  3.588 | 106.918  731.840 | 26.360  88.630 | 14.695  50.244 | 28.936  111.488 |
| 负债率 | 抵押贷款样本  出售回租样本 | 0 .216  0.271 | 1.136  1.151 | 0.576  0 .606 | 0.536  0 .631 | 0 .273  0 .164 |
| 流动比率 | 抵押贷款样本  出售回租样本 | 0.298  0.192 | 2.167  2.005 | 0.998  0 .983 | 0.878  0.921 | 0.576  0.408 |
| 国有股占比 | 抵押贷款样本  出售回租样本 | 0  0 | 0.619%  0.802% | 0.178%  0.144% | 0  0.000% | 0.250%  0.213% |

#### （二）研究设计

1.模型选择

通过前面的理论分析我们可以认为，当一家上市公司计划利用已有设备进行融资但又不想丧失设备使用价值时，只有两种方式可以进行选择，即出售回租与抵押贷款。而logit模型适用于这种二元选择。因此本节研究将采用logit模型对上市公司的这种选择进行研究，研究模型如下：

*Logit*(*P*( *y*1| *v* ))***x*T***v*, (3.2)

*i* i i

其中：

yi=1表示样本公司选择以抵押贷款的方式进行融资

yi=0 表示样本公司选择以出售回租的方式进行融资P（yi=1|vi）表示样本公司选择以抵押贷款的方式进行融资的概率而**x**iT表示解释变量与控制变量。

vi表示模型中的随机干扰项，在实证结果中与α合并为常数项

2.变量选择：

###### （1）被解释变量：

抵押贷款与出售回租选择定性因变量（yi）。yi取值1或0，分别代表上市公司选择抵押贷款进行融资或出售回租进行融资。

###### （2）解释变量：

融资期限（Term）：张琼（2013）指出出售回租的业务期限普遍比抵押贷款的业务期限要长。Bayless, Mark E；Diltz（1988）认为融资期限是选择融资租赁与银行贷款的关键因素。另外，实证过程中融资期限以“月”为单位。

国有股持股比例（state\_totalshare）：笔者认为，国有股的持股比例会对到上市公司获取信贷资源的难度产生影响。

###### （3）控制变量：

相对融资额（vol\_asset）：Bayless等（1988）认为信贷额度是选择融资租赁与银行贷款的关键因素，在本节研究中将用“出售回租融资额/总资产”对这一指标进行度量。

固定资产占比（fix\_asset）：Titman和Wessels（1988）研究认为固定资产占比是体现公司信息不对称和信用能力的重要指标。会对企业的融资方式与融资额产生影响。

资产负债率（d\_a）：即总负债与总资产的比值，本节研究将其作为体现公司基本财务特征的变量加以控制，此外，资产负债率也向投资者传达了企业基本的偿债能力，因此会影响到公司获得融资的可能性与融资规模。

表 3.8 研究变量一览表

变量类型变量符号变量名称变量定义

yi=1表示样本公司选择以抵押贷款的方式进行融

被解释变量yi

term

解释变量

抵押贷款与出售

回租定性因变量

融资期限（单位月）

资；yi=0表示样本公司选择以出售回租的方式进行融资

公告中公布的融资期限

state\_totalshare国有股比例国有股股数/总股数

控制变量

vol\_asset融资相对规模融资额/总资产

fix\_asset固定资产占比固定资产净额/总资产

d\_a资产负债率负债总额/资产总额

表 3.9 回归变量描述性统计

|  | 最小值 | 最大值 | 均值 | 中位数 | 标准差 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 融资期限（月） | 3 | 240 | 50.263 | 48 | 32.480 |
| 国有股比例 | 0 | 0.801 | 0 .149 | 0 | 0 .217 |
| 融资相对规模 | 0.003 | 0.688 | 0.047 | 0.028 | 0.077 |
| 固定资产占比 | 0 .055 | 0 .736 | 0.364 | 0.365 | 0.158 |
| 资产负债率 | 0 .216 | 1.151 | 0.601 | 0.629 | 0.183 |

表 3.10 回归变量相关性分析

| 融资期限（月） | | 国有股比例 | 融资相对规模 | 固定资产占比 | 资产负债率 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 融资期限（月） | 1.000 | 0.137 | 0.112 | 0.112 | 0.048 |
| 国有股比例 | 0.137 | 1.000 | 0.004 | 0.051 | 0.151 |
| 融资相对规模 | 0.112 | 0.004 | 1.000 | -0.061 | -0.335 |
| 固定资产占比 | 0.112 | 0.051 | -0.061 | 1.000 | 0.144 |
| 资产负债率 | 0.048 | 0.151 | -0.335 | 0.144 | 1.000 |

### 3.3.3 研究结果与现实意义

表3.11汇报了logit模型的回归结果。从回归结果中我们可以看出，随着控制变量的逐步增加，“负债期限”这一变量均保持较为稳定的显著性，且符号为负，与本节的研究假设1相吻合，即融资期限越短上市公司选择抵押贷款的可能性越大；反之则选择出售回租；另外，“国有股占比”也保持较为稳定的显著性，只是显著的程度较为不理想。但其符号为正在一定程度上也吻合了假设2，即国有股占比越高，其选择抵押贷款的可能性也越大，这样的结果也说明了国有股比例越高越有可能获得信贷资源的现象。

这一结果的现实意义有两层：

首先，这一结果印证了出售回租便捷的优势。就笔者对融资租赁业内人士的调查得知，利用出售回租这一方式的承租人常会出弥补贷款或投资缺口的动因。由于某些企业发现市场中存在良好的投资机会但其市场时机却又特别短，因此采用银行抵押贷款的方式可能会因为手续繁杂时间过长而丧失良好的投资机会，出售回租相比抵押贷款则更具有便捷的优势；另一方面，还有一些企业，在面对良好的投资机会时，其投资总额中的一部分投资已经利用抵押贷款的方式获得，而由于其他各种原因，银行所提供的贷款额度不能完全覆盖总的投资额，进而造成了一个信贷缺口，此时企业会考虑到利用出售回租的方式进行融资，以最终弥补投资总额中剩余的那部分缺口。这些都说明出售回租这种交易方式的优势与存在的积极意义。

其次，国有股比例较高的公司倾向于利用银行抵押贷款的方式进行融资。这从某种程度上也反映出我国现阶段特有的一种融资状况，即优质的信贷资源偏向于国有企业，而且一家企业的国有股比率越高也越意味着该企业与政府部门的关联越密切，这种密切关系使得企业在获得银行贷款的时候具有一定的优势。因此也造成了上述国有股比率越高的样本公司在出售回租与抵押贷款之间的选择中倾向于后者。这样一种情况的产生也有利于融资租赁公司明确在现阶段下，自己的客户定位与业务方式，虽然出售回租业务有便利快捷的特点，但是与银行争夺国有股比率较高的客户显然是不明智的。

表3.11 出售回租与抵押贷款二元选择模型实证结果

|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 出售回租与抵  押贷款定性因变量 | 出售回租与抵  押贷款定性因变量 | 出售回租与抵  押贷款定性因变量 | 出售回租与抵  押贷款定性因变量 | 出售回租与抵  押贷款定性因变量 |
| 融资期限 | -0.0827\*\*\* | -0.0835\*\*\* | -0.0793\*\*\* | -0.0808\*\*\* | -0.0807\*\*\* |
|  | （-3.03） | （-3.04） | （-2.84） | （-2.75） | （0.0295） |
| 国有股比例 |  | 4.033\* | 3.887\* | 3.892\* | 3.889\* |
|  |  | （2.086） | （2.041） | （2.039） | （2.042） |
| 融资相对规模 |  |  | 2.866 | 2.884 | 2.932 |
|  |  |  | （0.54） | （0.55） | （0.54） |
| 固定资产占比 |  |  |  | 0.525 | 0.506 |
|  |  |  |  | （0.17） | （0.17） |
| 资产负债率 |  |  |  |  | 0.0772 |
|  |  |  |  |  | （0.03） |
| \_cons | 0.752 | 0.0724 | -0.198 | -0.345 | -0.391 |
|  | （0.838） | （0.930） | （1.018） | （1.317） | （1.950） |
| N | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| Prob > chi2 2 | 0.0002 | 0.0001 | 0.0003 | 0.0003 | 0.0002 |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

## 3.4 上市公司做承租人的效果与动因：基于出售回租的事件研究

在3.2与3.3两节我们分别论证了利用出售回租进行融资与负债融资的替代关系以及出售回租与抵押贷款之间的选择关系，这两节的结论也基本上印证了出售回租这种交易方式在我国金融市场上的积极作用。然而，在上市公司对其应用之后的效果还需进一步的研究，这也是本节的研究内容之一，而且本节的研究将发现上市公司对出售回租的利用也有其消极的一面，需要引起投资者和监管部门的注意。

### 3.4.1 理论分析与研究假设

通常来讲，对于一家上市公司而言，在其进行融资时，可以根据资产负债表的结构大致分为三类融资方式：第一类是资产类融资，如资产出售；第二类是负债类融资，如银行贷款或发行公司债、企业债；第三类是权益类融资，如发行新股。而由于我国资本市场的不完善，使得我国上市公司在进行外部融资时，大多依靠银行贷款和股权融资这些反映在资产负债表右侧的行为进行融资。而对于反映在资产负债表左侧，尤其是利用公司已有固定资产进行融资的方式中，则以资产出售居多。但是近几年来，尤其是金融危机之后，由于股票市场的不景气，使得诸如增发新股的权益类融资越发困难；货币政策的收紧，使得银行贷款、发行公司债也倾向于规模大、资质好的公司；资产出售这一手段，在很大程度上也受到资产专用性或者资产用于生产而难于出售变现的限制。这些问题和现象在很大程度上限制了我国上市公司的发展，上市公司也开始积极地寻找其他融资渠道。出售回租渐渐成为了上市公司经常利用的手段。

根据Adams和Clark（1996）的观点，出售回租本质上是一种外部融资行为。而对于上市公司的外部融资行为，Jesen（1986）从代理成本的角度给出这样一种结论：在上市公司进行外部融资时，投资者会根据其融资方式来判断这种融资方式所带来的代理成本，进而影响到该融资行为的市场反应。例如，投资者会认为经理人偏好于在股价被高估的时候增发股票，因而当公司在市场上公开发行股票时，市场会有负面反应；而对于债务融资，投资者认为债务会对经理人产生还本付息的压力，可以在一定程度上减缓代理成本，因而会造成正面的市场反应，Best和Zhang（1993）通过对银行贷款的的研究证实了这一点。此外，即便针对同一种融资方式，其动机不同，市场反应也会不同，如Lang等（1995）通过对资产出售的研究发现，当资产出售获得的现金流用来偿还债务时会有显著正的异常收益率，而当这部分现金流用于在投资或留存时，市场会出现负的异常收益率，而且国内安灵和刘星（2007）的研究也发现在中国市场上同样存在类似的现象。

而对于出售回租这种融资方式来讲，其最大的特点就是可以在较短的时间内获得大量的现金流，而对于这笔现金流的用途则会产生相应的委托代理问题。由于上市公司的一大特点是所有权与控制权的分离，因此也就产生了内部人与外部人之间的利益冲突。而具体到外部融资所得现金流的使用上，这样的利益冲突通常会表现为高薪、管理层享用支出以及投资低效率项目避免股利发放。笔者认为

上市公司进行出售回租所得现金流不会产生由于高薪而带来的代理成本，而是与管理层享用支出与投资低效率项目有关。因为管理层的薪酬基本已由合同约定，出售回租所得现金流不会直接影响到其薪酬的高低。而对于管理层享用支出与投资低效率项目则不同。首先，对于公司所得现金流管理层有着直接的控制权和支配权，并且管理层会比投资者更了解公司的运营情况，因此他们有动机以编造合适理由的方法将现金滥用，Jensen和Meckling（1976）便论证了这一点；其次，对于投资低效率项目来讲，管理层根据自己的兴趣偏好进行项目投资是显而易见的，而且投资风险项目有可能为自己提高业绩进而得到报酬上的更多回馈，即便投资失败，自己的薪酬也已由合约保证，损失的可能仅仅是附加的奖励奖金等。因此，当管理层得到一大笔现金流时，他们有进行高风险投资的动机。

因此，我们有理由认为，投资者会根据上市公司采用出售回租这一方式进行外部融资时的相关财务状况或其他信息，来推断出售回租所得现金流的用途，来衡量这一行为背后的动因以及可能产生的代理成本，进而会影响到该公司的股价波动，这便是本节对出售回租这一融资行为进行研究的出发点。因此，本节将对出售回租所造成的市场反应来分析上述问题，重点考察这一行为背后的动因。

从国外的研究结果看，有关出售回租所产生的市场反应的研究并不太多，而且这些研究也没有得出较为一致的结论。Slovin等（1990）研究了1975—1986年间美国市场上的73个出售回租样本，而且样本主要来源于两大行业：制造业与航空业。而且该研究的特点是，同时观察出售回租业务给不同行业的出租人与承租人双方所造成的市场反应。研究发现，制造业承租人与航空业承租人出售回租的市场反应分别在事件日前的（-60, -2）和（-1, 0）事件窗内发生正向的市场反应，其中以制造业承租人在（-60, -2）事件窗内的正面反应最高，达到2.92%，但在事件日之后的（1, 15）事件窗内却产生了-0.19%的下跌状况；而对航空业的出租人来讲则产生了并不显著的下跌。该研究给认为这种正的异常收益率来源于融资租赁交易中可预期的税收抵免，并且认为对于飞机这种极为特殊的资产，其出售回租的市场反应会因为资产的专用性而使得市场反应更为正面。然而，他们研究也有着一定的局限性，他们在对样本公司的选择中，未剔除将不动产进行出售回租的样本公司。而对此加以改进的研究来自于Rotherford（1990），该研究在剔除不动产样本之后的研究依然发现，美国市场的出售回租在（-1, 0）事件窗内有1.59%的累积异常收益率，该研究给出的原因同样是融资租赁的债务置换作用，使得债务负担减少；Ezzell和Vorta（2001）以出售回租2.63%的市场反应证实了此类交

易因为具有税收抵免的作用而带来的市场正面反应。但Handa（1991）通过美国市场64家出售回租样本的研究给出了相反的结论，样本公司在（-30, 30）的窗口内有5%程度上显著的-0.51%的异常收益率，而Handa（1991）给出的原因是出售回租释放了财务困境的信号。可见在美国市场上，市场的负面反应没有正面反应明显。

而来自英国市场的研究在一定程度上证实了Handa（1991）的观点。Adams和Clarke（1996）通过研究英国的市场出售回租的市场反应，发现出售回租的市场反应在（-2,2）的事件窗内有-2.53%的累积异常收益率，他们给出的原因是出售回租释放了公司财务困境的信号。Devaney和Lizieri（2004）同样通过研究英国市场上的出售回租发现，出售回租的市场反应有正有负，而经营不善的公司会有更明显的负面反应，此外，他们还发现样本公司出售回租行为在债券市场上造成的反应与股票市场的反应一致，该研究的局限性与Slovin等（1990）相同，其样本中均包含将不动产做出售回租的情况，并且未能利用对累积异常收益率的横截面回归来解释造成市场反应的因素。

从以上英美市场对出售回租市场反应研究结果的不同也在一定程度上说明了英美租赁业在发展上的差异。关于出售回租所造成的市场反应最近期的研究来自

Schallheim等（2013）对美国市场上出售回租行为的研究，该研究发现在（-2, 2）的事件窗中有1.61%的累积异常收益率，理由出售回租在短期内可以使得企业债务负担减轻。

国内尚且没有关于出售回租的实证研究。在有关出售回租的定性研究中，史燕平（1999）认为承租方进行出售回租的最主要目的就是改变物化的固定资产为流动性最强的现金资产。刘红晔和潘端莲（2006）指出，虽然出售回租与对外借贷在表内净资产的影响上是相同的，但是对流动资产、流动负债等的影响存在着差异，这种差异对一家企业的长短期偿债能力有着一定的作用。吴芳兰和李小兵

（2009）指出采用售后回租方式进行融资的企业大多是从银行渠道无法融资且有急需资金。公言磊等（2009）通过对某上市公司的案例分析，认为出售回租是缓解短期资金紧张的有效手段。

同时，在一些关于融资租赁的实证研究中，虽然没有区分直租租赁与回租租赁，但这些研究也得出了很多具有参考价值的结论。例如林西淮（2005）、来明敏

（2005）、任玉荣和任晴（2009）均通过实证分析证明了在中国的市场上，融资租赁与负债是互补的关系，随着租赁的增加债务也会同时增加，因此在国外由于债

务替代作用而造成的市场正面反应在中国市场上是难以实现的。而且在国外市场造成出售回租正面市场反应的税收优惠因素，文斌（2011）的研究也指出在我国的税收体制下，这一优惠是难以实现的。所以，国外研究中可以造成出售回租正向反应的债务替代因素与税收优惠因素在国内的环境中是较难实现的。但在前文中，笔者在区分了直租回租的不同形式进行研究之后，数据显示，对于出售回租这种交易方式，它与债务的替代关系是成立的。

此外，通过笔者对融资租赁业业内人士的采访与调查得知，出售回租是一种类似抵押贷款的融资方式，具有短期内获得大量现金流的特点。承租人采取这种融资方式的主要动机大概有以下两点：1.弥补银行贷款缺口，由于市场出现短期利好的投资机会，但银行贷款的程序繁杂可能导致错失市场时机，因此选择较为便捷的出售回租；2.进行高风险投资、弥补其他投资亏空甚至跑路等不当利用，这笔现金更是无法通过银行贷款得来的，因此能将资产变现又不丧失其使用价值的出售回租成为了一个很好的选择。

综上，通过理论与现实的分析，我们可以认为，出售回租作为企业的一种融资行为，的确具有简便快捷、可以在短期内获得大量现金流的特点，但是在这一融资行为的背后却有着两类不同的动机或可能性。所以，在上市公司进行出售回租时，如果投资者认为该行为是因为有新的投资机会，而且融资来的资金会投入到很有前景的项目，在未来能产生很高的回报，那么股价会上升，此时盈利能力或成长性较高的企业应该有更为正面的市场反应；但是如果投资者认为融得资金会被投到没有前景、高风险的项目，甚至被滥用，那么股价将下跌，这时出售回租公告的市场反应应该与现金流的充裕程度成反比，因为现金流在越充裕的情况下，其被滥用的可能性就越大。因此，为了研究上市公司的出售回租会造成怎样的市场反应，我们提出以下两个假设：

**假设1：**如果投资者认为出售回租是因为企业面临新的投资机会，则出售回租的市场反应为正，反应公司盈利能力或成长性的指标应与累积异常收益率正相关。

**假设2：**如果投资者认为出售回租意味着企业有滥用现金的可能，则出售回租的市场反应为负，反应现金流能力的指标应与累积异常收益率负相关。

### 3.4.2 数据与模型

#### （一）数据与样本

1.数据来源

本文对2007年1月1日起，至2012年12月31日沪深两市所有进行过出售回租的样本公司进行筛选，样本公司是由“高校财经数据库--上市公司文献库”以及“万德数据库”搜索关键字“回租”而得，而样本公司的交易数据和财务数据来源于国泰安数据库（CSMAR），财务数据采用样本公司回租公告日上一个会计年度期末的财务报表。但搜索结果并不完全适合研究需要，我们按照以下标准予以筛选：

（1）剔除虽含有回租信息，但没有颁布含有“出售回租（或售后回租）”字样独立公告的样本。这样的样本有三类：①因为有些公司在日常交易公告中包含众多交易行为，其中有出售回租。这样的样本不够清洁、有干扰，予以删除。②另外有些上市公司虽然进行了出售回租，但是却在季报或年报中予以公布，这样的样本无法确定事件日，同样予以删除。③也有些公司在董事会议题中提到过会有出售回租的交易，但是之后没有以独立公告的形式公布过该公司已经发生此交易，无法确认是否真实发生交易，此类样本予以剔除。

（2）对于进行多次出售回租的，仅保留第一次的回租公告。由于某些样本公司租赁物的特殊性质或租赁交易的特殊安排，这些公司在公布回租交易之后会进行多次出售回租，然后每次出售回租又单独颁布回租公告。在此，笔者认为第一次公告已经完成所有信息的释放，因此剔除之后的所有回租公告。

（3）剔除在事件窗内含有重大事件的样本。由于本文将运用事件研究法进行研究，所以要保证事件窗内的干扰达到最小。因此，如在事件窗内发生董事会高管的变更、兼并收购或交易规模超过回租金额等足以干扰到出售回租市场反应的样本将被剔除。

（4）剔除关键财务信息缺失或者存在极端值的样本。由于在事件研究之后要对累积异常收益率进行回归分析，因此有些样本虽然进行了出售回租，但某些财务指标缺失或存在极端值。此类样本予以剔除。

根据以上标准，我们最终得到59个研究样本。

2.样本分析

表3.12 与表3.13分别报告了样本公司的年度行业分布以及部分回租交易和财

务指标的描述性统计。从表1可以看出进行出售回租的行业主要集中在工业行业，共有45个样本，占总样本的76%，比较符合当前融资租赁业与工业制造业紧密相关的大背景；而从表2我们可以看出，出售回租的平均期限月为54个月，基本属

于中长期融资。

表 3.12 样本公司年份及行业分布

| 行业  年份 | 工业 | 公用事业 | 房地产 | 综合 | 总计 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2007 | 2 | 0 | 0 | 0 | 2 |
| 2008 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 2009 | 11 | 1 | 0 | 3 | 15 |
| 2010 | 10 | 3 | 0 | 1 | 14 |
| 2011 | 15 | 1 | 0 | 1 | 17 |
| 2012 | 6 | 3 | 1 | 0 | 10 |
| 总计 | 45 | 8 | 1 | 5 | 59 |

表 3.13 出售回租样本公司部分指标描述性统计

|  | 平均值 | 中位数 | 最大值 | 最小值 | 标准差 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 回租交易额（万元） | 25644.560 | 18000 | 150000 | 432 | 27502.730 |
| 回租期限（月） | 53.930 | 60 | 240 | 12 | 31.264 |
| 资产总额（亿） | 84.135 | 51.9 | 439 | 3.59 | 83.803 |
| 回租相对规模  （回租交易额/资产总额） | 0.037 | 0.028 | 0.134 | 0.004 | 0.027 |
| 固定资产/总资产 | 0.352 | 0.339 | 0.6448 | 0.056 | 0.152 |

#### （二）研究方法

本文将采用事件研究法（Event Study）进行研究，这一方法是指运用金融市场的数据来测定某一特定事件对公司股价影响的方法。其最早的运用于Ball和Brown（1968）以及Fama等（1969）对会计盈余报告和股票分割市场反应做出的研究。这一方法的主要思路较为简单，即通过定义事件日、事件窗并选择事件窗之外的某段时间估计出未发生特定事件的正常收益率，然后再利用已知的事件窗内的实际收益率与估计出的正常收益率的差值，计算出异常收益率与累积异常收益率。然后通过对事件窗口内的异常收益率与累积异常收益率的分析得出特定事

件发生后，对股票价格的影响。其研究思路与过程逻辑清晰明了，是金融学研究中应用较为广泛并已经达到足够成熟的方法。本研究用计量软件Stata10.0对数据进行处理（软件处理程序代码见附录A）

本节研究的具体方法与步骤如下：

1.正常收益估计模型的选择

正常收益的估计方法常见的有三种：

（1）市场模型：选择样本公司事件窗之前某段时间的收益对市场收益进行回归，估计出公司的风险系数β，让后用估计出的β及回归方程来预测公司在事件窗内的―正常收益率‖。

（2）常数均值模型；选择事件选择事件窗之前的某段时间，计算公司在该段时间内的平均收益，作为公司事件窗内的正常收益的预期值

（3）市场调整模型；假定每家公司在事件期内每一天的预期收益率，或者说正常收益率rit就是市场收益率rmt。

鉴于国外关于出售回租的文献多数运用市场模型来估计正常收益，所以为了让研究结果便于比较，本文将采用市场模型估计正常收益率。而用常数均值模型和市场调整模型所得结论将作为稳健性检验予以汇报。

本文所采用市场模型的具体公式如下：



*Rit**i**i rMt* *it*

2

其中： *E*(*it* )  0 var(*it* )  **

*i*

（3.3）



其中*rit*为第i支股票在t日的收益率，*rMt*为第t日股票市场的收益率（本文采

用沪深300指数收益率为市场收益率进行估计）。股票的异常收益率为实际收益率与估计值之差，公式如下：



*ARit*

*rit*

*rit*

（3.4）

所有样本在t日的平均异常收益率如下：

1 *N*

*AARt*

 *ARit*

*i* 　1

*N*

（3.5）

（*t*1, *t*2）事件窗内第i支股票的累积异常收益率为

*t*2

1 2  *it*

*CARi* (*t*1, *t*2 )*ARit* *ARit* *AR*

*t**t*1

2.事件日、事件窗、估计期的确定

（3.6）

事件研究法还涉及到事件日、事件窗、估计期的确定，本节研究采用如下标

准：

###### （1）事件日的确定：考虑到信息有提前泄露的情况，我们以如下标准进行出

售回租事件日的确定：如果样本公司只有一个独立公告宣布公司将要进行出售回租，则该公告日为事件日。此外，还有另一种情况，如果公司在颁布独立的出售回租公告之前，公布过董事会议题，议题中包括“出售回租”事项的讨论，则该董事会日为事件日。

###### （2）事件窗与估计期的选择。

关于出售回租事件窗口的选择，国外的研究大多在较短的对称区间内，如

（-1, 1）（-2, 2）。考虑到我国信息泄露问题较为普遍，我们选择事件日之前的第10天为窗口期起始点，而大多公司在董事会讨论过回租议题之后的一周内会以独立公告的形式正式宣布公司将进行出售回租，所以，窗口期的结束点定为事件日之后的第5天。因此事件窗口为（-10, 5）。而在估计期的选择中，国内外的众多文献并没有达到一致，本文采用（-120, -30）为估计期，并且为了保证结果的稳健性，本章还会利用市场调整法来剔除估计期选择对风险因子β的干扰，这部分结果会在稳健性检验中予以汇报。

3.模型与验证。

在事件研究得到累积异常收益率（CAR）之后，将对CAR及其影响因素进行分析，然后运用对CAR的多元线性回归最终确定造成出售回租市场反应的主要原因，验证上文提出的假设1与假设2。

### 3.4.3 研究结果

#### （一）出售回租的市场反应

出售回租的市场反应如图1所示（AAR：平均异常收益率；CAR：累积异常收益率）。可见平均异常收益率的波动并不明显，但累积异常收益率在（-10, 5）期间经历了明显的下跌。因此，基本上可以判定在我国市场上出售回租总体的市场反应应该为负。

图 3.1 出售回租的市场反应



0.01

0.005

0

-0.005

-0.01

-0.015

-0.02

-0.025

-0.03

CAR AAR

#### （二）各事件窗口异常收益及累积异常收益率的汇报

由于研究样本较少，本文采用付雷鸣等（2010）对上市公司发行公司债市场反应的研究方法进行分析和汇报，即采用Wilcoxon配对符号秩检验来检验样本公司异常收益率的中位数与0是否存在显著差异，分析结果如表3.14所示。

表 3.14 各窗口异常收益率及累积异常收益率

| 窗口期 | 中位数 | Z 值 | p 值 | < 0 样本 | >0 样本 |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| -10 | -0.60% | -1.744\* | 0.081 | 37 | 22 |  |
| -9 | -0.43% | -0.793 | 0.428 | 33 | 26 |  |
| -8 | -0.32% | -0.302 | 0.762 | 25 | 34 |  |
| -7 | -0.12% | -0.204 | 0.838 | 29 | 30 |  |
| -6 | -0.81% | -2.898\*\*\* | 0.003 | 41 | 18 |  |
| -5 | -0.35% | -1.313 | 0.189 | 32 | 27 |  |
| -4 | -0.30% | -2.257\*\* | 0.024 | 35 | 29 |  |
| -3 | 0.23% | 1.351 | 0.176 | 25 | 34 |  |
| -2 | -0.17% | -0.649 | 0.516 | 35 | 29 |  |
| -1 | -0.10% | 0.513 | 0.607 | 29 | 30 |  |
| 0 | 0.06% | -0.876 | 0.381 | 29 | 30 |  |
| 1 | -0.10% | -0.506 | 0.613 | 30 | 29 |  |
| 2 | -0.22% | -0.438 | 0.661 | 31 | 28 |  |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| （续上表 3.14） | | | | | |
| 窗口期 | 中位数 | Z 值 | p 值 | < 0 样本 | >0 样本 |
| 3 | -0.41% | -1.744 | 0.081 | 34 | 25 |
| 4 | -0.24% | -0.981 | 0.326 | 33 | 26 |
| 5 | 0.12% | 1.011 | 0.311 | 27 | 32 |
| 6 | -0.30% | -0.423 | 0.672 | 34 | 25 |
| 7 | -0.34% | -0.823 | 0.410 | 35 | 24 |
| 8 | -0.28% | -0.581 | 0.561 | 34 | 25 |
| 9 | 0.24% | 0.242 | 0.809 | 28 | 31 |
| 10 | 0.26% | 1.540 | 0.123 | 24 | 35 |
| （-10,10） | -1.04% | -0.830 | 0.406 | 32 | 27 |
| （-5,5） | -1.75% | -0.981 | 0.326 | 33 | 26 |
| （-10,0） | -1.61% | -1.298 | 0.194 | 35 | 24 |
| （-5,0） | -0.48% | -0.438 | 0.661 | 31 | 28 |
| （0, 10） | 0.02% | -0.370 | 0.711 | 30 | 29 |
| （0, 5） | -1.06% | -1.344 | 0.179 | 35 | 24 |
| （-10,5） | -2.58% | -1.449 | 0.147 | 33 | 26 |

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示异常收益率在10%、5%、1%的水平下显著不为0。

通过表3.14我们可以看到，事件日当日的市场反应为负，但不显著。在t=-10, t=-6和t=-4日的市场反应，分别在10%、1%和5%的水平上显著不为0。而从窗口的累计异常收益率上看，市场反应为负，但是并不显著。

可见，市场在多个窗口期的负面反应并不支持我们的假设1，也就是说投资者并不认为出售回租是由于上市公司有好的投资机会而无法从银行迅速获得融资而采取的融资行为。而且，市场的负面反应在一定程度上印证了Adams 和Clarke

（1996）以及Devaney和Lizieri（2004）对英国市场的研究结果。但这里有一点是需要注意的，这两个研究给出的原因是出售回租行为释放了财务困境的信号，由此造成市场下跌。至此，我们发现出售回租造成市场下跌会有两种原因，一是出售回租释放了财务困境的信号，二是投资者认为样本公司有滥用现金流的嫌疑

（假设2）。所以，我们必须排除掉第一种原因，才能更好的证明我们之前的假设

2成立。

根据Beaver（1966）的研究，企业财务困境的定义为“企业不能偿还到期债务”Turetsky和Mcwen（2011）认为“经营现金流持续下降”是企业陷入财务困境的重要信号；Sharp和Nguyen（1995）也认为现金流吃紧的公司更倾向于租赁融资。而且国内高汉祥和万弢（2009）与聂丽洁等（2011）的研究也证明现金流短缺是企业释放财务困境的重要信号。尤其在金融危机后，众多破产企业是由于现金流短缺，而且应用现金流指标体系来判断财务困境具有更高的精准度。

所以我们采用“经营现金流/到期债务”这一指标对样本进行分组，对比该指标最小的10个样本与最大的10个样本及与其相对应的累积异常收益率（car）。按照Adams和Clarke（1996）以及Devaney和Lizieri（2004）的观点，如果出售回租是释放了企业财务困境的信号，那么“经营现金流/到期债务”的值越小，意味着面临的财务困境越严重，则这一指标越小的样本，其市场反应应该越是负面；相反，如果出售回租释放了滥用现金的信号（假设2），那么“经营现金流/到期债务”越大，则样本公司的现金余额充裕，短期内有良好的偿债能力，越不需要以出售回租这种可以在短期内方获取大量现金的融资方式融资，由此投资者会认为出售回租这一行为有滥用现金的嫌疑。因此，如果是释放了公司滥用现金的信号，则该指标值越大，市场的反应越为负面。基于这种假设我们对样本进行了分组对比，其中累积异常收益率是样本公司在事件窗（-10, 5）内的累积异常收益率，对比结果如表3.15所示：

表3.15 “现金到期债务比”及其累积异常收益率分组对比

| 现金到期债务比 | | 累积异常收益率 |
| --- | --- | --- |
| "现金到期债务比”最小  10 个样本及其 car | -2.898 | 0.018 |
| -2.196 | 0.054 |
| -1.963 | -0.114 |
| -1.405 | 0.059 |
|  | -1.025 | -0.024 |
|  | -0.917 | 0.004 |
|  | -0.709 | 0.090 |
|  | -0.658 | 0.190 |
|  | -0.621 | -0.0349 |
|  | -0.576 | 0.149 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| （续上表 3.15） |  |  |
| 现金到期债务比 | | 累积异常收益率 |
|  | 1.771 | 0.024 |
|  | 2.027 | 0.089 |
|  | 2.281 | -0.063 |
| "现金到期债务比”最大  10 个样本及  其 car | 2.299 | -0.084 |
| 2.447 | -0.083 |
| 2.535 | -0.190 |
| 3.259 | -0.139 |
|  | 3.512 | -0.126 |
|  | 3.767 | -0.052 |
|  | 4.106 | -0.127 |

通过表3.15的对比我们可以看到，部分样本公司并不面临财务困境，其“现金到期债务比”达到4.1。而且我们还发现这样的现象，“现金流到期债务比”值越小的样本公司反而偏向于市场的正面反应；而值越大的，市场的反应越为负面。因此，我们可以初步认定，出售回租所造成的市场的负面反应，并不是由于释放了财务困境的信号，表3.15的对比结果初步支持了本文提出的假设2，即出售回租所造成的市场的负面反应，是由投资者认为经理人有滥用现金嫌疑而增加代理成本所造成的。为了进一步证明我们的结论，我们将运用对累积异常收益率的多元线性回归来进一步说明。

#### （三）变量选择与模型建立

1.变量选择

（1）被解释变量：我们将累积异常收益率（car）作为被解释变量，在实证结果以及之后的稳健性检验中我们将用：

“car\_105”表示（-10, 5）窗口的累积异常收益率“car\_11”表示（-1, 1）窗口的累积异常收益率“car\_22”表示（-2, 2）窗口的累积异常收益率“\_mkt”表示用市场模型估计正常收益率

“\_mean”表示用均值模型估计正常收益率“\_adj”表示用市场调整模型估计正常收益率

例如：“car\_105\_mkt”则表示（-10, 5）窗口中用市场模型估计正常收益率而得

到的累积异常收益率。

（2）解释变量：

①现金到期债务比（ocf\_deadline）：选择该变量的原因已在表4的分组对比时进行了详细阐述，此处不再赘述。需要指出的是，该变量的计算方法是“经营活动现金净流量／本期到期的债务”。

②股本回报率（ROE）：由于在之前的假设1中指出，如果股东回报率很高，那么在遇到投资机会时，该指标应该与累积异常收益率成正比。

（3）控制变量：考虑到样本公司的其他财务因素也会对累积异常收益率造成影响，我们选择如下影响因素作为控制变量：

①事件窗干扰变量（window\_dummy）：在选择样本的过程中，我们已经剔除了在事件窗内发生重大事件的样本，如管理层变动、兼并收购等。但若要保证事件窗内完全没有其他事件的干扰，将会导致样本过少而无法进行回归分析，所以我们用window\_dummy来控制上市公司在事件窗内有无其他日常经营活动，0表示事件窗内样本公司没有发布任何公告，1表示事件窗内有其他非重大行为的日常公告，如例行董事会等。

②公司规模（ln\_asseet）：Datta等（2000）研究认为规模大的公司监管成本也较低，信息不对称的问题应该较为缓和，因此规模与累积异常收益率有正相关的关系，实证中我们采用总资产的自然对数。

③融资相对规模（leasevol\_asset）：由于样本公司规模大小不同，出售回租所得金额也不同，因此我们用“出售回租金额/资产总额”这一指标来控制融资的相对规模，以便不同样本间的比较。

④负债率（d\_a）：Stein（1992）的信号理论认为，高水平的负债可以向外界传达企业经营状况良好的信号，因为高负债意味着企业有足够的现金流还本付息，所以高负债与累积异常收益率存在着正相关的关系

⑤托宾Q(Tobin Q)：Fazzari等（1988）用托宾Q衡量企业的投资机会，并认为成长性好的公司更有可能将现金用到更好的投资机会上，我们认为托宾Q与累积异常收益率正相关。

根据以上分析，我们对事件窗内的累积异常收益率建立如下多元回归模型，并用Stata10.0统计软件进行数据处理与回归分析：

*CAR***0**1(ocf\_deadline)**2 (*ROE*)**3 (window\_dummy)

**4 (ln\_asseet)**5 (leasevol\_asset)**6 (d\_a)**7 (TobinQ) (3.7)

表 3.16 研究变量一览表

| 变量类型 | 变量符号 | 变量名称 | 变量定义 |
| --- | --- | --- | --- |
| 被解释变量 | car\_105\_mkt | 累积异常收益率 | 用市场模型估计正常收益得到的（-10,5）的累积异常收益率 |
| car\_105\_mean | 用均值模型估计正常收益得到的（-10,5）的累积异常收益率 |
| car\_105\_adj | 用市场调整模型估计正常收益得到的（-10,5）  的累积异常收益率 |
| car\_11\_mkt | 用市场模型估计正常收益得到的（-1, 1）的累积异常收益率 |
| car\_22\_mkt | 用市场模型估计正常收益得到的（-2,2）的累积异常收益率 |
| 解释变量 | ocf\_deadline | 现金到期债务比 | 经营活动现金净流量／本期到期的债务；本期到期债务＝一年内到期的长期负债＋应付票据 |
| ROE | 股本回报率 | 净利润／股东权益余额 |
| 控制变量 | window\_dummuy | 事件窗干扰变量 | 若事件窗内有日常公告则取 1，否则取 0 |
| ln\_asset | 公司规模 | 总资产自然对数 |
| leasevol\_asset | 融资相对规模 | 出售回租金额/资产总额 |
| d\_a | 资产负债率 | 负债总额／资产总额 |
| TobinQ | 托宾 Q | 市场价值／期末总资产 |

#### （四）回归结果分析

表3.17报告了在用市场模型估计正常收益率的情况下，以（-10, 5）窗口期累积异常收益率作为被解释变量的回归结果。结果显示“现金到期债务比”这一指标与（-10, 5）这一窗口的累积异常收益率有着稳定且显著负相关的关系，并且其他控制变量均无法显著解释累积异常收益率的变动。这恰恰证明了我们提出的假设2，即出售回租释放了样本公司滥用现金的信号。原因在于“现金到期债务比”

是衡量企业短期偿债能力的重要指标，并且债务是约束现金流的最有力工具[2]，而在样本公司有充裕的现金进行偿债的情况下，仍采用出售回租这种在理论上缓解企业资金链燃眉之急的融资方式，那么投资者就会认为这部分现金流已经逃避了最有力的债务约束，加之我国上市公司的确存在过度投资和滥用现金的现象，因此会造成市场的负面反应。而且企业的现金越充裕，则市场的反应越为负面。

表 3.17 累积异常收益率影响因素回归结果

|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | car\_105\_mkt | car\_105\_mkt | car\_105\_mkt | car\_105\_mkt | car\_105\_mkt |
| 现金到期债务比 | -0.022\*\*\* | -0.024\*\*\* | -0.026\*\*\* | -0.024\*\*\* | -0.024\*\*\* |
|  | （-2.94） | （-3.34） | （-3.66） | （-3.30） | （-3.01） |
| ROE | -0.111 | -0.129 | -0.118 | -0.098 | -0.077 |
|  | （-0.54） | （-0.64） | （-0.58） | （-0.47） | （-0.33） |
| 事件窗干扰变量 |  | 0.036 | 0.033 | 0.031 | 0.032 |
|  |  | （1.46） | （1.39） | （1.26） | （1.28） |
| 资产规模自然对数 |  | 0.009 | 0.006 | 0.001 | -0.001 |
|  |  | （0.72） | （0.46） | （0.09） | （-0.06） |
| 融资相对规模 |  |  | -0.483 | -0.412 | -0.457 |
|  |  |  | （-1.03） | （-0.91） | （-1.06） |
| 资产负债率 |  |  |  | 0.100 | 0.084 |
|  |  |  |  | （0.78） | （0.64） |
| 托宾Q |  |  |  |  | -0.008 |
|  |  |  |  |  | （-0.36） |
| 常数项 | 0.004 | -0.211 | -0.117 | -0.079 | -0.017 |
|  | （0.27） | （-0.76） | （-0.43） | （-0.31） | （-0.05） |
| N | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| R2 | 0.118 | 0.162 | 0.178 | 0.191 | 0.194 |
| Adj. R2 | 0.086 | 0.100 | 0.100 | 0.097 | 0.083 |
| F | 5.515\*\*\* | 4.876\*\*\* | 4.130\*\*\* | 3.427\*\*\* | 2.881\*\* |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

#### （五）稳健性检验

1.正常收益率估计模型的变换

鉴于国外的文献多采用市场模型对正常收益率进行估计，所以在上文中也采用了市场模型对正常收益率进行估计，以便比较。现在我们用常数均值模型与市场调整模型再次验证之前的结论是否稳健。检验结果如下：

###### （1）用常数均值模型估计正常收益率

表3.18汇报了在利用常数均值模型估计正常收益率情况下的回归结果。从结果中我们依然可以看出“到期现金债务比”与CAR保持稳定的负相关关系，虽然没有市场模型估计下的结果显著，但仍然是支持假设2的，即现金流的充裕程度与累积异常收益率负相关。

表 3.18 稳健性检验回归结果1（用常数均值模型估计正常收益率）

|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | car\_105\_mean | car\_105\_mean | car\_105\_mean | car\_105\_mean | car\_105\_mean |  |
| 现金到期债务比 | -0.025\* | -0.025\* | -0.029\*\* | -0.029\*\* | -0.026\* |  |
|  | （-1.92） | （-1.88） | （-2.21） | （-2.18） | （-1.81） |  |
| ROE | 0.109 | 0.105 | 0.129 | 0.137 | 0.202 |  |
|  | （0.56） | （0.50） | （0.63） | （0.66） | （0.83） |  |
| 事件窗干扰虚拟变  量 |  | -0.008 | -0.014 | -0.015 | -0.012 |  |
|  |  | （-0.23） | （-0.40） | （-0.39） | （-0.34） |  |
| 资产规模自然对数 |  | 0.004 | -0.004 | -0.006 | -0.011 |  |
|  |  | （0.19） | （-0.19） | （-0.33） | （-0.66） |  |
| 融资相对规模 |  |  | -1.070 | -1.040 | -1.182\* |  |
|  |  |  | （-1.66） | （-1.51） | （-1.86） |  |
| 资产负债率 |  |  |  | 0.042 | -0.006 |  |
|  |  |  |  | （0.22） | （-0.03） |  |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| （续上表3.18） |  |  |  |  |  |
|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| car\_105\_mean | | car\_105\_mean | car\_105\_mean | car\_105\_mean | car\_105\_mean |
| 托宾Q |  |  |  |  | -0.025 |
|  |  |  |  |  | （-0.68） |
| 常数项 | -0.008 | -0.082 | 0.127 | 0.143 | 0.338 |
|  | （-0.36） | （-0.21） | （0.27） | （0.33） | （0.75） |
| *N* | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| *R*2 | 0.065 | 0.067 | 0.110 | 0.112 | 0.127 |
| Adj. *R*2 | 0.032 | -0.003 | 0.026 | 0.009 | 0.008 |
| F | 1.888 | 0.935 | 1.310 | 1.103 | 0.986 |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

###### （2）用市场调整模型估计正常收益率

由于前面的市场模型和均值模型都涉及到估计窗口的长短不同而造成估计结果的不稳定，市场调整模型可以完善这一缺陷。下面我们继续用市场调整模型作为稳健性检验，结果如表3.19所示，我们依然可以看出“现金到期债务比”与CAR保持稳定的负相关关系，支持假设2。

表 3.19 稳健性检验回归结果2（市场调整模型估计正常收益率）

|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| car\_105\_adj | | car\_105\_adj | car\_105\_adj | car\_105\_adj | car\_105\_adj |
| 现金到期债务比 | -0.012\* | -0.014\*\* | -0.016\*\* | -0.014\*\* | -0.013\* |
|  | （-1.78） | （-2.13） | （-2.26） | （-2.14） | （-1.97） |
| ROE | 0.008 | -0.002 | 0.006 | 0.031 | 0.055 |
|  | （0.03） | （-0.01） | （0.03） | （0.14） | （0.22） |
| 事件窗干扰虚拟变量 |  | 0.038 | 0.036 | 0.033 | 0.034 |
|  |  | （1.62） | （1.57） | （1.43） | （1.44） |
| 资产规模自然对数 |  | 0.003 | 0.001 | -0.005 | -0.007 |
|  |  | （0.30） | （0.06） | （-0.45） | （-0.56） |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| （续上表3.19） |  |  |  |  |  |
|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| car\_105\_adj | | car\_105\_adj | car\_105\_adj | car\_105\_adj | car\_105\_adj |
| 融资相对规模 |  |  | -0.396 | -0.307 | -0.359 |
|  |  |  | （-1.02） | （-0.83） | （-1.03） |
| 资产负债率 |  |  |  | 0.124 | 0.106 |
|  |  |  |  | （1.03） | （0.89） |
| 托宾Q |  |  |  |  | -0.009 |
|  |  |  |  |  | （-0.54） |
| 常数项 | 0.002 | -0.090 | -0.012 | 0.035 | 0.106 |
|  | （0.16） | （-0.36） | （-0.05） | （0.15） | （0.36） |
| *N* | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| *R*2 | 0.035 | 0.085 | 0.098 | 0.124 | 0.129 |
| Adj. *R*2 | 0.001 | 0.018 | 0.013 | 0.023 | 0.009 |
| F | 1.962 | 2.206\* | 1.749 | 1.724 | 1.464 |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

2.事件窗的变换

在利用事件研究法研究证券市场对特定事件产生的反应时，对事件窗长短的选取尚未达到理论上的一致。对于不同性质的事件，国内外不同文献所选取的事件窗也并不一致。鉴于国外研究出售回租市场反应的文献中较多采用较短对称事件窗的累积异常收益率作为被解释变量，因此，为了我们的结果便于和国外的结果相比较，此处的稳健性检验我们采用的关于出售回租最新的国外研究Schallheim等（2013）所采用的（-1, 1）和（-2, 2）两个事件窗进行稳健性检验，其结果如表

3.20与表3.21所示。我们发现，在较短的对称事件窗内，出售回租所产生的累积异常收益率与其他变量的回归效果并不显著，与之前（-10, 5）窗口期回归结果所形成的差异说明，说明我国股票市场有信息提前泄露的情况存在着提前反应，在事件日前后，信息已经释放完毕，因此造成回归结果并不显著。但“现金到期债务比”与累积异常收益率仍然保持着负相关关系，这从一定程度上也证明了上述结果的稳健。

表3.20 稳健性检验回归结果3（（-1, 1）事件窗）

|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| car\_11\_mkt | | car\_11\_mkt | car\_11\_mkt | car\_11\_mkt | car\_11\_mkt |
| 现金到期债务比 | -0.003 | -0.003 | -0.003 | -0.001 | -0.001 |
|  | （-0.67） | （-0.67） | （-0.52） | （-0.28） | （-0.15） |
| ROE | -0.042 | -0.044 | -0.046 | -0.025 | -0.011 |
|  | （-0.55） | （-0.55） | （-0.57） | （-0.32） | （-0.13） |
| 事件窗干扰虚拟变量 |  | 0.003 | 0.004 | 0.001 | 0.001 |
|  |  | （0.24） | （0.29） | （0.10） | （0.13） |
| 资产规模自然对数 |  | 0.001 | 0.002 | -0.003 | -0.004 |
|  |  | （0.19） | （0.30） | （-0.62） | （-0.81） |
| 融资相对规模 |  |  | 0.113 | 0.191 | 0.161 |
|  |  |  | （0.39） | （0.71） | （0.60） |
| 资产负债率 |  |  |  | 0.109\* | 0.099 |
|  |  |  |  | （1.96） | （1.62） |
| 托宾Q |  |  |  |  | -0.005 |
|  |  |  |  |  | （-0.91） |
| 常数项 | 0.004 | -0.020 | -0.042 | -0.001 | 0.041 |
|  | （0.53） | （-0.17） | （-0.30） | （-0.01） | （0.30） |
| N | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| R2 | 0.019 | 0.021 | 0.024 | 0.097 | 0.103 |
| Adj. R2 | -0.016 | -0.052 | -0.068 | -0.007 | -0.021 |
| F | 0.683 | 0.383 | 0.340 | 0.890 | 1.207 |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| car\_22\_mkt | | car\_22\_mkt | car\_22\_mkt | car\_22\_mkt | car\_22\_mkt |
| 现金到期债务比 | -0.009\* | -0.009\* | -0.009 | -0.007 | -0.006 |
|  | (-1.86) | (-1.75) | (-1.58) | (-1.27) | (-1.12) |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著表3.21稳健性检验回归结果4（（-2, 2）事件窗）

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| （续上表3.21） |  |  |  |  |  |
|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| car\_22\_mkt | | car\_22\_mkt | car\_22\_mkt | car\_22\_mkt | car\_22\_mkt |
| ROE | -0.039 | -0.046 | -0.045 | -0.018 | -0.002 |
|  | （-0.37） | （-0.42） | （-0.40） | （-0.17） | （-0.02） |
| 事件窗干扰虚拟变量 |  | 0.002 | 0.002 | -0.001 | -0.000 |
|  |  | （0.13） | （0.12） | （-0.06） | （-0.03） |
| 资产规模自然对数 |  | 0.004 | 0.004 | -0.002 | -0.003 |
|  |  | （0.67） | （0.56） | （-0.36） | （-0.54） |
| 融资相对规模 |  |  | -0.047 | 0.048 | 0.013 |
|  |  |  | （-0.14） | （0.14） | （0.04） |
| 资产负债率 |  |  |  | 0.132\* | 0.121 |
|  |  |  |  | （1.71） | （1.47） |
| 托宾Q |  |  |  |  | -0.006 |
|  |  |  |  |  | （-0.82） |
| 常数项 | 0.008 | -0.090 | -0.081 | -0.031 | 0.016 |
|  | （0.86） | （-0.64） | （-0.50） | （-0.23） | （0.10） |
| *N* | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| *R*2 | 0.045 | 0.050 | 0.051 | 0.112 | 0.116 |
| Adj. *R*2 | 0.010 | -0.020 | -0.039 | 0.010 | -0.005 |
| F | 2.394 | 1.317 | 1.081 | 1.572 | 1.868\* |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

3.将“现金到期债务比”这一变量放宽为“现金流量比率”

由于“现金到期债务比”这一指标中的分母为一年内到期债务，所以这个指标仅仅能反应一年内到期债务对现金的约束能力，而“现金流量比率”的分母除了应偿还的债务还涉及到应付工资、应付福利费、应付股利、应交税金等其他各种应付款项，所以这一指标越高，则现金流越充裕，所受的约束就越小，因此被滥用的可能性就越大。表3.22报告了将“到期现金债务比”替换为“现金流量比率”的回归结果，我们发现“现金流量比率”这一指标同样与累积异常收益率成负相关关系，更加证明了我们之前的观点，即现金流越是充裕，市场的反应越为

负面。投资者会认为在企业现金流充足的情况下，仍然利用出售回租的方式在短期内获取大量现金流，这一行为有过度投资或滥用现金的嫌疑。

表3.22 稳健性检验回归结果5（将“到期债务比”替换为“现金流量比率”）

|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | car\_105\_mkt | car\_105\_mkt | car\_105\_mkt | car\_105\_mkt | car\_105\_mkt |
| 现金流量比率 | -0.196\*\*\* | -0.218\*\*\* | -0.233\*\*\* | -0.224\*\*\* | -0.222\*\*\* |
|  | （-2.79） | （-3.08） | （-3.32） | （-3.14） | （-2.98） |
| ROE | -0.191 | -0.213 | -0.210 | -0.182 | -0.180 |
|  | （-0.94） | （-1.08） | （-1.07） | （-0.89） | （-0.76） |
| 事件窗干扰虚拟变量 |  | 0.041\* | 0.039 | 0.037 | 0.037 |
|  |  | （1.67） | （1.61） | （1.46） | （1.45） |
| 资产规模自然对数 |  | 0.006 | 0.003 | -0.002 | -0.002 |
|  |  | （0.52） | （0.26） | （-0.17） | （-0.16） |
| 融资相对规模 |  |  | -0.467 | -0.394 | -0.399 |
|  |  |  | （-1.00） | （-0.88） | （-0.90） |
| 资产负债率 |  |  |  | 0.110 | 0.108 |
|  |  |  |  | （0.88） | （0.82） |
| 托宾Q |  |  |  |  | -0.000 |
|  |  |  |  |  | （-0.04） |
| 常数项 | 0.015 | -0.145 | -0.049 | -0.009 | -0.003 |
|  | （0.85） | （-0.53） | （-0.19） | （-0.04） | （-0.01） |
| N | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| R2 | 0.129 | 0.179 | 0.193 | 0.209 | 0.209 |
| Adj. R2 | 0.098 | 0.118 | 0.117 | 0.118 | 0.101 |
| F | 4.677 \*\* | 4.014 \*\*\* | 3.446 \*\*\* | 3.047 \*\* | 2.581 \*\* |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

#### （六）研究结论与现实意义

本节利用2007—2012年进行出售回租的59家样本公司作为研究对象，运用事件研究法对其出售回租的市场反应进行了分析。研究表明，我国上市公司出售

回租的总体市场反应为负，不支持业界所提出的出售回租具有在遇到优质投资机会时弥补银行贷款缺口这一功能的说法。在经过更为深入的研究后发现，这种市场的负面反应也不符合国外研究中“出售回租释放了财务紧张的信号”这一解释。笔者通过以“现金到期债务比”“现金流量能力”为主的财务指标对累积异常收益率进行的回归分析发现，现金流越是充裕的公司，其出售回租的市场反应就越是负面。这一现象可以解释为，投资者对出售回租这一行为具有滥用现金之嫌的负面反应，也在一定程度上印证了业界对于出售回租后承租人对所得现金进行不当利用的说法。

作为一种融资方式，出售回租虽然具有简便快捷的优势，但是投资者以及监管部门也需认清这种融资行为背后的动因和目的。而且，对于出租人来讲，若是承租人将出售回租所得现金用于不当之处，则会使得这部分现金无法产生足以支付回租租金的现金流，进而造成欠租风险，这对出租人也是不利的。

最后，虽然本节的研究得出了一些较新的结论，但由于样本少，使得我们的研究结论具有一定的局限性。然而，本节的研究填补了我国上市公司出售回租这一行为的研究空白，对我们了解出售回租以及深入研究融资租赁有着一定的参考意义。

## 3.5 本章小结

本章从出售回租与上市公司债务空间之间的关系入手进行研究。研究首先证明了在我国市场上，出售回租这种融资方式会对上市公司的负债空间造成一定程度上的侵占作用，即出售回租会降低上市公司自身的负债能力。这一结论印证了国内外关于利用融资租赁进行融资与负债融资之间的替代关系，而且至少就出售回租这种方式来讲，它与负债融资之间表现为替代关系而不是互补关系。因此，上市公司在进行融资选择时才不会出现互补关系中融资租赁融资与债务融资呈现同增同减的现象，进而才会基于二者之间的替代关系，权衡二者利弊做出融资选择。

进而，我们基于上述的替代关系，对上市公司利用已有设备资产进行融资时，采用出售回租或抵押贷款这两种交易设计极为类似的融资方式的选择进行了研究。研究发现，融资期限与国有股占比构成了对于这种选择的重要因素。其中，融资期限越短和国有股占比越高的样本公司则却倾向于利用抵押贷款，而对于融资期限长、国有股比重较小的样本公司则倾向于选择出售回租进行融资。

最后，本章利用事件研究法对我国上市公司出售回租的市场反应进行了研究，

该研究是以理论界与实务界对出售回租的几种认识做验证为目的的。就理论界来讲，出售回租一般被认为是负债较高、现金紧缺的企业不得已而为之的一种融资手段；而业界则认为出售回租则有在企业短期内出现良好投资机会时，弥补银行信贷缺口的功能。而本章的研究则利用2007年1月—2012年12月进行出售回租

的59家样本公司为研究对象，通过事件研究法对样本公司出售回租的市场反应进行了研究。研究结果表明，我国上市公司在利用出售回租这种融资方式进行融资时，现金流较为充裕的公司，会比现金流相对吃紧的公司产生更加负面的市场反应。这一现象与理论界认为出售回租会释放财务吃紧信号或者实务界认为出售回租可以弥补投资缺口的说法均不吻合。笔者将这一现象归因于投资者对出售回租具有滥用现金流可能性的负面反应。至此，本章的研究发现出售回租具有滥用现金流的可能性，而且这种动机更为隐蔽。但除此之外，笔者还发现出售回租的另一动因，及解决产权纠纷（见附录B），这种现象属于法律研究范畴，故此处不作深入探讨。

# 第**4**章 上市公司做出租人动因分析

## 4.1 概述：以探索融资租赁业繁荣原因为线索的研究视角

融资租赁业是我国金融市场发展历程中起步相对较晚的一个行业，并且在其发展的过程中几经波折甚至几近停滞。但是，自2007年第一批银行系融资租赁公

司成立以来，我国融资租赁业步入了一个繁荣发展的阶段，从最初的26家试点企

业，一直发展到如今的560家。而且就《中国融资（金融）租赁行业发展报告（2013）》

数据显示，仅仅在2012年一年中，我国的融资租赁公司几乎以每天新增注册一家的速度保持增长，以至于业内人士用“井喷”一词来形容这一现象。不仅如此，承租人的市场构成已达到了行业全覆盖，政府机关、事业单位以及大中小型的企业都在广泛的采用融资租赁这种金融服务，融资租赁交易总额达到604亿美元，位居世界第二位。国内相关研究也指出，金融危机后期，融资租赁已成为仅次于银行信贷的第二大金融工具（曹蕾，2009）。可以说近年来融资租赁业的繁荣发展极大地丰富和完善了我国的金融市场。同样，融资租赁业在国外的发展历程中，也曾出现过在短时期内迅速繁荣的现象，比如20世纪50年代在美国出现过融资租赁大繁荣的现象（Weston& Craig, 1960）。然而，国外已有的融资租赁理论能否解释我国融资租赁业近年来的繁荣发展，而且这种繁荣是否一定意味着融资租赁业的健康运行是值得探讨的问题。

本章将以上市公司涉足融资租赁业的现象，特别是上市公司进入我国融资租赁业出租人市场这一现象为切入点对其动因以及当前融资租赁业的发展进行考察。以上市公司的行为作为本章研究的切入点有以下三个优势：首先，上市公司作为我国资本市场最活跃的交易主体，不但涉及众多特性不同的行业，而且其所进行的金融活动、资本运作也具有一定的代表性；其次，上市公司的数据披露比较详细和规范，基本弥补了某些融资租赁研究中的行业数据较难获得的缺陷；第三，上市公司频繁涉足融资租赁业已成为近年来较为热门的话题，这一现象也为我们的研究提供了一个非常有价值的现实背景。

## 4.2 理论现实分析与研究假设：融资租赁交易动因的两种可能

#### （一）理论分析

从国外的研究来看，Weston和Craig（1960）解释了融资租赁业在20世纪50年代在美国繁荣发展的原因，该研究认为在不同企业面临不同税率以及加速折旧的政策背景下，融资租赁交易可以为双方带来税收方面的利益，税负不同的企业会根据自己利益需求的不同以出租人或承租人的身份进入融资租赁市场，从而导致了融资租赁业在20世纪50年代在美国的繁荣发展。Merton等（1976）通过对比负债融资决策与租赁融资决策时也发现，如果出租人与承租人面临着相同的税率则债务融资与租赁融资成本相等，融资租赁交易没有存在的必要，而如果出租人与承租人面临的税率不同，那么出租方与承租方可以共享节税收益，租赁融资决策将优于债务融资决策。该研究同时指出，为了获得税收利益，一家设备制造厂商会选择以出租人的身份进入融资租赁市场出租设备而不是直接销售设备。

Julian等（1978）通过对融资租赁合同定价的研究指出，虽然融资租赁具有表外融资和减缓负债等功能，但造成20世纪五、六十年代融资租赁业在美国得以发展繁荣的唯一原因是税收优惠，以及不同企业间的税负差异，导致不同企业以不同身份涌入融资租赁业。Wilbur等（1976）也指出，在进入融资租赁市场时，高税负的企业将成为出租人，低税负企业将成为承租人。Clifford等（1985）通过对比租赁决策与购买决策时再次指出，在不存在税负差别的情况下租赁成本与购置成本没有区别，融资租赁没有存在的必要，并且同时指出税负差别是区分潜在出租人与潜在承租人的关键因素。Rouse（1994）发现，当不同企业间存在税收差距时，低税负的企业成为承租人，通过融资租赁交易中的“税负转移机制”将税盾转移给出租人，而此时，高税负的出租人将通过降低融资租赁租金给予承租人回报，因此，这一行为使得出租人承租人共同的税负共同降低。此时，承租人进行融资租赁的动因是获取较低的融资成本，而出租人的动因便是获得税收优惠。

综上可见，在国外的研究中，由于企业间税负差异而造成的税收优惠共享是融资租赁产生并发展的主要动因。

然而，从国内的研究来看，在税负差别理论能否解释我国融资租赁产生动因的问题上并没有达到一致。路妍（2002）和文斌（2011）认为由于我国税收制度中没有相关融资租赁税收抵免的优惠政策，阻碍了融资租赁业的发展；而来明敏

（2005）通过logit模型对639家上市公司的研究显示，税收差别理论可以对我国

融资租赁的动因做出解释。胡春静（2009）和余秋阁（2012）也认为，我国虽然不存在承租人加速折旧、税收抵免等类似国外给融资租赁业发展带来推动性作用的相关政策，但企业间的税率差别也的确产生税收传递效应，并且可以解释融资租赁发生的动因。而且上述研究还发现税负偏低的企业更倾向于采用融资租赁，成为融资租赁市场中的承租人。

但是，通过国内外研究的对比会发现，国内的研究局限于对承租人的研究，即仅仅研究税负差异与是否发生融资租赁承租交易可能性之间的关系，而并没有将出租人的税负与出租行为加以考虑。而且国内已有的关于税负差别成为融资租赁交易动因的研究结论较难解释在我国税收政策并不利于融资租赁繁荣发展的环境下，为何近年来仍有大量的融资租赁公司成立与大量的融资租赁交易，这也是本章的研究打算解释的一个问题。

#### （二）现实分析

从国外实践来看，融资租赁业得以繁荣发展的主要原因在于税收抵免与加速折旧的相关政策。例如，美国1962年颁布的投资税收抵免制度（invest tax credit, 简称ITC）以及1981年颁布的“经济复兴法”均规定出租人投资用于融资租赁的设备可按其购置成本的10%减税。因此，出租人可以通过优惠租金与设备投资的方式与承租人共享税收优惠，这也正是前面理论研究中“税收差别理论”的一个现实背景。而在日本，对于IT数码设备也实行这种投资减税政策（《“机电复合”减税法》）。正是这些相关政策出台后，才促使大量的出租人以设备投资的方式进入融资租赁业，同时也使得承租人降低了设备的使用成本，进而促进了融资租赁业的繁荣发展。

而在我国对融资租赁资产的会计处理中，并没有将融资租赁资产在纳税时作为调整项，这就使得出租人无法获得节税效应。因此，造成国外融资租赁繁荣发展的税收政策优势就被淡化了。而且我国在2000年，曾由国家经贸委和财政部等四部委联合发文规定在特定范围内实施投资税收抵免政策，即国有企业运用国产设备进行技术改造时，允许抵免新增利润的40%，但当时收效甚微，也并没有出现像美国、日本那样大量出租人涌入融资租赁市场的现象。

可近年来，尤其在金融危机后期，在我国税收制度环境依然不利于融资租赁业发展的大背景下，为何出现了融资租赁业“井喷式”的发展呢？宋怡青（2012）通过对大量制造业企业涉足金融领域这一现象的分析给出了部分答案。由于近年来实体经济与制造业的不景气以及国家政策对房地产投机的不断打压，一些持有

富余资金的企业开始涉足金融领域。它们看中这一领域产业链条短，并存在利差，因此出现了大量制造业企业涉足金融领域的现象。其中实力较强的大型企业可以拿到银行、证券等门槛较高的金融业经营牌照，实力相对较弱一些的企业也会涉足诸如典当、小贷公司这样的金融领域，而门槛较低的融资租赁也成为了一些企业的目标。陶盈舟（2012）也发现在房地产行业受到一系列政策打压后，融资租赁业受到了上市公司的青睐，许多上市公司开始以投资设立融资租赁公司的方式进入到我国融资租赁业的出租人市场，并指出这种方式实现了企业净利润的增长。也有观点认为上市公司以出租人身份涉足融资租赁业的动因是促销以及促销带来的主营业务增长，同时也可以提高闲置资金的利用率。

此外，李宇欣（2013）发现上市公司除了以出租人的身份进入融资租赁市场之外还有大量的上市公司以承租人的身份通过大量的承租交易进入这一市场。而且这些承租交易的最大特点就是均为“出售回租”这一形式。出售回租是指设备所有者将自己原来拥有的部分财产先卖给租赁公司以获得融资便利，然后，再以支付租金为代价，从该出租人处租回已售财产的一种交易。这一行为类似于银行的抵押贷款，但租金率却高于银行抵押贷款的利率。而且这种交易方式在我国融资租赁各种交易方式中占据着主导地位。承租人大多由于资金紧张而采用出售回租的方式获取现金，出租人则将资金借给承租人，并收取较高的利息收入。很多上市公司也证实看到这一交易形式可以提高公司闲置资金的利用方式，才开始纷纷设立融资租赁公司或参股融资租赁公司，而且据笔者对业内人士的采访调查得知，不乏有些出租人直接将融资租赁视为“变相高利贷”因此也有业界人士认为，近年来所谓的“租赁热”其实是“贷款热”

至此，通过上述理论与现实的分析我们发现，融资租赁交易产生和发展的动因有两个：从已有的理论研究结果上看，是税收优惠共享动因；而从现实情况来看则是信贷资源的供求动因。而且在不同的动因下，不同企业均会根据自己的不同需求，以不同的交易身份进入融资租赁市场，由此造成了融资租赁业的繁荣。因此，为了解释近年来融资租赁业繁荣的原因，我们提出以下研究假设：

**假设1：**在税收优惠共享的动因下，税负越高的公司，在涉足融资租赁市场的时候更倾向于成为出租人，反之则成为承租人

**假设2：**在信贷资源供求的动因下，闲置资金越多的公司，其在涉足融资租赁市场的时候越倾向于以出租人的身份；反之则成为承租人

## 4.3 数据、样本与研究设计

#### （一）样本选择

本文选择2007—2012年间所有进入融资租赁市场的上市公司为研究样本，其中样本公司的公告数据来源于“北京高校财经数据库-上市公司文献库”，样本公司的财务数据来源于国泰安数据库（CSMAR），并且将所得样本按照以下标准进行分类和筛选。

1.出租人样本：

本文选择在2007—2012年间以独立公告的形式宣布出资成立融资租赁公司以及宣布注资持股融资租赁公司超过融资租赁公司总股份51%的上市公司作为出租人样本。此外，由于金融类行业资本结构特殊，故将银行系出租人剔除。

2.承租人样本：

本文选择在2007—2012年间公布包含“融资租赁”字样独立公告进行承租交易的上市公司作为承租人样本。

最终我们得到出租人样本20家，承租人样本70家，其年份分布如表4.1所示。

从表4.1中我们可以看出，承租人进入融资租赁市场较为集中在金融危机后期，这一现象符合李宇欣（2013）所提出的在金融危机后期，由于信贷资源紧缩而导致融资租赁成为上市公司融资新渠道的说法；而出租人进入融资租赁市场较为集中在2012年一年，这一现象也比较符合《中国融资（金融）租赁行业发展报告（2013）》

所指出的，在2012年，我国融资租赁业出租人出现“井喷”现象的说法，从整体来看上市公司进入融资租赁市场集中体现在金融危机后期，也符合在金融危机后期，融资租赁已成为仅次于银行信贷的第二大金融工具的研究结论（曹蕾，2009）。

表4.1 出租人、承租人年份分布

| 年份 | | | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 总计 |
| 承租人 | 3 | 1 | 18 | 16 | 21 | 11 | 70 |
| 出租人 | 1 | 0 | 2 | 0 | 4 | 13 | 20 |
| 总计 | 4 | 1 | 20 | 16 | 25 | 24 | 90 |

#### （二）部分财务指标描述性统计与差异性检验

根据国外的研究结论，一家企业以承租人或出租人的身份进入融资租赁市场是由于各自的财务特征与财务需求不同而造成的。因此，为了研究出租人与承租人在财务状况上的差异，本部分对承租人出租人部分财务指标差异进行了T检验，结果如表4.2所示。通过对比我们发现，出租人和承租人在“流动比率”上有着最为显著的差异，出租人的流动比率明显高于承租人，基本符合出租人利用闲置资金为承租人融资并获取较高利息的说法（蓝彬珍和陈勇，2012）；而实际所得税税率的差异却表现为承租人的实际所得税率高于出租人的实际所得税税率，这一现象与国外融资租赁交易动因的“税收差别理论”相反，同时也不支持国内来明敏

（2005）、胡春静（2009）和余秋阁（2012）的研究结论。因此，这一现象也初步说明了“税收差别理论”较难解释我国的融资租赁交易动因。

此外，出租人与承租人在负债率、公司规模、投资性房地产净额均有显著差异，但在净利润增长率与营业收入增长率上差异并不明显，不符合蓝彬珍和陈勇

（2012）认为上市公司进入融资租赁也出租人市场有提高利润率与营业收入动机的说法。当然，以上的比较仅是从描述性统计结果中得出的结论。若要得出更为准确的结论，还需要建立实证模型进行分析。

表4.2 出租人、承租人部分财务指标差异的显著性检验

| 变量名称 |  | 均值 | 中位数 | 最大值 | 最小值 | 标准差 | t 值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 出租人 | 2.081 | 1.507 | 7.961 | 0.276 | 1.668 |  |
| 流动比率 |  |  |  |  |  |  | -10.302\*\*\* |
|  | 承租人 | 0.944 | 1.020 | 5.734 | 0.099 | 0.548 |  |
| 实际所得税税  率 | 出租人 | 0.175 | 0.155 | 0.670 | -0.108 | 0.098 | 3.235\*\* |
| 承租人 | 0.248 | 0.201 | 7.058 | -0.078 | 0.411 |  |
|  | 出租人 | 0.482 | 0.507 | 0.820 | 0.0698 | 0.197 |  |
| 负债率 |  |  |  |  |  |  | -4.508\*\*\* |
|  | 承租人 | 0.592 | 0.596 | 1.151 | 0.060 | 0.156 |  |
| 资产规模（亿  元） | 出租人 | 172.578 | 29.535 | 2440.700 | 2.665 | 437.739 | 8.840\*\*\* |
| 承租人 | 81.782 | 44.736 | 1122.150 | 3.588 | 117.859 |  |
| 投资性房地产  净额（亿元） | 出租人 | 0.180 | 0.000 | 5.023 | 0.000 | 0.630 | -21.120\*\*\* |
| 承租人 | 0.484 | 0.000 | 14.872 | 0.000 | 1.922 |  |
|  | 出租人 | 0.496 | 0.075 | 22.639 | -10.728 | 3.848 |  |
| 净利润增长率 |  |  |  |  |  |  | 1.102 |
|  | 承租人 | -0.675 | -0.122 | 304.925 | -438.264 | 33.576 |  |

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| （续表 4.2） |  |  |  |  |  |  |  |
| 变量名称 |  | 均值 | 中位数 | 最大值 | 最小值 | 标准差 | t 值 |
| 营业收入增长率 | 出租人 | 0.191 | 0.071 | 2.897 | -0.639 | 0.5236 |  |
|  |  |  |  |  |  | -0.873 |
| 承租人 | 0.487 | 0.049 | 126.800 | -0.701 | 6.360 |  |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上存在显著差异

#### （三）研究设计

1.模型选择

Weston等（1960）与Wilbur等（1976）的研究结论均认为当企业发现融资租赁交易可以为自身发展带来利益时，企业会根据自己的不同需求分别选择以出租人或承租人的身份进入融资租赁市场。在国内的研究中史燕平（2005）将融资租赁市场分为出租人市场与承租人市场；陶盈舟（2012）和李宇欣（2013）也认为上市公司进入融资租赁市场的方式只有两种，一种是以投资设立融资租赁公司的方式进入出租人市场；另一种则是通过大量的承租交易进入承租人市场。因此，当上市公司进入融资租赁市场时，哪类公司倾向于成为出租人，哪类公司倾向于成为承租人属于对定性因变量选择的研究，logit模型（二元选择模型）适用于这种研究。因此本部分将采用面板logit模型对不同的上市公司倾向于以何种身份进入融资租赁市场的选择进行研究，研究模型可初步表示为：

*Logit*(*P*( *y*1| *v* ))***x*T ** *v*

（4.1）

*it* i it1 *i*

其中：

yit =1表示样本公司以出租人身份进入融资租赁市场

yit =0表示样本公司以承租人身份进入融资租赁市场

P（yit =1|vi）表示样本公司在进入融资租赁市场时以出租人身份进入的概率而**x**it-1T则表示上市公司进入融资租赁市场前一期的相关财务变量。

2.变量选择

###### （1）解释变量：

流动比率（Current Ratio）：徐露萍（2011）提出在金融危机后期我国制造业上市公司经历了流动比率由下滑到上升的趋势，并且陆正飞（2009）认为，流动比率过高意味着上市公司的资金没有得到有效利用，有寻找新的投资机会的动因，这一点较为符合本文之前提到的上市公司在有富余现金流时看准融资租赁业较高利

润并伺机进入出租人市场的现实背景。

实际所得税税率（ETR, effective tax rates）：Clifford等（1985）指出税负差别是区分潜在出租人与潜在承租人的关键因素；来明敏等（2005）也发现名义所得税税率差别可以解释我国融资租赁交易动因，但考虑到本文采用面板数据，而且在税负差别的度量上，实际税率比名义税率更能体现出不同样本在不同时期的差异与变化，所以本文将用实际所得税税率作为验证“税收差别理论”能否解释我国融资租赁交易动因的变量。

###### （2）控制变量：

除了上述解释变量，仍有其他变量会对上市公司进入融资租赁市场的动因产生影响，此处将如下变量加以控制：

负债率（DebtR）与公司规模（Size）：一方面，林西淮（2005）认为负债能力与公司规模均是解释融资租赁动因的重要因素；另一方面，负债率与公司规模作为样本公司最基本的财务特征变量应该在回归模型中予以控制，并且对于公司规模，本章将对其进行对数化处理，即在实证中利用总资产的自然对数作为回归模型中的变量。

投资性房地产净额（InvstState）：宋怡青（2012）和陶盈舟（2012）认为大量上市公司出资成立融资租赁公司的部分原因是房地产投资受到打压，上市公司之前投资于房地产行业的资金流无法得到高额回报，因此才导致富余资金转移到金融行业与其中的融资租赁业，因此，笔者认为，过去在房地产行业投资较多的样本公司在受到房地产政策打压后，会有大量富余资金，因此在涉足融资租赁市场的时更倾向于成为出租人，以获取金融行业的利润。

净利润增长率（NPIR, net profit increase rate）与营业收入增长率（OIR, oprating income increase rate）：蓝彬珍和陈勇（2012）认为以出租人身份进入融资租赁市场有增加利润与促销的功能，因此本文认为净利润与营业收入增长乏力的上市公司在进入融资租赁市场是更有可能成为出租人。

经过以上分析，我们建立如下实证模型：

*Logit*(*P*( *yit* 1| *vi* ))****1*currentR***2 *ETR***3*DebtR***4*Size*

**5 *InvstState***6 *NPIR***7*OIR*

（4.2）

表4.3 研究变量一览表

变量类型变量符号变量名称变量定义

被解释变量yit

出租人承租人定性因变量

yit =1：上市公司以出租人身份进入融资租赁市场

yit =0：上市公司以承租人身份进入融资租赁市场

解释变量

currentR流动比率流动资产／流动负债

实际所得税税

ETR(effective tax rates)

率

所得税费用／利润总额

DebtR 负债率 负债总额／资产总额

Size公司规模总资产自然对数

投资性房地产与投资性房地产减值

控制变量

InvstState

NPIR(net profit increase rate)

投资性房地产

净额

净利润增长率

准备、投资性房地产累计折旧之差额

（本年净利润－期初净利润）／期初净利润

OIR(oprating income increase rate)

营业收入增长率

（本年营业收入－本年年初营业收入）／本年年初营业收入

## 4.4 实证结果与稳健性检验

#### （一）实证结果

本文用随机效应模型对数据进行估计，并采用翟淑萍等（2013）逐步添加控制变量来观察解释变量变化的方法进行回归分析。数据由stata10.0处理输出实证结果如表4.4所示，并且考虑到“净利润增长率”与“营业收入增长率”有较强的相关关系，因此在第（5）组回归中，并未加入“净利润增长率”。我们发现，通过控制变量的逐步增加，“流动比率”基本可以保持在5%的显著性水平上与上市公司进入融资租赁市场时成为出租人的概率正相关，这一结果基本上支持了本文提出的假设2，即闲置资金越多的样本公司在涉足融资租赁业的时候成为出租人的概

率越大。反之，资金相对紧缺的样本公司在涉足融资租赁业的时候成为承租人的概率越大，二者在融资租赁市场中形成一种信贷资源的供求关系。而“实际所得税税率”这一变量并不显著，即便在唯一一组显著的回归结果中（回归（4）），其符号为负，也与本文的假设1相反，说明国外已有的“税收差别理论”并不能解释我国融资租赁交易的动因。

此外，对于陶盈舟（2012）提出的由于房地产投资受到打压而出现的上市公司投资设立融资租赁公司以及蓝彬珍和陈勇（2012）认为进入出租人市场的原因是提高利润增长率与主营业务收入的说法，数据结果没有给出显著的支持。

表4.4 面板logit模型回归结果

| (1) | | （2） | （3） | （4） | （5） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动比率 | 2.375\*\* | 2.772\*\* | 6.079\*\*\* | 16.62\*\*\* | 2.120\*\* |
|  | （2.52） | （2.25） | （6.07） | （8.04） | （2.36） |
| 实际所得税税率 | -4.990 | -6.898 | -9.248 | -35.110\*\* | -5.715 |
|  | （-0.39） | （-0.81） | （-1.26） | （-2.09） | （-0.85） |
| 资产负债率 |  | -0.190 | 3.406 | -2.681 | -3.550 |
|  |  | （-0.02） | （0.50） | （-0.17） | （-0.56） |
| 公司规模 |  | 0.116 | 0.266 | 13.460\*\*\* | 0.498 |
|  |  | （0.13） | （0.32） | （5.00） | （0.64） |
| 投资房地产净额 |  |  | -0.000 | -0.000\*\*\* | -0.000\* |
|  |  |  | （-1.30） | （-5.94） | （-1.71） |
| 净利润增长率 |  |  |  | -0.128 |  |
|  |  |  |  | （-0.26） |  |
| 营业收入增长率 |  |  |  |  | 0.042 |
|  |  |  |  |  | （0.06） |
| 常数项 | -12.361\*\*\* | -15.570 | -21.152 | -328.300\*\*\* | -18.600 |
| (-4.73) | | （-0.80） | （-1.25） | （-4.90） | （-1.23） |
| Log likelihood | -49.643 | -49.334 | -42.195 | -40.756 | -43.651 |
| Wald chi2 | 6.34 | 9.84 | 73.63 | 400.02 | 23.34 |
| Prob > chi2 | 0.042 | 0.043 | 0.000 | 0.000 | 0.001 |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

#### （二）稳健性检验

1.变换估计模型

本文采用刘京军，秦宛顺（2006）的方法，用面板probit模型对之前利用logit模型估计的结果进行稳健性检验，检验结果如表4.5所示。从表4.5中可以看出，流动比率仍然与上市公司进入融资租赁市场时成为出租人的概率保持较为稳定的正相关关系，而且其他变量的显著性较表4.4也并无较大差异，基本上可以确认前面的研究结果是稳健的。

表 4.5 面板probit模型回归结果

|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动比率 | 1.221\*\*\* | 1.347\*\*\* | 1.454\*\*\* | 1.045 | 1.450\*\*\* |
|  | （3.50） | （2.94） | （3.06） | （1.17） | （2.80） |
| 实际所得税税率 | -2.582 | -3.360 | -2.931 | -2.078 | -2.437 |
|  | （-0.97） | （-1.03） | （-1.02） | （-0.51） | （-0.89） |
| 资产负债率 |  | 0.969 | 0.717 | 0.0158 | -0.120 |
|  |  | （0.31） | （0.24） | （0.00） | （-0.04） |
| 公司规模 |  | 0.0241 | 0.158 | 0.274 | 0.568 |
|  |  | （0.07） | （0.44） | （0.41） | （1.43） |
| 投资房地产净额 |  |  | -0.000\* | -0.000 | -0.000 |
|  |  |  | （-1.72） | （-0.56） | （-0.93） |
| 净利润增长率 |  |  |  | -0.003 |  |
|  |  |  |  | （-0.14） |  |
| 营业收入增长率 |  |  |  |  | -0.127 |
|  |  |  |  |  | （-0.25） |
| 常数项 | -3.475\*\*\* | -4.678 | -7.553 | -10.470 | -16.630\* |
| (-4.96) | | （-0.62） | （-0.98） | （-0.75） | （-1.89） |
| Log likelihood | -55.224 | -55.068 | -51.186 | -48.208 | -50.258 |
| Wald chi2 | 12.87 | 14.72 | 18.59 | 2.29 | 12.78 |
| Prob > chi2 | 0.001 | 0.005 | 0.002 | 0.891 | 0.046 |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

2.变换主要变量

由于本文认为，闲置资金越多的上市公司在进入融资租赁市场是越倾向于成为出租人，在选取闲置资金的变量时，我们选取了“流动比率”作为主要被解释变量。

然而，“速动比率”同样可以用来度量闲置资金，它与流动比率的相似性在于，该比率过高可以反映资金没有被有效利用，而过低则反映出短期偿债能力弱。因此这一指标的高低同样可以与出租人承租人之间信贷资源的供求关系相对应。因此本文将用“速动比率”再做一次稳健性检验。检验结果如表4.6所示。通过表

4.6我们依然可以看到速动比率与上市公司以出租人身份进入融资租赁市场的概率保持正相关关系，只是显著性不如之前。笔者认为可能是“速动比率”的计算中扣除了一些流动性非常差的资产，使其比“流动比率”更为严格造成的。但这一结果并不妨碍我们之前结论的成立。同时，“实际所得税税率”的估计结果依然可以说明，国外解释融资租赁交易动因与发展繁荣的“税收差别理论”无法作为我国融资租赁的交易动因，也不能解释我国近年来融资租赁业的快速发展。

综上，通过变换估计模型与变换主要解释变量的稳健性检验中可以看出，本章的结论是可靠的，即信贷资源的供求关系成为我国融资租赁交易的主要动因，也是近年来融资租赁快速发展的主要原因。这一结论的意义在于，至少从上市公司融资租赁行为的角度来讲，我国融资租赁的交易动因已经不是基于对设备资产的供求，反而是基于对信贷资源的供求。这种现象已经远远偏离了融资租赁最初产生的动因与20世纪80年代时其引入我国的交易动因。笔者认为，这也是造成我国融资租赁交易额较高而融资租赁渗透率却并不乐观的原因之一，过多的回租交易可以使得融资租赁交易额上升，而却无法是融资租赁新增设备投资这一数值升高，由此造成了我国融资租赁交易额大小与融资租赁渗透率高低不相称的尴尬。

表4.6 以“速动比率”为主要变量的面板logit回归结果

|  |  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 速动比率 | 2.381\*\* | 2.868 | 3.629\*\*\* | 2.632\* | 2.746\* |  |
|  |  | （2.82） | （1.73） | （3.38） | （2.25） | （2.45） |  |
|  | 实际所得税税率 | -4.354 | -4.896 | -7.690 | -6.190 | -4.395 |  |
|  |  | （-0.51） | （-0.47） | （-1.06） | （-0.73） | （-0.65） |  |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| （续表4.6） |  |  |  |  |  |
| (1) | | （2） | （3） | （4） | （5） |
| 资产负债率 |  | 0.975 | -3.651 | -4.952 | -5.608 |
|  |  | （0.09） | （-0.43） | （-0.66） | （-0.81） |
| 公司规模 |  | -0.018 | -0.477 | -0.084 | -0.232 |
|  |  | （-0.02） | （-0.41） | （-0.09） | （-0.27） |
| 投资性房地产净额 |  |  | -0.000 | -0.000 | -0.000 |
|  |  |  | （-0.07） | （-0.77） | （-0.70） |
| 净利润增长率 |  |  |  | -0.006 |  |
|  |  |  |  | （-0.11） |  |
| 营业收入增长率 |  |  |  |  | -0.261 |
|  |  |  |  |  | （-0.23） |
| 常数项 | -15.14\*\*\* | -15.09 | 2.594 | -9.139 | -6.225 |
| (-6.26) | | （-0.77） | （0.10） | （-0.48） | （-0.35） |
| Log likelihood | -48.459 | -48.383 | -45.263 | -43.815 | -45.23 |
| Wald chi2 | 8.67 | 7.66 | 67.61 | 19.00 | 22.42 |
| Prob > chi2 | 0.013 | 0.105 | 0.000 | 0.004 | 0.001 |

注：表格括号中为T检验值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

## 4.5 本章小结

金融危机后期，我国融资租赁业出现“井喷式”增长，并且出现大量上市公司投资设立融资租赁公司进入出租人市场的现象。本章通过对2007—2012年所有进入融资租赁市场的上市公司进行研究。研究发现，流动比率越高的公司，越倾向于进入出租人市场，其背后的动因是较高的流动比率意味着资金没有得到有效利用，可以通过融资租赁，尤其是出售回租这种方式发放类信贷，获取较高的利息收益；而流动比率较低的公司倾向于进入承租人市场，它们进行承租交易的动因也并不是对设备的需求，反而是短期的资金融通。这种新现象不符合国外已有的税收优惠共享的动因，在一定程度上也反映了我国融资租赁业发展的不完善。

由于融资租赁在其产生之初便是基于设备融资的一种金融工具，而并不是基于信贷资源的供求，因此这种基于信贷资源供求关系的融资租赁交易容易形成大

量的应收账款从而加大了金融风险。并且，随着利率市场化改革的不断推进，这种类信贷的交易模式失去市场，并不利于融资租赁业的发展。

因此，笔者认为，虽然融资租赁业在近年来有了迅速的发展，但是究其发展动因来讲却不是融资租赁最为核心的设备融资，而是类信贷。所以，进入融资租赁行业的企业必须认清，基于设备需求的融资才是融资租赁的核心竞争力，而且监管部门也应当注意到融资租赁有变相放贷的作用及其带来的风险并加强监管与控制。

# 第**5**章 基于融资租赁行业发展特征下的相关政策建议

在前文第3章和第4章中，我们分别从融资租赁交易需求（承租人）和供给

（出租人）的角度对我国上市公司涉足融资租赁市场的行为动机进行了分析。我们的研究得出结论，当上市公司发现融资租赁行业可以为自己带来利益时，会根据自身不同的需求与目的分别选择承租人或出租人的身份进入这一行业。这一现象不仅涉及到投资者的利益，而且上市公司进入融资租赁市场之后，其效果也会受到融资租赁业以及整个宏观经济大环境的影响。因此，为了进一步分析这种现象的利弊并且有针对性的提出一些政策建议，我们有必要了解并分析当前国内外融资租赁业的发展状况，并且对影响到融资租赁业发展的主要方面进行分析之后再给出政策建议。

## 5.1 金融危机后期国际融资租赁业发展宏观特征

在席卷全球的金融风暴过后，自2010年开始，世界融资租赁业得到了一定程度上的回复和发展，尤其是在危机过后，各国金融市场出现信贷资源紧张的大环境下，融资租赁的优势得到了逐步的发挥和凸显。根据White Clarke《世界租赁年报（2012）》数据显示，截至2011年底全球融资租赁业务成交量高达7240亿美元，实现了21.9%的增长。

从国际范围内来看，依照White Clarke《世界租赁年报（2012）》的观点，对上述增长贡献率较大的主要是北美和非洲的融资租赁交易，二者在金融危机后期几乎表现出旗鼓相当的增长趋势，其中北美融资租赁交易额的年增长率达到了37.1%，非洲达到34.5%。但是该报告也指出，非洲的高增长有一定程度上是关于非洲融资租赁业统计口径变动与之前几年数据质量不够完善造成的。不过这一点也并不能否认非洲在金融危机后期融资租赁交易规模所表现出的增长。而至于北美，其37.1%的增长率背后则是2925亿美元的融资租赁交易额，达到历史最高水平，而且北美融资租赁交易规模国际市场中的份额也达到了40.4%，仅就美国的设备投资部门而言，其年增长率就达到了10.5%。另外，北美地区的加拿大与墨西哥也都有着优异的表现，尤其是加拿大的融资租赁渗透率达到了23%，超过以往历史数据。

然而，与北美地区所表现出的从融资租赁交易额到融资租赁交易市场份额的

强劲增长形成对比的是欧洲地区在金融危机之后融资租赁业的发展状况。而且欧洲地区的情况也比较复杂。

欧洲地区虽然在融资租赁交易增长率上表现出0.5%到7.2%的增长，但是其市场份额却下降了4.7%。究其原因主要应该是欧债危机的影响。2009年10月20日，希腊政府宣布当年的财政赤字所占国内生产总值的比例将超过12%，这一数字已远远超过欧盟设定的3%的上限。随后，标准普尔、穆迪和惠誉全球三大信用评级公司相继下调希腊主权信用评级，欧洲主权债务危机率先在希腊爆发。之后，由于欧元区内部各种利益关系的难以统一而导致的协调机制运作不畅，致使对希腊的救助计划迟迟难以出台，最终导致危机持续恶化，并蔓延到其他国家，葡萄牙、西班牙、爱尔兰、意大利等国相机曝露出一定财政问题，德国与法国等欧元区主要国家也受到牵连。

这场危机对欧洲融资租赁业的影响也是巨大的，它造成了欧洲一些国家融资租赁业的负增长。比如希腊的融资租赁交易额增长率为-60%、西班牙为-26%、葡萄牙为-38%。

然而使得欧洲融资租赁业能在上述不利环境中仍能表现出较小幅度增长的主要贡献源于德国和俄罗斯。德国的融资租赁交易额达到了601.1亿美元，并且其中来自服务业的融资租赁交易额比重最大，占到了融资租赁交易总额的32%；而对于俄罗斯，其融资租赁业的发展已经逐渐被铁路建设和火车机车制造业所主导，这两个行业近三年来融资租赁交易额占俄罗斯全国融资租赁交易总额的比率分别呈现出27%、40%和59.4%的增长态势，使得俄罗斯在2011就已经进入欧洲融资租赁交易额的前五名。可见，北美和欧洲在金融危机后期其融资租赁也发展状况中所表现出的增长与萎缩并存这一现象可以说是融资租赁业在受到金融危机及欧债危机影响较大的地区所表现出的特点。而在亚洲、拉美这些受到金融风暴冲击并没有欧美那样严重的地区，融资租赁业的发展则表现出了另外一种状态。

对于亚洲来讲，其融资租赁市场的表现在金融危机后期则呈现出一种从融资租赁交易额到融资租赁市场份额的双增长，其中融资租赁额实现了26.9%的增长，而融资租赁的市场份额占比也有17.8%上升到18.5%。对亚洲融资租赁交易在金融危机后期贡献较大的主要有中国、日本与马来西亚。其中中国大陆以604亿美元的融资租赁交易额排名世界第二，其增长率也达到了60%，究其原因也是前文中所提到的我国政府在金融危机后期采取的货币紧缩政策，使得融资租赁成为了更为重要的一种融资渠道。此外，中国台湾地区也实现了融资租赁交易额20.2%的增

长，而且其中小企业的融资租赁占据其融资租赁交易总额超过90%的比重。亚洲各国中融资租赁市场由于政府推行特殊计划而实现增长的应该是马来西亚，其政府于2010--2011年推出的经济转型计划（ETP）涉及到经济作物和农产品开发、通

讯传播、航空工程、电子仪器等多领域的投资计划，总规模14.3亿马币。而该计划所涉及的领域多与设备装备相关，进而也带动了相关设备装备融资租赁交易的发展，最终实现了全国融资租赁交易额42%的增长。可见政府政策对于融资租赁业发展起着巨大的推动作用。当然，政府政策对融资租赁业也会产生负面影响，这样的例子来自于拉丁美洲的巴西。实际上，拉丁美洲的融资租赁业在金融危机后期也是实现了8.3%的增长的，但是之前一直保持增长的巴西，由于其政府在金融危机后期实行了一系列复杂的税收政策，最终使其融资租赁交易额下降了

30.4%。

综上可见，世界融资租赁业在金融危机后期，在总体上还是呈现出上升与繁荣的，而且各地区导致融资租赁业发展的因素也各有不同。但笔者认为，通过上述比较我们会发现我国融资租赁业在金融危机后期的繁荣与其他国家和地区有着很大不同。尤其是亚洲各地区比如中国台湾、伊朗和马来西亚融资租赁业在金融危机后期的繁荣多是源于扩张政策下的真实生产所造成的设备需求，而在大陆地区却反而是由于货币政策的紧缩而造成的融资租赁业发展。这一特点也是上市公司涉足融资租赁业所应该注意到的，而且在融资租赁业国内外发展对比下还需了解我国融资租赁业的特殊情况。

## 5.2 金融危机后期我国融资租赁业发展宏观特征

金融危机后期，我国融资租赁业也跟随全球融资租赁业总体复苏的脚步逐渐繁荣发展起来。

首先，在出租人方面。根据商务部和各省市工商局数据统计，在金融危机前期及期间，我国每年新增融资租赁公司数量基本稳定在30家左右，而在金融危机期间，特别是金融危机后期我国融资租赁公司呈现出前所未有的增长态势。此外，出租人的在不同地域上也表现出了一些新特点：首先，由于北京和上海集聚了全国半数以上的融资租赁公司，使得这两个地区在行业中处于领先地位，而且北京中关村国家自主创新示范区与上海综合保税区纷纷出台了一系列支持融资租赁发展的政策，促进了融资租赁在该地区的繁荣；其次，天津地区也出台相关政策吸引了大量融资租赁公司的到来，截至2012年底，将总部设立在天津的融资租赁公

司达到100家，注册总资产达到500亿人民币，使得天津成为除了北京、上海之外的一个新的融资租赁产业聚集地；最后，广东、ft东、浙江等地区也都出现了政府出台相关政策促进融资租赁业迅速发展的现象，更有很多中西部地区的省份也实现了融资租赁公司的零突破。可见，在金融危机后期，我国融资租赁业表现出从行业到地域的发展态势。根据《中国融资（金融）租赁行业发展报告（2013）》数据显示，截至2012年底我国融资租赁公司总数已经超过560家，实现融资租赁

交易总额达到8500亿元人民币。

350

300

250

200

150

100

332

98

50

50

0

14

15

27

23

30

29

2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012

图5.1 金融危机前后我国融资租赁公司新增数量（单位：家）

其次，在承租人方面。金融危机后期，我国融资租赁市场上的承租人基本达到了行业的全覆盖。承租人不仅包括企业，而且还有包括政府机关、公共教育、医疗卫生及各类事业单位等非盈利机构。这些非盈利机构对融资租赁交易的广泛运用说明了我国融资租赁业在我国认知度的不断提升，这些非盈利机构在对融资租赁认知并不深入的时期，其运行所需的资金一般源于财政预算管理，并未意识到自身可以承租人的身份进行融资，而随着我国融资租赁业的发展，一些非盈利机构发现自身所提供的社会服务可以带来预期稳定的现金流，也就具备了成为良好承租人的资质，因此也意识到融资租赁可以为其所利用，医疗设备融资租赁交易中的公立医院可以说这类承租人中的典型。此外，更值得一提的是，在金融危机后期融资租赁服务在中小企业、甚至小微企业的过程中找到了更大的发展空间。因为在我国现有的经济环境中，大型国企有企业及上市公司一直以其绝对的优势占有着我国的金融信贷资源，从而造成我国的中小企业和小微企业很难获得信贷

资源谋求发展。而这一现象中存在的问题是单笔交易业务量与业务利润之间的矛盾。以银行与大型国企之间的信贷关系为例，由于银行对规模效应的追求，使其主要看中单笔业务的绝对成交额，而对单笔业务的利润率并不特别注重；而对中小企业的业务来讲，其单笔业务成交额可能并不诱人，但其利润率却很客观，这一特征成为了它与融资租赁交易的契合点。金融危机后期，随着国家货币政策的紧缩，使得中小企业银行贷款融资的难度增加，而融资租赁为中小企业融资做出了相当的贡献，更有融资租赁公司直接将自身的经营战略与目标客户群定位于中小企业并取得了很好的业绩。可以说，在我国融资租赁业的承租人市场中，中小企业还有很大的市场空间。

第三，在融资租赁标的物方面。随着我国融资租赁业的发展及社会各界对融资租赁交易认知度的提高，更多的融资租赁标的物出现在我国融资租赁市场，而且已经出现专门为某一类租赁物提供融资租赁服务的出租人，在这一点表现较为突出的表现是与节能环保有关的设备与出租人。节能环保产业作为新兴的国家战略性产业之一，这一行业对相关设备的需求量相当大的。根据“十二五”规划，节能环保产业将涉及到污水废水处理、城市垃圾处理、大气污染治理等方面，而这些治理活动均对各种大型的节能环保设备产生需求。由于这些设备投资费用大，并且通过银行贷款方式获得的门槛高，因此非常适合融资租赁的介入，目前已有相当数量的融资租赁公司进入节能环保这一领域实现了节能服务与公司发展的共赢。

最后，在影响融资租赁业的宏观经济环境与政策环境方面。金融危机及后期，收4万亿经济刺激投资计划的推动，我国经济增速维持了一定时间的上升，并且

在2012年下半年上马了铁路投资、棚户区改造、城市基础设施改造等一大批基建项目，这些投资重点为融资租赁业的发展提供了良好的宏观经济背景。而在政策方面，商务部颁布了《商务部关于“十二五”期间促进融资租赁业发展的指导意见》对融资租赁业的发展提出了优化结构布局、服务国民经济发展等指导意见和要求；各地方政府也纷纷出台了促进融资租赁业在本地区发展的支持政策。

综合金融危机后期国内外融资租赁业的发展状况，我们可以看到无论从大的环境还是微观的市场，融资租赁业都在蓬勃的发展中。在这样的大背景下，上市公司进入我国融资租赁业有其必然性，但也需要做好迎接融资租赁市场中各种复杂因素挑战的准备。

## 5.3 中国融资租赁业市场结构与竞争格局的微观特征

通常来讲，我国融资租赁理论界与实务界习惯上将我国的融资租赁公司按照监管审批部门划分为三大类：第一类是“金融租赁公司”，这类公司是由中国银行业监督管理委员会负责审批设立并且监管的，它们是以经营融资租赁业务为主的非银行金融机构，这类出租人由商业银行出资设立；第二类是“内资试点融资租赁公司”，这类公司是由我国商务部流通业发展司负责审批设立的融资租赁公司；第三类是“外资融资租赁公司”，这类公司是由我国商务部外资投资管理司及其各地方局级单位审批设立的融资租赁公司。这三大类公司成为了我国融资租赁业出租人市场的主要构成。因此，当上市公司以出租人的身份进入我国融资租赁市场首先要对我国融资租赁市场中各类出租人的特点和竞争格局有所了解，以便为自身将要开展的融资租赁业务做出准确的定位。

然而，我国融资租赁业的市场构成与竞争关系，不但与审批监管部门经营牌照的下放有关，更大程度上是受到不同融资租赁公司的出资人背景、业务类型、客户定位的影响。因此，下面笔者将针对我国不同融资租赁公司按照其出资人背景、业务类型、客户定位重新进行分类，并分析其在我国融资租赁市场中的角色与竞争力，最终以此为上市公司进入融资租赁业出租人市场提出相应的政策建议。

### 5.3.1 金融租赁公司的业务定位、发展状况与竞争力

笔者认为，从出资人背景来看，我国融资租赁公司中较为特殊的是“金融租赁公司”。在我国融资租赁业产生早期，我国一些商业银行也曾涉足过融资租赁业务，然而由于当时我国融资租赁业整体发展的不完善以及对银行混业经营的监管不力，造成了整个融资租赁行业大范围的欠租问题，外加1998—1999亚洲金融风暴的冲击，使得商业银行渐渐退出融资租赁业。而银行系租赁公司的繁荣缘起于

2007年，并且这类融资租赁公司的繁荣又带动了我国融资租赁业的又一次繁荣。

首先，在2006年12月28日，银监会通过并颁布了《金融租赁公司管理办法》，

这一办法在2007年3月1日正式实施。该办法允许符合相应资质要求（如：资本充足率符合注册地金融监管机构要求且不低于8%等）的商业银行设立或参股金融租赁公司，并允许其采取多种方式拓宽融资渠道。而在同年的11月28日，由中国工商银行独资设立的工商银行金融租赁有限公司宣布在天津正式成立，注册资本20亿元人民币。这是我国第一家由商业银行发起设立并由银监会批准设立的金

融租赁公司。可以说工商银行金融租赁公司的成立标志着我国金融租赁的一个新起点，随后交通银行、国家开发银行、建设银行等商业相继成立了自己的金融租赁公司，成为了当今融资租赁公司中金融租赁公司的重要成员。截至2012年底，就《中国融资（金融）租赁行业发展报告（2013）》数据显示，我国的金融租赁公司已达20家。而且这20家金融租赁公司的构成已经不仅仅局限在由商业银行全资建立的银行系金融租赁公司，同时也出现了出资构成更为复杂的非银行系金融租赁公司，例如昆仑金融租赁有限公司、北部湾金融租赁公司等。至此，银行系与非银行系的出租人共同构成了目前我国金融租赁公司的市场版图。

就我国金融租赁公司目前主要的业务类型来看，出售回租仍占主导地位。而且就《中国融资租赁市场发展现状、国际比较和前景展望（2013）》数据显示，金融租赁公司的出售回租业务占比高达74.7%，另外就笔者对业内人士的采访调查得知，其中银行系金融租赁公司的回租业务比率几近90%。然而，虽然出售回租成为金融租赁公司的主导业务类型，但是银行系金融租赁公司与非银行系金融租赁公司对客户的定位却有所不同。张琼（2013）认为，由于银行系金融租赁公司倚靠商业银行强大的资金实力和优质的客户资源，并且在市场竞争中，银行系金融租赁公司对其业务量所产生规模效应的要求相对较高，但对单笔交易所产生的利润要求不高，因此，银行系金融租赁公司将其业务发展和客户资源定位于交通、船舶、大型机械装备制造行业中的大中型企业；而非银行系金融租赁公司则将其业务与客户定位与机械制造、印刷等行业中的中小型企业。

### 5.3.2 非金融租赁公司的业务定位、发展状况与竞争力

金融租赁公司的一大特色是，其股东构成或资金背景基本来源于商业银行、资产管理公司等金融领域。而与金融租赁公司这种资金背景构成鲜明对比的主要有三类融资租赁公司，它们也成为了我国融资租赁业出租人市场的重要构成。第一类是厂商类出租人，这类出租人附属于大型设备制造商或销售商，大部分业务来源于以直租的方式促销母公司的设备产品，同时也为母公司提供必要的资金信用支持；第二类是产业系出租人，这类出租人的背景一般是资产规模在100亿元以上的大型企业集团，它们的业务定位一般是为企业集团内部的设备购买提供融资租赁服务，而且产业系出租人由于其涉及大量不动产和基础设施建设的项目，因此其业务模式多为对项目整体进行回租的方式融资；第三类是独立第三方出租人，这类出租人是专门为从事各种融资租赁业务并且以融资租赁业务为主要收入

来源的公司，而且其资金来源多重、股权结构相对分散，这类公司的业务类型以直租为主，但金融危机后期回租比例明显上升。

另外一点需要注意的是，对于上述三类非金融租赁公司，它们不仅在我国融资租赁市场中业务分工有所不同，而且在监管层面也呈现出另外的情况，也是需要格外注意的。由于我国融资租赁业发展历史过程中的特殊原因，形成了目前我国融资租赁业中对非金融融资租赁公司监管的特殊格局与现状。在1981年融资租赁以其利用外资引进先进设备为目的在中国开展之时，并没有明确的法律法规政策来规定融资租赁公司的批准和设立应由那一机构来负责。而按照当时的制度体制，中外合资融资租赁公司是由但是的对外经济贸易合作部负责审批，而在我国加入WTO之后，原来的对外经济贸易合作部其职能被划归入商务部，由此形成了目前由商务部外国投资管理司来负责审批管理的现状。而且在2005年商务部颁布

《外商投资租赁业管理办法》之后，外资融资租赁公司开始进入了发展阶段。在

2009年，总投资在5000万美元以下的外资融资租赁公司的审批权下放到省级的商

务委以及国家级经济开发区，因此造成了我国有210多家单位拥有对外资融资租赁公司的审批权，外加经济开发区对外资的各种优惠政策，使得外资融资租赁公司的门槛逐步降低。进而也造成了外资融资租赁公司竞争力上的一些优势。

而在监管和市场准入方面与外资融资租赁公司形成鲜明对比的就是内资融资租赁公司。关于内资融资租赁的发展状况，较多会提到“非国民待遇”的问题。这也是由于我国融资租赁业发展的特殊性所造成的一个亟待解决的问题。这一问题是由于在20世纪80年代初期，随着中外合资融资租赁公司的建立，也相继出现了一些内资的融资租赁公司，它们被视为非银行金融机构统一由中国人民银行管理。此后，内资融资租赁公司一直只能以非银行金融机构的身份设立，其准入门槛与监管要求也在各方面明显高于外资融资租赁公司，由此造成了内资公司相对于外资公司来讲的一种奇怪的“非国民待遇”，这一现象至今也没有得到完善的解决。

通过上面的介绍我们会发现，我国融资租赁市场的市场结构与竞争格局有些特殊。特殊性在于，国际上通常按照金融租赁公司、厂商类融资租赁公司与独立第三方的划分标准对融资租赁业的竞争格局进行分析研究，而基于我国融资租赁发展的特殊历程，厂商类融资租赁公司与独立第三方融资租赁公司有因为监管部门的不同区分为内资与外资，因此，对非金融租赁公司竞争格局的分析研究是，需要有交叉的视角。根据《中国融资（金融）租赁行业发展报告（2013）》数据显

示，在内资融资租赁公司中，厂商类融资租赁公司与独立第三方融资租赁公司分别占到40%和60%，其中厂商类融资租赁公司大多具有比较强大的股东背景和雄厚的行业实力，经营业务上也起到了一定的示范作用。

此外，随着节能环保产业的发展，这一领域也为融资租赁公司提供了广阔的市场空间，陆续出现一些内资的融资租赁企业开始从事节能环保相关设备的租赁业务，这些公司又大体上可以分为两类：一类是节能环保专业服务型的融资租赁公司，这些公司一般具有自己的专家团队，较为熟悉节能环保行业内某一子行业的业务模式，有良好的风控技术，可以直接为服务对象提供全套的技术方案与融资方案；另一类是专业合作型的融资租赁公司，这类公司的客户大多以节能环保设备制造商自行寻找，而一旦厂商找到服务对象，则由该类融资租赁公司负责相关的融资租赁交易安排。上述两类公司中，目前以专业合作型的融资租赁公司居多。

### 5.3.3 融资租赁业主要业务类型分析及上市公司进入融资租赁市场的业务定位

根据《中国融资租赁市场发展现状、国际比较与前景展望》调查显示，我国融资租赁市场大体可以分为以下几种业务模式：

第一种，理财功能的租赁。这种业务类型的客户较为广泛，而且其功能主要是为了满足的资金需求，交易模式基本以出售回租为主，风险管理主要依赖于客户的信用资质，而且这类业务的交易结构、复杂程度、资产关联性均比较低，具有“类信贷”性质，与传统的银行业务具有很大的同质性。

第二种，服务功能的租赁。这种业务类型的客户一般是大型装备制造企业或一般行业的中小企业。其交易结构与产品设计会考虑到客户的产业链条和运营周期较为注重短期效果，风险管理出了基于客户的信用能力之外，还会考虑到合作对象的商业运作模式，这类业务与传统的银行业务有着很强的互补性。其交易复杂程度与资产相关度均比第一种业务类型要高出很多。

第三种，基于特定资产租赁。这类业务的主要客户基本集中于对重型卡车、集装箱、飞机、船舶等特定资产有着固定需求的用户，其风险管理以资产余值处理的相关手段为主，其业务的资产关联性较高，但产品设计与交易结构并不复杂。

第四种，结构型租赁。这类业务的客户主要是特定行业（如基础设施行业）的大型企业，以满足客户对特殊项目的投资需求为主要功能。其风险控制手段综合了客户的资产资金结构、相应项目的税务筹划等多种因素。这类业务无论是在

资产关联度上还是在产品与交易结构的设计上，都有着较高的水准。应当说属于四种业务类型中难度最高的一种。

以上四种类型的业务模式在我国融资租赁业的市场分布情况如图5.2和表5.1

所示。这里需要说明一点，该数据是按照2012年年末融资租赁业全行业交易资产规模粗略做出的估计，其中将出售回租业务余额全部视为理财型租赁余额，而融资租赁余额视为服务型租赁余额，经营性租赁余额视为资产型租赁余额，最后的全行业余额视为结构型租赁余额。这种统计方法虽然有其不完善之处，但是在大体上的确可以反映出我国融资租赁市场在业务类型上的竞争格局。

结构型租赁,

4%

特定资产型租

赁, 8%

服务型租赁,

21%

理财型租赁,

67%

理财型租赁服务型租赁

特定资产型租赁结构型租赁

图 5.2 我国融资租赁业四类业务交易模式分布情况

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 金融系租赁公司 | | 厂商系租赁公司 | 独立第三方租赁公司 | 产业系租赁公司 |
| 理财型租赁 | 85% | 0% | 40% | 81% |
| 服务型租赁 | 4% | 100% | 16% | 11% |
| 特定资产型租赁 | 5% | 0% | 4% | 3% |
| 结构型租赁 | 6% | 0% | 40% | 5% |

数据来源：《中国融资租赁市场发展现状、国际比较和前景展望》表5.1我国融资租赁公司业务类型状况

数据来源：《中国融资租赁市场发展现状、国际比较和前景展望》

通过上述对我国融资租赁也出租人市场竞争格局的简要介绍，我们可以深入

分析上市公司进入融资租赁也出租人市场这一现象，并对其进入这一市场后的业务定位给出一定的建议

首先，不宜以金融租赁公司的业务模式与市场定位做参照。从金融危机后期进入我国融资租赁也出租人市场的上市公司所属行业来看，大多属于工业制造业领域。这一特征就决定了它们在目前我国融资租赁业出租人市场的竞争版图中，不宜把金融租赁公司所主要从事的业务类型和服务对象作为自己未来发展的方向。因为近年来金融租赁公司所具备的一些发展优势是进入出租人市场的上市公司所不具备的。例如金融租赁公司，尤其是银行系金融租赁公司其背后拥有强大的商业银行作为支撑，而且今年来金融租赁公司的融资渠道也日益多元化，民生租赁与工银租赁的开展资产证券化的资格已获得证监会批准，工银租赁还在境外发行了金融债，获得了较为长期运转资金，同时部分金融租赁公司也与保险、信托公司展开了广泛的合作关系。而新进入融资租赁业出租人市场的上市公司基本上以工业制造业为主要背景，不具备金融租赁公司的资金背景与业务能力。所以，尽管金融租赁公司，尤其是银行系金融租赁公司在我国融资租赁市场中占有重要的地位与市场分份额，但是其经营模式、业务定位是比较特殊的，不建议进入出租人市场的上市公司参照。

其次，在符合母公司战略定位的基础上走特色化与中介化的道路。由于上市公司进入我国融资租赁业市场是通过出资设立融资租赁公司的方式，因此作为子公司的融资租赁公司必须在明确母公司的战略定位的前提下，才能建立适应市场的业务模式与风险控制体系，而且要善于利用母公司已有资源为自身拓展融资渠道。而所谓“中介化”就是发挥融资租赁与银行、信托、保险等相关金融行业之间的桥梁作用。随着我国金融市场的不断完善，金融业内各个部门间的合作也逐渐增多，而融资租赁此时的角色也绝不仅仅是简单的设备融资，它可以通过特殊的交易产品设计与银行、信托、保险等相关行业的合作达到资源的合理配置。这种桥梁式的中介作用也是融资租赁亟待发展的一个业务点，具有很大的潜力和空间。

## 5.4 上市公司进入出租人市场的特殊风险

第一，行业内部竞争加剧，利润空间减少。通常来讲，融资租赁业的利润空间与一国融资租赁业的租赁渗透率紧密相关。这一比率反映的是一国通过融资租赁实现的设备与设备投资总额的占比。《世界租赁年报（2012）》数据显示在融资

租赁业较为发达的北美与欧洲，其租赁渗透率分别达到25%与14%，而我国的租赁渗透率仅有5%。因此，至少从目前来看，我国融资租赁业的利润空间还是有限的。但随着近年来融资租赁公司的数量不断激增，势必会使融资租赁市场的发展和盈利空间不断缩减，进而造成融资租赁市场内部的激烈竞争。而且已经有业内人士指出，融资租赁业可能面临一次洗牌。因此，上市公司纷纷出资成立融资租赁公司以出租人的身份进入融资租赁市场是有一定风险的。

第二，交易类型同质化将导致行业间竞争错位。本文第4章的研究已经发现我国融资租赁交易的存在基础已经不再是国外融资租赁蓬勃发展时的税收抵免优惠的政策，更不是基于设备需求。由于出售回租这种形式仍然占据我国融资租赁各种交易形式中的主导地位，而且大部分进入出租人市场的上市公司也正是看好了这一类信贷的模式才成立融资租赁公司的。这使得融资租赁业提供的金融服务与银行信贷在本质上没有了差异。而且，就笔者对业内人士的采访了解，这些公司如果能够成立银行，便不会成立融资租赁公司了。可见这种工业制造业上市公司设立融资租赁公司所谓多元化的行为，造成了竞争的错位，即把融资租赁公司的竞争对手变成了银行。但有一点必须注意的是，银行是可以吸收存款的，而租赁公司却不可以。这就造成融资租赁公司无法与银行进行竞争。如果进入出租人市场的上市公司以出售回租这种类信贷的业务为主，那么随着我国利率市场化的不断推进，导致出售回租盛行的信贷资源过于紧张的根本问题得到缓解后，这种业务将渐渐失去其竞争力。

第三，产能过剩的大环境与违约风险。产能过剩（Excess Capacity）主要是指一个经济体内的生产能力的总和大于消费能力的总和。而就目前的宏观经济形势来看，产能过剩加剧是当前我国经济发展的一个突出问题。一般来讲，如果产能利用率小于75%便是严重的产能过剩。而根据2012年底相关行业的调查数据显示，钢铁、水泥、船舶等行业的产能利用率均低于75%，存在严重的产能过剩，而这些行业的生产设备均与融资租赁业紧密相关。可以说产能过剩的大环境不仅使得一些设备面临滞销甚至淘汰的局面，同时也加大了整个金融体系的运行风险。最突出的表现是产能过剩使得诸多企业债务负担加大，商业银行的不良贷款率增加。根据2012年银行业的数据显示，商业银行不良贷款余额为5281亿元同比增长46%，其中钢铁、煤炭、造船、光伏等行业成为导致不良贷款的主要行业。由于融资租赁业是与机器设备紧密相关的一类金融服务，而且进入出租人市场的上市公司大都是工程机械制造背景的企业，其中不乏钢铁、电力、煤炭等从事相关

产业设备制造的企业。而具体到融资租赁业，根据中国工程机械协会的数据显示，

2012年工程机械客户平均违约率达到了25%~30%，2013针对融资租赁其中厂商系因此，在这种大形势下，上市公司进入出租人市场的风险还是很大的。

第四，出售回租所得款的流向与风险。从传统观念来讲，出售回租是缓解企业资金链条燃眉之急的一种融资方式，一般是负债率较高或短期债务即将到期的企业才会采用。然而，从进行出售回租的上市公司的报表上看，这些企业的负债率在60%左右基本处于其所在行业的平均水准，与同行业没有进行出售回租的企业并无太大差异。此外，这些企业的短期偿债能力并不差，有些企业的“现金到期债务比”达到4.1。说明这些企业并不是由于财务紧张而进行的出售回租。对于上述行为，我们需要注意的是，融资租赁的重要特征应该是出租人要根据承租人的意愿购买设备，然后租给承租人使用，这种交易涉及才能防止承租人改变自己用途进而加大风险。出售回租这种交易的目的是获得现金而不是设备的生产能力，所以承租人所得现金的用途是难于控制的，如果这部分现金被投入到高风险、弥补财务缺口或者偿债的话，这部分现金的投入将无法产生足以支付租金的现金流，容易造成欠租问题，而且业界也有出售回租所得款用于跑路等不当用途的例子，这对股东和出租人都是不利的。

最后，在监管层面上，国务院于2013年年底颁布了《加强影子银行业务若干问题的通知》，也被业内称之为“107 号文”。文件中明确指出：“融资租赁公司要依托适宜的租赁物开展业务，不得转借银行贷款和相应资产。”这一规定的出现一方面意味着监管部门已经注意到我国融资租赁市场上部分融资租赁公司逐渐具有成为影子银行的倾向，它们从事的业务中具有类信贷、期限错配、流动性转换、信用转换和高杠杆等有可能引发系统性风险和监管套利等问题；另一方面也意味着，融资租赁业可能会受到更加严格的监管，尤其是对融资租赁交易中租赁物在流动性和变现能力等方面各种相关要求的加大。例如之前所分析过的以投资设立融资租赁公司的方式进入我国融资租赁业出租人市场的上市公司，有很大一部分是公用事业背景的，而这类公司所从事的融资租赁业务，大多与诸如高速公路、地面路基等不动产相关，而且在其交易中设备的比重较小。而类似这样的现象，在今后可能会受到严格的监管。如果投资设立融资租赁公司的上市公司对自身的业务定位不准确，可能会在未来的监管框架下难以开展原有的融资租赁业务而产生运营方面的困难与风险。

## 5.5 相关政策建议

首先，认清融资租赁业的核心竞争力，发展基于设备融资的真实租赁，作出融资租赁特色、发展其服务实体经济的功能。目前我国融资租赁业业内对融资租赁的认知，尤其是对融资租赁核心竞争力的认知并不到位。从融资租赁进入我国之初将其视为利用外资的一种手段，到当下的将融资租赁视为一种类信贷都是不到位甚至是错误的。而且这些在认知上的偏差也因此曾经导致相关部门在监管以及融资租赁业对外交流的一些问题。从融资租赁的发展历程来看，融资租赁在其诞生之初就是基于设备融资的一种金融产品或者说金融服务。对于健康的融资租赁市场而言，设备的使用价值是这种金融服务的终极目的，承租人的需求是设备的生产能力，出租人是在掌控设备的风险的情况下提供融资服务。这是融资租赁区别于银行信贷的最本质特征，也是融资租赁业的核心竞争力。而且从国外的发展经验来看融资租赁各种交易方式中的经营性租赁时最能体现融资租赁核心特色的交易方式，而这一交易方式的优势在我国目前的融资租赁市场中并未得到很好的发挥。这不仅需要涉足融资租赁业的上市公司充分认清，对于融资租赁行业中的企业、人员、监管部门也必须认清这一点才能使整个行业健康发展。

其次，完善行业监管、建立行业预警机制以正确引导资金流向。对于上市公司纷纷成立融资租赁公司这种现象，可以说是近年来资金流脱离实体经济进入虚拟经济进行投资的表现之一。而且也有业内人士指出的确有上市公司将融资租赁视为变相的“高利贷”，其进入出租人市场也并不是为了支持实体经济，而只是看中融资租赁业的利润进行投机。我国融资租赁业目前遇到的一个风险比较大的问题就是债务与资产期限匹配的问题。融资租赁业经常会出现短期负债与长期资产的期限错配问题，例如融资租赁公司较多为短期的银行信贷，而其在融资租赁交易中所出租的租赁物，其交易期限却是长期的。这一问题会使得在利率波动时造成一定的风险。因此，监管部门应该出台相关政策防止资金的过度投机。此外，对于厂商类的融资租赁公司，其业务基本与销售挂钩，这是区别于金融租赁公司的一个特点，对这类融资租赁公司的风险把控上，除了要对相关企业资金流、信用能力等方面进行把控，更要对物的价值评估、风险预期、残值处置能力等方面多加关注。而事实上，我们也看到了相关部门的一些努力，比如今年9月，商务部已审议并通过《融资租赁企业监督管理办法（送审稿）》，该办法已经关注到融资租赁涉嫌变现的贷款，而且银监会《金融租赁公司管理办法》也要求出售回租必

须真正实现合格租赁标的物的买卖及租赁，以防把回租业务做成贷款，保证行业的健康发展。使得资金得到合理利用避免投机。建议相关部门建立全行业的预警机制。由于融资租赁业存在着资金杠杆与风险，有必要建立一套完整的行业评估指标与行业预警机制。合理的引导资金流向，并在关键时刻做出重要政策调整，将行业风险置于可控范围之内

第三，完善财税体系与二手市场的建设。从国外融资租赁业的发展经验来看，完备的财税体制和发达的二手市场是支撑和推动融资租赁业发展的两大动力。而就我国目前的财税制度，使得融资租赁无法实现投资税收抵免，而且“营改增”的全面推行使得融资租赁业的税负不降反升，给融资租赁业的发展带来很大困扰。此外，二手市场的不发达以及设备的专用性强、通用性差，都使得融资租赁公司无法利用国外处理余值的方法来化解信用风险。因此，完善财税体系的相关制度与加强设备二手市场的建设也是十分必要的。

最后，培养融资租赁专业人才与理论创新。回顾我国融资租赁业的发展历程，期间的确有过很多波折，除了法律、监管、政策等方面的原因之外，缺乏融资租赁的专业、理论人才也是一个重要原因。由于融资租赁是涉及金融、会计、法律、税收甚至工程机械等多方面知识的金融服务，并且存在着交易规模大、运转周期长、涉及人员多等诸多特点。因此作为融资租赁业的从业人员必须是掌握多方面知识的复合型人才，同时还具备丰富的市场经验。所以上市公司在以设立融资租赁公司的方式进入到出租人市场时，必须重视对融资租赁人才的培养，以保证对市场和风险有准确的把控。此外，在融资租赁理论研究方面必须有结合我国融资租赁市场实际的理论创新。就我国目前对融资租赁的研究来看，仍有相当数量的研究局限在国外已有的研究框架内，比如对融资租赁的节税功能、债务替代、代理成本等问题的研究。这些研究的确有其一定的理论意义。但是由于我国金融市场和租赁市场的特殊性，使得这些研究成果不足以应用到融资租赁的业务实践中去。所以，在融资租赁的理论研究方面，有必要突破现有国外的研究框架，可以更多的从交易结构、商业模式、产品设计等与融资租赁实践紧密结合的方面进行研究，并引导实践。

综上所述，通过对近年来我国上市公司涉足融资租赁业的分析，我们一方面可以看到融资租赁业的确在今年来有了长足的发展，并且极大丰富了我国的金融市场，同时也为企业融资拓宽了渠道；然而另一方面，我们也必须注意到融资租赁业繁荣发展背后的一些问题与隐患，这些问题与隐患需要从业者、监管者以及

理论研究者的共同努力才能得以解决和防范，才能最终保证融资租赁业与整个金融市场的健康发展。

# 第 6 章 主要结论、研究局限与研究前景展望

## 6.1 主要结论

本文的研究缘起于金融危机后期我国融资租赁市场中发生的一类新现象，即

上市公司开始频繁的涉足融资租赁业，而且在上市公司发现融资租赁市场可以为其自身发展带来利益时，上市公司会以承租人或出租人的不同身份进入融资租赁市场。总的来讲，当上市公司面临获取贷款难度较大时，上市公司会以承租人的身份进入融资租赁市场；而当上市公司有富裕资金时，便会以出资成立融资租赁公司的方式进入出租人市场，二者在信贷资源上形成的供求关系成为了近年来我国融资租赁交易的基础与动因，这一交易基础与动因已经背离了融资租赁最初诞生的本质特征。

具体来讲，本文得到的主要结论如下：

1.在理论层面上

（1）在承租人方面：本文首先论证了利用融租赁进行融资与债务债务融资之间的，这一关系替代关系也一直是国内外理论界持续探讨但并未达成一直结论的问题，即二者之间的关系是替代关系还是互补关系？而就本文的样本与数据来讲，在我国市场上，利用融资租赁进行融资与债务融资之间是互相替代的关系。融资租赁以其固定时间段的租金流对承租企业的现金流形成了一种契约上的束缚，这种作用侵占了负债融资的空间，因此融资租赁与债务形成了一种此消彼长的替代关系。进一步的，本文研究了目前我国融资租赁市场中在融资租赁各种交易方式中占主导地位的出售回租，与抵押贷款之间的关系。研究结果显示，二者的关键区别在于对债务期限的风险评价。虽然二者在交易设计上极为类似，并且同为利用已有设备进行融资，但上市公司在对这两种方式进行选择的时候，融资期限较长的样本公司倾向于选择利用出售回租的方式进行融资，而融资期限较短的样本公司倾向于选择抵押贷款进行融资。然而，笔者认为这一现象对于上市公司来讲是被动的，更大的程度上是由于银行方面对于专门设备资产的风险把控能力有限，因此提高了利用已有设备进行抵押贷款的难度，使得上市公司不得不采用出售回租这种方式进行融资。这也进一步证明了出售回租与抵押贷款之间的替代关系。

在承租人方面最为重要的结论应该是出售回租这种交易方式具有滥用现金流的可能性。从所得样本上来看，我国上市公司以承租人身份进入融资租赁市场是多选择出售回租的方式。当上市公司采用出售回租这一方式进行融资时，市场主要会做出负面的反应。但是，传统观念认为，出售回租是企业不得已而为之的一种融资方式，现实中也的确有企业在现金吃紧的情况下利用这一方式缓解资金压力。但是，研究发现，现金吃紧的样本公司采用出售回租的市场反应是正面的，反而一些现金相对充裕的样本公司，其采用出售回租的市场反应为负。笔者认为，

这种市场反应体现的是投资者对上市公司这种融资方式的疑虑，即样本公司并不缺乏现金却又为何利用出售回租这种缓解资金紧张的融资方式。投资者会认为这样的行为有滥用现金的可能性。因此会造成市场反应的下跌。但不能否认的是，在上市公司发现投资机会或者面临高风险投资从银行无法获得贷款的情况下，出售回租的确成为上市公司融资的新手段。相比之下，直租租赁更有控制风险的功能，不会产生滥用现金流的可能。当然，笔者也发现对于承租人选用出售回租的动因也不仅仅局限于财务需求，就笔者搜集样本有个别样本是以结束法律上的产权纠纷而进行了出售回租（见附录C）。

（2）在出租人方面：本文论证了金融危机后期，为何出现大量上市公司以出租人的身份进入我国融资租赁市场。主要原因有三个，一是金融业的整体利润高于工业制造业；二是融资租赁也的准入门槛低；最后，也是最为关键的一点，目前在我国融资租赁市场上占据主导以为的交易方式为出售回租，而这一融资方式在其交易设计与交易目的上均与抵押贷款没有太大差异，因此成为融资租赁市场中的出租人便有机会利用这一方式进行变相放贷从而获得金融业高于工业制造业的可观利润。实证结果也显示，流动比率较高的工业制造业企业在进入融资租赁市场时倾向于以出租人的身份进入，而且它和承租人在信贷资源上形成了一种供求关系。这一现象也解释了，为何我国融资租赁交易总额达到世界第二位，而融资租赁渗透率却难以跻身世界前列。由于我国融资租赁交易的主要动因已经转变为对信贷资源的供求关系，而不是设备使用价值或生产能力的供求关系，由此造成我国融资租赁市场中的承租人多采取出售回租这种方式，而出租人也并不以满足承租人对设备资产的需求为主要业务目标，而是在做类贷款的业务。这样一来造成出租人与承租人之间的交易并不涉及到新增设备的投资，因此造成了我国融资租赁渗透率在计算过程中分子变小而分母不变，因此造成了融资租赁渗透率过低。而融资租赁渗透关系到租赁行业的发展空间与发展前景，这一现象需要得到足够的重视。

2.在政策建议层面上

由于本文的研究对象是上市公司以不同交易身份涉足融资租赁业这样一种现象，因此本文在政策建议上主要分为两大方面，一方面是针对上市公司，另一方面针对我国的融资租赁业。在针对上市公司融资租赁行为本身的建议中，从上市公司作为承租人的角度讲，本文研究着重指出出售回租是具有滥用现金流可能性

的一种融资方式，无论是投资者还是相关监管部门都应注意，相比之下直租是不太可能会产生现金滥用情况的交易方式。而当上市公司，尤其是制造业等非金融背景上市公司以出租人身份涉足融资租赁业时这种行为的政策建议，本文认为上市公司以出租人的身份涉足融资租赁业是有其积极意义的，但这种积极意义是建立在这些上市公司必须认清融资租赁的本质绝不是类信贷，如果上市公司以出租人的身份进入融资租赁市场的目的是类信贷交易带来的可观利润，那么其风险是极大的。此外，在针对融资租赁行业的建议方面，本文的主要结论是相关监管部门或者行业组织需要关注到金融危机后期大量上市公司涉足融资租赁业这一现象，并且对这一现象给整个融资租赁业带来的风险有着清醒的认识，从而在对交易产品设计、交易数据统计等方面作出相应努力，严格把控行业风险。

## 6.2 研究局限性

本文的研究局限主要体现在以下几个方面：

首先，融资租赁行业管理并不完善，尤其在融资租赁交易数据这一方面无法获得整个行业内承租人与出租人每一笔融资租赁交易的具体信息，因此只能通过上市公司的公告内容来进行数据的搜集与分析。这一困难造成了样本少，所得结论也只适用于上市公司。而在本文研究的样本时间跨度内（2007—2012年），绝不仅仅只有上市公司频繁涉足融资租赁市场，笔者相信一定会有更多未上市的企业甚至政府机关、事业单位等都会有进入融资租赁行业的情况。但本文的研究结论对于这些交易主体来讲是否仍然成立是需要进一步研究的。

其次，虽然上市公司的数据可以获得，但上市公司的数据也有局限性。公告内容的有限性、；在第3章与第4章的研究中，关于直租、出售回租与投资成立融资租赁公司的研究中，大部分数据来源于上市公司的公告内容。但是部分样本公司的公告内容并不完整，仅仅简单的汇报一下该公司将要进行融资租赁交易，而且公告中关于租赁的期限、利率、设备的账面价值不予汇报。因此导致本文难于在期限、风险控制方面进行深入的研究。

第三，对出租人的研究研究结论偏重于出租人与承租人的关系，而对出租人本身行为的研究较为欠缺。造成这一结果的原因除了我国融资租赁业出租人相关财务数据难于获得之外，本文的出租人样本均以投资设立融资租赁公司的方式进入出租人市场的，并且在实证过程中利用其母公司的财务数据做为出租人本身的财务数据进行研究，因此可能导致研究结论的局限性。

最后，在研究结论与国外已有结论的对比上存在着一定程度的局限性。以上三点局限性导致了本文研究与国外融资租赁已有研究结果在某些方面较难具有可比性。虽然，同样以出售回租为研究对象，但是国外的出售回租交易中所采用的税制、折旧方法等均与我国有着很大的差别。而可以反映这些差别的数据很难获得，造成了在实证中难以利用相应的变量加以控制。因此，本文虽然遵循和利用了国外融资租赁已有的税收差别论、债务替代理论等研究框架与结论，但是由于上述原因，使得本文的结论在与国外结论进行比较的时候存在着一定的局限性的

## 6.3 研究前景展望

上市公司涉足融资租赁业只是近年来发生的一个新现象。并且这一现象较为集中发生在2007—2012年。所以本文所利用这一时间段的数据基本上能够解释上市公司成为出租人或承租人的动因以及短期内的效果。但是在上市公司进入融资租赁市场之后的变化，尤其是制造业上市公司以出租人身份进入融资租赁市场的长期效果还需要一定的时间和数据的积累才可以做更为规范和严谨的研究。

关于上市公司成立融资租赁公司后期运营模式或主要选择的交易模式也是值得继续关注和研究的，尤其是它们与影子银行之间的关系，对这一话题的研究不仅有利于规范监管，并且对融资租赁公司找准行业定位有着很大的促进作用。

另外，随着我国融资租赁业的发展，以及融资租赁相关政策的完善与出台，笔者认为以融资租赁方式进行设备投资的方式会渐渐增多。如果这种现象出现，那么本文得出的结论将会有很大的改变。因为，设备投资一定是基于设备更新与现金流风险控制的。本文中的出售回租将不再具有代表性，但同样的方法，比如事件研究、二元选择模型仍可以利用到融资租赁交易的研究，并得出新的结论。

最后，由于融资租赁是与设备专用性联系相当紧密的一种金融交易形式，并且融资租赁有设备投资定向的特点。那么在当前产能过剩的宏观经济环境下，上市公司通过融资租赁与资产专用性规避产能过剩带来的风险提高自身竞争力也是值得研究的话题。

参考文献

[1] 安灵, 刘星. 资产出售的财富效应存在吗——基于上市公司资产出售动机的经验证据. 证券市场导报, 2007(06): 第57-62页.

[2] 曹建新, 陈佳. 融资租赁规模影响因素研究——基于面板数据固定效应模型分析. 商业会计, 2012(21): 第66-68页.

[3] 曹蕾. 中国融资租赁业的发展及金融海啸背景下的发展策略研究, 2009, 复旦大学.

[4] 董群先. 美国固定资产租赁. 国际经济合作, 1987(01): 第51-53页.

[5] 付雷鸣, 万迪昉, 张雅慧. 中国上市公司公司债发行公告效应的实证研究. 金融研究, 2010(03): 第130-143页.

[6] 高汉祥, 万弢. 应对金融危机、发展财务理论、促进经济繁荣——“金融危机与公司财务”专题研讨会综述. 会计研究, 2009(06): 第88-90页.

[7] 公言磊, 赵博, 吴鸾. 基于沈阳机床售后回租案例的分析与思考. 财务与会计, 2009(21): 第17-18页.

[8] 何铁寅, 施放, 司马文龙. 论石油设备的金融租赁风险及其控制. 石油钻探技术, 2002(06): 第71-73页.

[9] 胡春静. 融资租赁影响因素的实证分析以沪市, 2009, 浙江大学.

[10] 黄玉英. 上市公司融资租赁障碍的实证分析. 经济论坛, 2007(19): 第115-118页.

[11] 焦国群, 王晓星. 发展租赁业是解决技术改造资金问题的有效途径. 经济工作通讯, 1984(13): 第24-25页.

[12] 来明敏. 我国企业融资租赁影响因素的实证研究——基于logisti分c析. 财会通讯(学术版), 2005(07): 第62-66页.

[13] 来明敏, 占俊华, 张元慧. 我国企业融资租赁现状及其影响因素分析. ft西财经大学学报, 2005(05): 第100-104页.

[14] 蓝彬珍, 陈勇. 资本蜂拥融资租赁投机者跟风存隐患, 经济观察报2012.08.27

[15] 李宇欣. 上市公司“抢攻”融资租赁, 温州商报2013.01.25

[16] 林西淮. 公司偿债能力与租赁程度之研究, 2005, 南开大学.

[17] 刘红晔, 潘端莲. 表外融资对企业财务状况的影响分析. 煤炭经济研究, 2006(5): 第70-71页.

[18] 刘京军, 秦宛顺. 上市公司陷入财务困境可能性研究. 金融研究, 2006(11): 第 44-52 页.

[19] 刘荣杰. 对解决拖欠租赁公司租金的思考. 国际金融, 1994(11): 第 53-54 页.

[20] 刘也. 谈中国融资租赁的约束及选择. 浙江金融, 2010(10): 第 42-51 页.

[21] 陆正飞. CEO 财务报告与分析. 2009, 北京: 北京大学出版社. 第 233-235 页.

[22] 路妍. 我国融资租赁业发展缓慢的成因分析. 管理世界, 2002(10): 第 141-142 页.

[23] 吕振艳, 杜国臣. 中国融资租赁行业现状与问题分析. 技术经济与管理研究, 2013(09): 第64-69页.

[24] 马鹏彬, 沈琳, 李蓓, 郑和, 王泽亚, 刘丽娜. 融资租赁信用风险管理文献综述. 中国证券期货, 2013(05): 第45页.

[25] 闵一民, 王忆华. 略论我国融资租赁业的发展. 金融教学与研究, 1986(01): 第 3-4 页.

[26] 莫天全, 白宁. 我国与西方国家租赁的比较研究. 经营与管理, 1988(08): 第 9-11 页.

[27] 聂丽洁, 赵艳芳, 高一帆. 基于现金流的财务危机预警指标体系构建研究——基于我国制造业上市公司数据. 经济问题, 2011(03): 第 108-112 页.

[28] 潘晓江. 融资租赁的性质. 财政, 1984(06): 第 16 页.

[29] 潘忠, 朱哲人. 中国租赁业发展现状及问题分析. 北京工商大学学报( 社会科学版), 2009(06): 第34-37页.

[30] 屈延凯. 谈我国融资租赁业的发展. 经济与管理研究, 1995(02): 第15-19页.

[31] 曲长缨. 融资租赁, 债务拖欠何时了 中国经济信息, 1994(09): 第11-12页.

[32] 任玉荣, 任晴. 基于问卷调查的企业融资性租赁的实证研究. ft东经济, 2009(05): 第114-120页.

[33] 史燕平. 运用售后回租方式, 促进国有外经贸企业的资产重组. 国际贸易问题, 1999(07): 第

23-26页.

[34] 史燕平. 论融资租赁及其宏观经济效应, 2002, 中国人民大学.

[35] 史燕平. 融资租赁原理与实务. 2005, 北京: 对外经济贸易大学出版社.

[36] 史燕平, 徐晓兰. 中国融资（金融）租赁行业发展报告（2013）. 2013, 北京: 中国经济出版社.

[37] 宋怡青. 中航圈地金融: 跨界背后风险控制是个难题. 财经国家周刊. 2012-09-14.

[38] 唐锋, 贺武, 魏淑娟. 中外融资租赁业发展比较及经验借鉴. 特区经济, 2006(01): 第138-139页.

[39] 陶盈舟. 上市公司频顾融资租赁. 经济导报. 2012-09-03

[40] 汪冠群, 金丹. 我国汽车业融资租赁发展策略分析. 时代经贸, 2006(S3): 第 34-35 页.

[41] 王棣华, 余秋阁. 融资租赁影响因素研究综述. 会计之友, 2013(24): 第 14-17 页.

[42] 王芳芳, 何应成. 后危机时代中国融资租赁行业发展现状. 中国集体经济, 2011(24).

[43] 王晓耕. 中国融资租赁业经济影响的实证分析及发展对策研究. 经济问题, 2010(06): 第36-40页.

[44] 王旭红. 培育房地产市场有效需求的新概念——房地产商品融资租赁经营探析. 财经理论与实践, 2001(01): 第115-118页.

[45] 王忆华. 设备租赁——一种新型的信贷、贸易方式. 金融研究, 1982(06): 第 52-55 页.

[46] 魏浩轩. 我国制造业企业采用融资租赁决策的实证分析, 2011, 复旦大学.

[47] 文斌. 上市公司租赁影响因素研究, 2011, 暨南大学.

[48] 文洋. 融资租赁的文献综述. 大众商务, 2011(11): 第 44 页.

[49] 吴芳兰, 李小兵. “售后回租”渐成上市公司融资“新宠”. 上海证券报 2009-09-03.

[50] 吴良强, 王学军, 连采男. 装备制造企业融资租赁决策影响因素的实证分析. 现代工业经济和信息化, 2013(08): 第5-7页.

[51] 徐公达, 李凌. 飞机融资租赁的经济评价研究. 商业研究, 2004(19): 第68-70页.

[52] 徐露萍. 我国制造业上市公司流动比率趋势变化原因分析. 财会月刊, 2011(14): 第24-25页.

[53] 宣强, 王毅杰. 刍议船舶融资租赁. 工程机械与维修, 2005(02): 第38-39页.

[54] 杨海田. 中国融资租赁理论误区, 中国融资租赁业年鉴（2012年卷）2012, 中国社会科学出版社. 第74-77页.

[55] 杨荣波, 杜力夫. 论国际船舶融资租赁的商业风险及利益保障. 世界海运, 2004(01): 第38-40页.

[56] 余秋阁. 我国上市公司融资租赁影响因素及效果研究, 2012, 东北财经大学.

[57] 翟淑萍, 顾群, 廖筠. 融资约束、债务融资能力与股票定价——对高融资约束公司高系统风险的进一步解释. 北京工商大学学报(社会科学版), 2013(04): 第 57-64 页.

[58] 张功富, 宋献中. 我国上市公司投资: 过度还是不足?——基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量. 会计研究, 2009(05): 第 69-77 页.

[59] 张琼. 金融租赁公司售后回租业务发展问题研究. 农村金融研究, 2013(02): 第 65-68 页.

[60] 钟光. 日本租赁业的发展现状及其启示. 企业经济, 1988(02): 第 51-52 页.

[61] 周杰. 融资租赁对医疗机构设备投入影响的实证研究. 科技和产业, 2011(09): 第 91-95 页.

[62] 邹吉波. 关于融资租赁农业机械问题的初步探讨. 现代化农业, 2006(03): 第 26-27 页.

[63] 左毓秀. 世界融资租赁业的发展及启示. 金融理论与实践, 2001(11): 第55-56页.

[64] A., S. S. and N. H. H., Capital market imperfections and the incentive to lease. Journal of Financial Economics, 1995. 39(2): p. 271-294.

[65] Adams, A. T. and R. T. Clarke, Stock market reaction to sale and leaseback announcements in the UK. Journal of Property Research, 1996. 31-46(1).

[66] Ang, J. and P. P. Peterson, The Leasing Puzzle. The Journal of Finance, 1984. 39(4): p. 1055-1065.

[67] Anonvious, Q&A: Reverse mortgages and sale-leasebacks--two ways of generating cash flow. CPA Client Bulletin, 1996. 8: p. 2-3.

[68] Ball R, B. P., An empirical evaluation of accounting income numbers. Journal of accounting research, 1968. 2(6): p. 159-178.

[69] Ball, P., Ray and P. Brown, An Empirical Examination of Accounting Income Numbers. Journal of Accounting Research, 1968. 6: p. 159-178.

[70] Bayless, M. E. and J. D. Diltz, Debt Capacity, Capital Leasing, and Alternative Debt Instruments. Akron Business and Economic Review, 1988. 19(4): p. 77.

[71] Beaver, W. H., Financial Ratios As Predictors of Failure. Journal of Accounting Research, 1966. 4: p. 71-111.

[72] Best, R. and H. Zhang, Alternative Information Sources and the Information Content of Bank Loans. The Journal of Finance, 1993. 48(4): p. 1507-1522.

[73] Datta, S., M. Iskandar-Datta and A. Patel, Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offerings. The Journal of Finance, 2000. 55(2): p. 715-743.

[74] David, R., Business -- Lease or BuyPrinciplesforSoundDecisionMakingbyJamesS. Schallheim. TheBooklist, 1994. 91(5): p. 466.

[75] Devaney, S. and C. Lizieri, Sale and leaseback, asset outsourcing and capital market impacts. Journal of Corporate Real Estate, 2004. 6(2).

[76] Ezzell, J. R. and P. P. Vora, Leasing versus purchasing: Direct evidence on a corporation's motivations for leasing and consequences of leasing. Quarterly Review of Economics and Finance, 2001. 41(1): p. 33-47.

[75] Ezzell, J. R. and P. P. Vora, Leasing versus purchasing: Direct evidence on a corporation's motivations for leasing and consequences of leasing. Quarterly Review of Economics and Finance, 2001. 41(1).

[76] Fama, E. F., et al., The Adjustment of Stock Prices to New Information. International Economic Review, 1969. 10(1): p. 1-21.

[77] Fazzari, S. M., et al., Financing Constraints and Corporate Investment. Brookings Papers on Economic Activity, 1988. 1988(1): p. 141-206.

[78] Finucane, T. J., Some Empirical Evidence on the Use of Financial Leases. Journal of Financial Research, 1998. 11(4): p. 321.

[79] Franks, J. R. and S. D. Hodges, Valuation of Financial Lease Contracts: A Note. The Journal of Finance, 1978. 33(2): p. 657-669.

[80] Graham, J. R., M. L. Lemmon and J. S. Schallheim, Debt, Leases, Taxes, and the Endogeneity of

Corporate Tax Status. The Journal of Finance, 1998. 53(1): p. 131-162.

[81] Handa, P., An economic analysis of leasebacks. Review of Quantitative Finance and Accounting, 1991. 1(2).

[82] Jensen, M. C., Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. The American Economic Review, 1986. 2(76): p. 323-329.

[83] Jr. Smith, C. W. and L. M. Wakeman, Determinants of Corporate Leasing Policy. The Journal of Finance, 1985. 40(3): p. 895-908.

[84] Krishnan, V. S. and R. C. Moyer, Bankruptcy Costs and the Financial Leasing Decision. Financial Management, 1994. 23(2): p. 31-42.

[85] Lang, L., A. Poulsen and R. Stulz, Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. Journal of Financial Economics, 1995. 37(1).

[86] Lasfer, M. A. and M. Levis, The Determinants of the Leasing Decision of Small and Large Companies. European Financial Management, 1998. 4(2): p. 159-184.

[87] Lewellen, W. G., M. S. Long and J. J. McConnell, Asset Leasing in Competitive Capital Markets. The Journal of Finance, 1976. 31(3): p. 787-798.

[88] Marston, F. and R. S. Harris, Substitutability of Leases and Debt in Corporate Capital Structures. Journal of Accounting, Auditing and Finance, 1988. 3(2): p. 147-164.

[89] McConnell, J. J. and J. S. Schallheim, Journal of Financial Economics, 1983. 12(2): p. 237-261. [90] Miller, M. H. and C. W. Upton, Leasing, Buying, and the Cost of Capital Services. The Journal of Finance, 1976. 31(3): p. 761-786.

[91] Modigliani, F. and H. M. Merton, The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply. The American Economic Review, 1959. 49(4): p. 655-669.

[92] Murphy and D. P., Converting Home Equity into Cash: A Comparative Analysis of Reverse Mortgages and Sale-Leasebacks. Taxes, 1992. 70(9): p. 622.

[93] Myers, S. C., D. A. Dill and A. J. Bautista, Valuation of Financial Lease Contracts. The Journal of Finance, 1976. 31(3): p. 799-819.

[94] R. Graham. J., Debt and the marginal tax rate. Journal of Financial Economics, 1996. 41(1): p. 41-73.

[95] Ross, S. A., R. W. Westerfield and J. F. Jaffe, Corporate Finance. 7 ed. 2008: 机械工业出版社.

[96] Rutherford, R. C., Empirical Evidence on Shareholder Value and the Sale-Leaseback of Corporate Real Estate. Real Estate Economics, 1990. 18(4).

[97] Schallheim, J., K. Wells and R. J. Whitby, Do leases expand debt capacityJournalofCorporateFinance, 2013. 23.

[98] Sharpe, S. A. and H. H. Nguyen, Capital market imperfections and the incentive to lease. Journal of Financial Economics, 1995. 39(2).

[99] Slovin, M. B., M. E. Sushka and J. A. Polonchek, Corporate Sale-and-Leasebacks and Shareholder Wealth. The Journal of Finance, 1990. 45(1): p. 289-99.

[100] Soper and D. R., The Leasing handbook. 1993: cGrawHill Book Co.

[101] Stein, J. C., Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing. Journal of Financial Economics, 1992. 32(1): p. 3-21.

[102] Stickney, C. P., R. L. Weil and M. A. Wolfson, Income Taxes and Tax-Transfer Leases: General Electric's Accounting for a Molotov Cocktail. The Accounting Review, 1983. 58(2): p. 439-459. [103] SudipDatta, M. Datta and AjayPatel, Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offerings. The Journal of Finance, 2002. 55(2).

[104] Titman, S. and R. Wessels, The Determinants of Capital Structure Choice. The Journal of Finance, 1988. 43(1): p. 1-19.

[105] Turetsky, H. F. and R. A. McEwen, An Empirical Investigation of Firm Longevity: A Model of the Ex Ante Predictors of Financial Distress. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2001. 16(4).

[106] Turetsky, H. F. and R. A. McEwen, Review of Quantitative Finance and Accounting, 2001. 16(4): p. 323-343.

[107] Weston, J. F. and R. Craig, Understanding Lease Financing. California Management Review, 1960. 2(2): p. 67-75.

[108] Wilkins, Zimmer. The Effects of Alternative Methods of Accounting for Leases–An Experimental Study. Abacus, 1983. 19(1): p. 64-75.

**附录A**：**stata**事件研究程序

Sort company\_id date

By company\_id: gen datenum=\_n

By company\_id: gen target=datenum if date==event\_date egen td=min(target), by(company\_id)

Drop target

Gen dif=datenum-td

Gen dif=date-event\_date

by company\_id: gen event\_window=1 if dif>=-2 & dif<=2 egen count\_event\_obs=count(event\_window), by(company\_id)

by company\_id: gen estimation\_window=1 if dif<-30 & dif>=-60 egen count\_est\_obs=count(estimation\_window), by(company\_id) replace event\_window=0 if event\_window=.

replace estimation\_window=0 if estimation\_window=.

tab company\_id if count\_event\_obs<5 tab company\_id if count\_est\_obs<30

drop if count\_event\_obs < 5 drop if count\_est\_obs < 30

Set more off /\* this command just keeps stata from pausing after each screen of output \*/

Gen predicted\_return=.

egen id=group(company\_id)

/\* for multiple event dates, use: egen id = group(group\_id) \*/ forvalues i=1(1)N { /\*note: replace N with the highest value of id \*/

l id company\_id if id==`i' & dif==0

reg ret market\_return if id==`i' & estimation\_window==1 predict p if id==`i'

replace predicted\_return = p if id==`i' & event\_window==1 drop p

}

Sort id date

Gen abnormal\_return=ret-predicted\_return if event\_window==1 by id: egen cumulative\_abnormal\_return = sum(abnormal\_return)

Sort id date

by id: egen ar\_sd = sd(abnormal\_return)

gen test =(1/sqrt(number of days in event window)) \* ( cumulative\_abnormal\_return /ar\_sd)

list company\_id cumulative\_abnormal\_return test if dif==0

outsheet company\_id event\_date cumulative\_abnormal\_return test using stats.csv if dif==0, comma name

附录 B：承租人样本

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 公司代码 | 公司简称 | 行业类别 A | 行业类别 B |
| 600853 | 龙建股份 | 综合 | 土木工程建筑业 |
| 601699 | 潞安环能 | 公用事业 | 煤炭采选业 |
| 600350 | ft东高速 | 公用事业 | 交通运输辅助业 |
| 000789 | 江西水泥 | 工业 | 非金属矿物制品业 |
| 0002501 | 利源铝业 | 工业 | 有色金属冶炼及压延加工业 |
| 0002193 | ft东如意 | 工业 | 纺织业 |
| 600736 | 苏州高新 | 房地产 | 房地产开发与经营业 |
| 600179 | 黑化股份 | 工业 | 石油加工及炼焦业 |
| 600666 | 西南药业 | 综合 | 医药制造业 |
| 600644 | 乐ft电力 | 工业 | 电力、蒸汽、热水的生产和供应业 |
| 600112 | 长征电气 | 工业 | 电器机械及器材制造业 |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 000939 | 凯迪电力 | 工业 | 电力、蒸汽、热水的生产和供应业 |
| 000839 | 中信国安 | 综合 | 综合类 |
| 600308 | 华泰股份 | 工业 | 造纸及纸制品业 |
| 601005 | 重庆钢铁 | 工业 | 黑色金属冶炼及压延加工业 |
| 600277 | 亿利能源 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 000807 | 云铝股份 | 工业 | 有色金属冶炼及压延加工业 |
| 600010 | 包钢股份 | 工业 | 黑色金属冶炼及压延加工业 |
| 600096 | 云天化 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 600133 | 东湖高新 | 综合 | 综合类 |
| 600812 | 华北制药 | 综合 | 医药制造业 |
| 600078 | 澄星股份 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 601636 | 旗滨集团 | 工业 | 玻璃及玻璃制品业 |
| 600569 | 安阳钢铁 | 工业 | 黑色金属冶炼及压延加工业 |
| 600416 | 湘电股份 | 工业 | 普通机械制造业 |
| 000762 | 西藏矿业 | 工业 | 黑色金属矿采选业 |
| 600319 | 亚星化学 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 600396 | 金ft股份 | 工业 | 电力、蒸汽、热水的生产和供应业 |
| 600478 | 科力远 | 工业 | 电子元器件制造业 |
| 000875 | 吉电股份 | 工业 | 电力、蒸汽、热水的生产和供应业 |
| 000584 | 友利控股 | 工业 | 合成纤维制造业 |
| 600481 | 双良节能 | 工业 | 电器机械及器材制造业 |
| 600220 | 江苏阳光 | 工业 | 纺织业 |
| 600301 | 南化股份 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 600575 | 芜湖港 | 公用事业 | 交通运输辅助业 |
| 600489 | 中金黄金 | 工业 | 有色金属矿采选业 |
| 600796 | 钱江生化 | 工业 | 生物制品业 |
| 000520 | 长航凤凰 | 公用事业 | 水上运输业 |
| 002068 | 黑猫股份 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 600460 | 士兰微 | 工业 | 电子元器件制造业 |
| 600103 | 青ft纸业 | 工业 | 造纸及纸制品业 |
| 600008 | 首创股份 | 公用事业 | 自来水的生产和供应业 |
| 600087 | \*ST 长油 | 公用事业 | 水上运输业 |
| 000836 | 鑫茂科技 | 工业 | 通信设备制造业 |
| 600115 | 东方航空 | 公用事业 | 航空运输业 |
| 600020 | 中原高速 | 公用事业 | 交通运输辅助业 |
| 000912 | 泸天化 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 600509 | 天富热电 | 工业 | 电力、蒸汽、热水的生产和供应业 |
| 600157 | 永泰能源 | 公用事业 | 煤炭采选业 |
| 600497 | 驰宏锌锗 | 工业 | 有色金属矿采选业 |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 000806 | \*ST 银河 | 工业 | 电器机械及器材制造业 |
| 600591 | \*ST 上航 | 公用事业 | 航空运输业 |
| 600550 | 天威保变 | 工业 | 电器机械及器材制造业 |
| 600256 | 广汇能源 | 房地产 | 房地产开发与经营业 |
| 600336 | 澳柯玛 | 工业 | 电器机械及器材制造业 |
| 000543 | 皖能电力 | 工业 | 电力、蒸汽、热水的生产和供应业 |
| 000837 | 秦川发展 | 工业 | 普通机械制造业 |
| 600230 | 沧州大化 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 000410 | 沈阳机床 | 工业 | 普通机械制造业 |
| 600069 | 银鸽投资 | 工业 | 造纸及纸制品业 |
| 000993 | 闽东电力 | 工业 | 电力、蒸汽、热水的生产和供应业 |
| 600108 | 亚盛集团 | 综合 | 农业 |
| 600502 | 安徽水利 | 综合 | 土木工程建筑业 |
| 000510 | 金路集团 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 600668 | 尖峰集团 | 工业 | 非金属矿物制品业 |
| 000949 | 新乡化纤 | 工业 | 化学纤维制造业 |
| 600561 | 江西长运 | 公用事业 | 公路运输业 |
| 600725 | 云维股份 | 工业 | 化学原料及化学制品制造业 |
| 600610 | S 中纺机 | 工业 | 专用设备制造业 |
| 000930 | 中粮生化 | 工业 | 食品制造业 |

附录 C：利用出售回租解决产权纠纷公告信息

【标题】西藏矿业发展股份有限公司与控股股东的关联交易公告(2548字)

【正文】

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

一、关联交易概述

（一）鉴于：1、西藏矿业发展股份有限公司ft南分公司（以下简称“ft南分公司”）目前少量办公区、职工住房所使用的位于西藏ft南地区泽当镇娘国路的13栋房屋，是在公司控股股东西藏自治区矿业发展总公司（以下简称“矿业总公司”）土地使用权对应的划拨土地范围上建设的房产（以下简称“标的房产”）。该标的房产一直处于土地使用权和房屋所有权分离状态。

2、为了明确该标的房产的法律权属关系，需要使其土地使用权和房屋所有权保持一致。公司如向矿业总公司购买标的房产对应的土地，矿业总公司需要履行

土地招、拍、挂、土地过户等系列程序，会增加其复杂性及不确定性，因此为了加快理顺标的房产的权属关系，保证公司的正常经营不受影响，公司决定采取如下售后回租方式解决标的房产的法律权属关系：

将标的房产出售给矿业总公司，使其土地使用权和房屋所有权保持一致。同时，为了保证ft南分公司的日常业务正常运行，公司将出售给矿业总公司的上述标的房产进行回租。

（二）ft南分公司是本公司的分公司，矿业总公司为公司控股股东，根据《深圳证券交易所股票上市规则》有关规定，本次交易构成关联交易。

（三）公司董事会表决情况

此事项属关联交易，在审议本议案的第五届第十四次董事会会议上关联董事曾泰先生回避表决。表决结果：8票同意，0票反对，0票弃权。

上述交易累计金额不会达到《公司章程》、《深圳证券交易所股票上市规则》规定的应提交股东大会的标准，所以不需要提交股东大会审议。

（四）本次关联交易未构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

二、关联方基本情况

矿业总公司成立于1994年3月，法人代表：曾泰，注册资本：3323万元，经营范围：销售铬矿、铜矿；代运中转厅系统的各类物资（以上项目涉及行政许可的、凭行政许可证或审查文件经营）。

2009年，矿业总公司实现营业总收入32, 318万元，利润-197万元，归属于母

公司所有者的净利润1, 748万元。截至2010年9月30日，矿业总公司总资产163, 284

万元，总负债65, 480万元，归属于母公司所有者权益39, 455万元。

矿业总公司为本公司控股股东，持有本公司17.69%股权，其与上市公司及上市公司控股子公司的关系构成《深圳证券交易所股票上市规则》10.1.3条第（一）、（三）项规定的关联法人。

三、关联交易标的基本情况

（一）标的房产于公司上市之初，由矿业总公司整体剥离给本公司，因该房产建筑用地是属于矿业总公司的划拨地，ft南分公司至今未办理该房产的房产证。目前，该房产用于ft南分公司少量的办公区和职工住房。

（二）矿业总公司委托四川华衡资产评估有限公司对标的房产进行了评估（评估基准日为2010年8月31日），出具了评估报告（川华衡评报【2010】120号）。该

评估报告已在西藏自治区国资委产权处备案，取得《国有自查评估项目备案表》。评估总面积：10, 258.65平方米，原值879.39万元，账面净值483.09万元，评估值

496.82万元，评估增值13.73万元，增值率2.84%。依据评估报告，钢混框架结构房屋经济寿命年限50年，砖混结构房屋经济寿命年限40年。该13栋房屋修建于

1988年至1996年，则：目前，标的房产的尚可使用年限为18-34年。四、交易的定价政策及定价依据

1、由于标的房产所属地没有房屋所有权与土地使用权属不一致的矿ft企业房产交易事项先例可作参考，故而以上述房产评估价值作为定价依据。

2、公司将标的房产按经备案后的评估价值496.82万元出售给矿业总公司之后并以同样的总租金价格进行回租，租赁期自双方签订相关合同之日起计算，剩余使用年限不超过20年的，租赁期限为剩余使用年限；剩余使用年限在20年以上

（含20年）的，租赁期限为20年，到期后按本次租赁协议条款续约。五、交易的主要内容

1、出售和回租标的房产价格均为：496.82万元。

2、支付方式：出售房产的价款与租金在相关合同签署后5个工作日之内均为一次性付清。

3、剩余使用年限届满后，若标的房产仍能继续使用，且ft南分公司仍有使用需要，矿业总公司无偿租赁予公司继续使用。

六、关联交易目的及对上市公司的影响

本次交易是为了规范相关资产的法律权属关系，使公司与控股股东之间资产关系明晰，保证了上市公司在资产方面独立于控股股东，同时也保证了ft南分公司的日常业务正常运行，不存在损害上市公司及全体股东利益的行为，也体现了控股股东对上市公司的支持，符合公司和全体股东的利益。

本次关联交易事项不会影响公司的正常生产经营，对公司本期和未来财务状况和经营成果无重大影响。

七、本年年初至披露日与本次交易关联方之间已发生的关联交易

1、公司2010年第一次临时股东大会通过了《关于西藏日喀则扎布耶锂业高科技有限公司实施债务重组的议案》（详见公告：2010-005）。

2、公司2010年第三临时股东大会审议通过了《关于公司本次非公开发行A股股票的议案》、《关于公司本次非公开发行A股股票预案的议案》、《关于公司与西藏自治区矿业发展总公司签订非公开发行股票附条件生效的股份认购合同的议

案》（详见公告：2010-026）。

八、独立董事事前认可及独立意见

本公司独立董事对本次关联交易事前进行了认真审核，同意将该事项提交董事会审议。

本公司独立董事发表了独立意见，认为本次关联交易符合公司实际情况，为了规范相关资产的法律权属关系，保证公司的正常经营不受影响，符合公司和全体股东的利益。关联董事采取了回避表决，是公平合理的。所涉及关联交易没有发现损害公司和股东利益的情形，决策程序符合有关法律法规的规定。

九、备查文件：

1、公司第五届第十四次董事会决议

2、公司独立董事事前认可及独立意见

3、四川华衡资产评估有限公司出具的西藏自治区发展总公司拟收购西藏矿业发展股份有限公司房产项目的评估报告（川华衡评报【2010】120号）

西藏矿业发展股份有限公司董事会

二O一O年十一月二十四日

附录 D：出租人样本

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 公司代码 | 公司简称 | 行业类别 A | 行业类别 B |
| 002434 | 万里扬 | 工业 | 交通运输设备制造业 |
| 002314 | 雅致股份 | 工业 | 金属结构制造业 |
| 002190 | 成飞集成 | 工业 | 专用设备制造业 |
| 002111 | 威海广泰 | 工业 | 专用设备制造业 |
| 000157 | 中联重科 | 工业 | 专用设备制造业 |
| 000680 | ft推股份 | 工业 | 专用设备制造业 |
| 000541 | 佛ft照明 | 工业 | 电器机械及器材制造业 |
| 000528 | 柳工 | 工业 | 专用设备制造业 |
| 002535 | 林州重机 | 工业 | 专用设备制造业 |
| 002451 | 摩恩电气 | 工业 | 电器机械及器材制造业 |
| 601991 | 大唐发电 | 工业 | 电力、蒸汽、热水的生产和供应业 |
| 601369 | 陕鼓动力 | 工业 | 电器机械及器材制造业 |
| 600982 | 宁波热电 | 工业 | 电力、蒸汽、热水的生产和供应业 |
| 600643 | 爱建股份 | 综合 | 综合类 |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 600410 | 华胜天成 | 综合 | 计算机应用服务业 |
| 600375 | 华菱星马 | 工业 | 交通运输设备制造业 |
| 600166 | 福田汽车 | 工业 | 交通运输设备制造业 |
| 600120 | 浙江东方 | 商业 | 商业经纪与代理业 |
| 300273 | 和佳股份 | 工业 | 专用设备制造业 |
| 300090 | 盛运股份 | 工业 | 普通机械制造业 |

附录 E：金融租赁公司基本情况一览表

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 公司名称 | 成立时间 | 注册地 | 实收资本（亿元） | 股权情况 | 公司类  别 | 租赁业务范围 |
| 工银金融租赁有限  公司 | 2007 年 11  月 | 天津 | 80 | 工商银行全资 | 银行  系 | 大型专业化的飞机、船舶和设备租赁公司 |
| 国银金融  租赁有限公司 | 2008 年 5  月 | 深圳 | 80 | 国开行 88.95%；海航集团 8.38%；  西安飞机工业（集团）有限公司1.63%；江苏佳源投资有限公司 | 银  行系 | 航空、船舶、商用车、基础设施、  轨道交通、能源电力、工程机械、企业设备、商业房产 |
| 昆仑金融租赁有限责任公司 | 2010 年 7  月 | 重庆 | 60 | 中石油 90%；重庆机电集团 10% | 非银行  系 | 石油装备制造、海洋运输、西部区域市场、石油产业利益相关者四个方向 |
| 民生金融租赁有限  公司 | 2008 年 4  月 | 天津 | 50.95 | 主要出资方：民生银行 51.03%；天保投资 18.75% | 银行  系 | 在以公务机租赁为特色的通用航空租赁、船舶及港口码头租赁、能源  冶金、水泥化工、节能环保、高成 |

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  |  |  |  |  | 长性中小企业 |
| 兴业金融  租赁有限公司 | 2010 年 8  月 | 天津 | 50 | 兴业银行全资 | 银  行系 | 节能减排、金融及现代服务业、交  通运输、能源电信、冶金采掘、工业装备、工程机洗 |
| 建信金融租赁股份  有限公司 | 2007 年 12  月 | 北京 | 45 | 建设银行全资 | 银行  系 | 铁路运输及轨道交通设备、电力设备、机场和港口大型设备，石化炼  制设备、制造企业生产线 |
| 招银金融租赁有限  公司 | 2008 年 3  月 | 上海 | 40 | 招商银行全资 | 银行  系 | 飞机、船舶、机车、工程机械、电力；中小企业设备融资 |
| 交银金融租赁有限责任公司 | 2007 年 12  月 | 上海 | 40 | 交通银行全资 | 银行系 | 船舶、飞机、轨道交通、公用事业城市公交、大型装备制造业（厂商租赁）专用设备租赁（施工机械、医疗器械等）、传统行业（能源化工、钢铁有色、水泥建材、电力电  网、电气、机械装备制造业等） |
| 皖江金融租赁有限公司 | 2011 年 12  月 | 安徽芜湖 | 30 | 天津渤海租赁有限公司、芜湖市建设投资有限公司和美的集团有限公司共同组建 | 非银行系 | 立足皖江，服务安徽，面向长江三角，以内河航运与工程船舶、基建设施与设备、农业机具与仓储物流工程机械与装备制造、通用航空与  公务航空等作为公司重点业务领域 |
| 浦银金融租赁股份有限公司 | 2012 年 5  月 | 上海 | 27 | 由浦发银行、中国商用飞机有限责任公司和上海国际集团有限公司共同发起设立。浦发银行出资 18 亿元人民币，持股比例 22.22%；上海国际集团有限公司出资 3 亿元人民币  持股比例 11.11%。 | 银行系 | 公司将以支持国产大飞机战略为主导，以船舶、轨道交通、工程机械工业制造设备、公共基础设施行业及中小企业等实体经济产业为服务方向 |
| 华融金融租赁股份有限公司 | 1984 年 | 浙江杭  州 | 25 | 2010 年增资后中国华融资产管理公  司 79%，此前华融占 99% | 非银行  系 | 工业生产设备荣祖租赁、公共交通融资租赁、工程机械设备融资租赁环保设施融资租赁、医疗设备融资  租赁、船舶运输设备租赁。 |
| 信达金融租赁有限公司 | 2010 年 5  月 | 兰州 | 20.01 | 中国信达资产管理股份有限公司 | 非银行  系 | 冶炼、电气、化工、石化行业为主 |
| 江苏金融租赁有限  公司 | 1985 年 6  月 | 江苏 | 20 | 南京银行股份有限公司 31.5%；江苏交通控股有限公司 26.72%；江苏扬  子大桥股份公司 19.89%；江苏广靖 | 非银  行 | 医疗行业、印刷设备、交通运输、工业技术改造、教育行业、工程机  械、制药机械 |

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  |  |  | 锡澄高速公路有限责任公司11.70%；苏州物资控股（集团）有  限责任公司 0.19% | 系 |  |
| 农银金融租赁有限  公司 | 2010 年 9  月 | 上海 | 20 | 中国农业银行全资 | 银行  系 | 现代农业、中小企业、装备制造、交通运输、公共事业、节能环保和  金融同业 |
| 长城国兴金融租赁有限公司 | 2008 年 2  月 | 新疆 | 15.19 | 长城资产管理公司全资 | 非银行  系 | 设备租赁 |
| 中国外贸金融租赁有限公司 | 1985 年 | 北京 | 15.08 | 中国五矿集团公司与中国东方资产管理公司各持 50%股权 | 非银行  系 | 电信行业、医疗行业等大型国有企业及资产优良的上市公司 |
| 河北省金融有限公司 | 1995 年 12  月 | 河北 | 15 | 河北建设投资集团有限公司持股26%，其他为民企。 | 非银行  系 | 通讯、能源、医疗、理财 |
| 北部湾金融租赁有限公司 | 2012 年 10  月 | 广西南  宁 | 10 | 广西金融投资集团、广西柳工集团共同出资组建 | 非银行  系 | 以服务中小企业为重点，依托股东资源和区域特色产业，在工程机械教育、交通、医疗、电力、通信等  各领域内积极开展业务 |
| 光大金融租赁有限公司 | 2010 年 6  月 | 湖北武  汉 | 8 | 光大银行 90%股权 | 银行系 | 以工程机械融资租赁业务为切入 点，逐步向关乎国计民生的医疗、教育、低碳环保等行业拓展。 |
| ft西金融租赁有限公司 | 1993 年 3  月 | ft西 | 5 | 1992 年由ft西省计划委员会、省工商银行和省建设银行合资组建，ft 西国际电力集团有限公司控股。 | 非银行  系 | 重点拓展包括煤炭机械、矿ft机械等设备的融资租赁，服务企业技术改造；稳步发展医疗、印刷、教育  设备等行业专业融资租赁服务 |

致 **谢**

时间过得飞快，这篇文章从立意到定题再经过开题、撰写、完稿几乎贯穿了我整个四年的博士生生活，这四年的博士生生活对我来讲是非常重要的时光。在这四年里，我遇到了诸多的良师益友，他们无论在学习上还是生活上都给了我极大的帮助，成为我前进的动力。在此我希望可以利用一点篇幅对一路上帮助鼓励我的人表示最诚挚的谢意！

感谢我的导师史燕平教授以及清华大学经管学院庞家任老师。二位老师在文章的立意、选题、研究方向、研究方法上给予了莫大的指点与帮助，使我无论是在规范研究还是实证研究方面都受益匪浅，研究能力获得极大的提高。

感谢对外经济贸易大学国际经济贸易学院江萍老师与束景虹老师，二位老师开设的关于金融论文介绍写作的专题选修课以及多次有关本文写作提出的建议也使我开阔了学术视野同样也为文章增色许多。

感谢同门刘若鸿师兄、李海凤师姐对学术研究与论文写作经验的分享；感谢王泠欢、邓柏林同学对部分数据的搜集与整理；感谢朱成科学弟对文章最终格式调整的大力帮助，感谢徐晓兰、胡永强等所有同门的支持。

感谢对外经济贸易大学2010级博士班的全体同学，能在大家互相鼓励中度过博士四年是莫大的幸福

最后，感谢我的父母与家人，他们的耐心、支持与关怀让我有条件完成多年的学业。

崔佳宁

2013年2月于对外经济贸易大学

# 个人简历在读期间发表的学术论文与研究成果

**个人简历：**

崔佳宁，男，1984年07月28日生。

2007年07月毕业于北京工商大学，获经济学学士学位。

2009年09月进入对外经济贸易大学攻读金融专业硕士研究生。

2010年09月由对外经济贸易大学硕博连读攻读金融专业博士研究生。

**已发表的学术论文与研究成果：**

[1]崔佳宁. 关于融资租赁发展方向的严肃探讨——《中国融资（金融）租赁行业发展报告（2013）》评介. 理论观察，2014年，第2期。

[2]崔佳宁. 我国上市公司涉足融资租赁业的动因、隐患与对策分析. 齐齐哈尔大学学报，2014年，第5期。

[3]崔佳宁，史燕平. 我国融资租赁交易动因新解——来自上市公司的经验证据. 技术经济，2014年，第5期。

[4]史燕平，崔佳宁，庞家任.现金投资还是现金滥用：我国上市公司出售回租的信息解读，当代财经，2014年，第6期。