

# 中小企业债务融资结构与企业成长

## ——基于中小板上市公司的实证研究

张玉明 王墨潇

(山东大学管理学院,山东 济南 250014)

**[摘要]** 基于2009-2011年467家中小板上市公司的数据,运用回归分析法,考察了企业的债务水平结构、债务期限结构、短期债务来源结构与企业成长性之间的关系,以为中小企业合理选择融资方式提供依据。研究表明,债务水平结构与企业成长性呈现正相关关系,债务期限结构、短期债务来源结构与企业成长性呈现负相关关系,由于我国存在“重股权、轻债务”的融资现象,债务融资的积极效应并未完全发挥出来。

**[关键词]** 债务水平结构;债务期限结构;短期债务来源结构;成长性

**[中图分类号]**F230 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2013)04-0046-08

### 一、引言

由于所有权与控制权分离,企业全部经营成果不能为管理者全部占有,促使管理者产生谋求私利的动机,损害了股东的利益,引发道德风险和逆向选择问题。对此,许多学者从融资结构的视角进行了研究,Modigliani和Miller(1958)<sup>[1]</sup>最早提出了著名的“MM定理”,由此拉开了现代资本结构研究的序幕。进入20世纪70年代以后,债务融资结构以及债务融资工具的选择等相关理论被提出,以Jensen和Meckling为代表的学者研究了债务融资对于企业价值、治理效应以及成长性等方面的影响。我国在这方面的研究起步较晚,且相关理论文献较少。最近几年,我国学者在西方传统理论上结合我国实际情况对上市公司债务融资结构进行了实证研究,但未达成一致结论。负债融资作为企业筹集资金的重要方式,同时也作为一项重要的公司治理工具,对于企业的发展起着重要的作用,但我国债务市场发展不够成熟,企业在进行融资时表现出明显的股权融资偏好。对于我国中小企业而言,这样的融资偏好是否影响其成长性?究竟应该选择一个什么样的

负债融资结构才能更好地实现其成长?本文将通过实证研究寻找答案。

### 二、文献综述

Modigliani和Miller(1958)<sup>[1]</sup>最早提出的“MM理论”开启了对于现代资本结构研究的序幕。随着假设条件的不断完善以及新的资本结构研究方法和视角的出现,资本结构与企业价值相关论得到广泛支持和认可。进入20世纪70年代以后,许多学者相继进行了债务融资结构与企业价值、绩效以及成长方面的研究。

#### (一)与债务水平结构有关的研究

Ross(1977)<sup>[2]</sup>认为债务水平可以充当内部人有关企业受益分布的私人信息的一个信号,并由此得出产权比率与企业价值呈现正相关关系。Jensen和Meckling(1976)<sup>[3]</sup>着眼于代理成本视角指出债务融资可以减少管理者所能控制的自由资金,提高管理者的管理组织效率,约束寻租行为,并通过破产的可能性激励管理层做出更有效的决策。他们同时指出,股东存在运用低风险债务去进行高风险投资的倾向,借此实现财富向其自身的转移,为了抑制这

**[基金项目]** 本文是国家社会科学基金重点项目“我国小微企业动态发展数据库建设研究”(项目编号:12AZD098)的阶段成果。

**[作者简介]** 张玉明(1962-),男,山东济南人,山东大学管理学院教授、博士生导师。主要研究方向:中小企业发展、财务金融。

种“资产替代”问题,理性债权人会加入各种限制性条款,而这些债权人自我保护的措施使得企业成本提高。Harris 和 Raviv(1990)<sup>[4]</sup>经过实证研究,发现企业债务比例与成长性呈现正相关关系。我国学者陈红霞和袁显平(2006)<sup>[5]</sup>、谢德仁和陈运森(2009)<sup>[6]</sup>等的研究结果显示负债融资向外部传递了正信号,进而有利于提升企业价值。潘立生和朱杰(2009)<sup>[7]</sup>使用投资机会集作为成长性的替代变量,实证结果表明成长性与企业的负债率呈现负相关关系。欧阳澍、陈晓红(2011)<sup>[8]</sup>采用 Z 值模型得出结论:当  $Z > 2.4$  时,公司的融资结构与成长性呈现正相关,适应采用债务融资;而当  $Z < 2.09$  时,公司的融资结构与成长性显著负相关,此时不适合采用债务融资。

### (二)与债务期限结构有关的研究

Myers(1977)<sup>[9]</sup>从代理成本视角出发,认为公司投资机会集中的增长期权越多,股票和债务持有者在这些期权的执行上冲突也就越多,而短期债务在经常性的减少企业现金流的同时,增加了企业经营的危机感,促使管理者更有效地使用资金,利息压力以及经营风险的存在使得企业减少资产替代以及投资不足问题的产生。随后,Barclay 和 Smith(1995)<sup>[10]</sup>、Stulz(1990)<sup>[11]</sup>等人通过实证研究均得出债务期限结构与企业价值呈现负相关的结论。Hart(1995)<sup>[12]</sup>研究发现,长期债券带给企业更加稳定的现金流,可以更有效地支持公司扩展的需要。Highfield(2008)<sup>[13]</sup>指出,成长性越高的企业并不倾向于使用短期债务,而是更多地使用长期债务。我国学者毛洪安和李晶晶(2010)<sup>[14]</sup>等研究发现,成长性越高,债务期限结构中长期债务所占比重越大。张志宏和熊年春(2007)<sup>[15]</sup>等实证检验了公司债务期限结构对公司价值、绩效或成长性的影响,得出两者呈现负相关关系的结论。

### (三)与短期债务来源结构有关的研究

关于企业成长性与短期债务来源结构相关性的研究并不丰富,研究结果大多显示企业商业信用的在短期债务融资所占的比例与企业成长性呈现正相关关系。Diamond(1983)<sup>[16]</sup>认为,金融中介(比如银行)作为存款人的受托者在收集借款人的信息和克服搭便车问题方面有较强的优势。Petersen 和

Rajan(1997)<sup>[17]</sup>分析了商业信用的需求情况,发现中小企业成长越迅速,其对商业信用的需求就越大。我国长期债务市场不够发达,目前上市公司债务融资多更是多以短期为主。王鲁平和毛伟平(2009)<sup>[18]</sup>、肖坤和秦彬(2011)<sup>[19]</sup>等通过实证研究发现企业成长性越高,其短期债务来源中商业信用融资比例越高。

可以看出,与西方相比我国学者更多是通过对比债务融资和股权融资进行对比来探讨最优的资本结构及其对企业价值等方面的影响,在债务融资结构与企业成长性方面的研究不多。此外,之前的研究大多数以 A 股上市公司为样本,忽略了对我国中小企业的研究。中小企业在我国经济发展中发挥着重要作用,有着与大型企业不同的特征。与大企业相比,中小企业信息更加不透明,业务风险更高,导致显著的债务代理成本,以及其财务方面受到诸多限制,这使得中小企业与大型企业的债务结构方面采取不同的策略。本文拟着眼于中小企业,从中国资本市场的现状出发,构建中小企业债务融资与企业成长性的关系模型,探究债务融资是否对于企业成长起到积极作用,以及怎样的债务融资结构能够更好地适应企业发展等问题,进而为中小企业选择融资方式提供参考。

## 三、理论分析与假设提出

本文分别从债务水平结构与企业成长性关系、债务期限结构与企业成长性关系、短期债务来源结构与企业成长性关系三个方面进行分析,并提出三个主要假设。

### (一)债务水平结构与企业成长性

“激励理论”和“控制权理论”较好地解释了企业债务融资的行为。Jensen 和 Meckling(1976)<sup>[3]</sup>开创了对于债务融资治理效应的研究,建立了代理成本理论模型。他们将股东分为内部股东和外部股东两大类,内部股东对公司经营决策具有控制权而外部股东具有对公司所有权,当公司剩余索取权不足 100% 时,会产生委托人与代理人之间的利益冲突和股权占有的不完全性,此时增加内部股东的股权比例可以有效地解决上述问题。负债的引入可以使得公司内部股东所持股份相对增加,缓解内部股东与外部股东的利益冲突。此外,债务融资要求公司按

时还本付息,因此可以控制管理者用于谋求私利的自由资金,减少用于在职消费的资金,对管理者的行为产生制约和监督的效应。“控制权理论”的核心是债务融资的破产机制和“相机控制”。该理论认为,通过发行债务可以寻求外部的监督和控制,与内部激励机制相结合可以更好地约束管理者,规范企业的治理,进而对企业发展产生积极作用,其主要代表有 Aghion 和 Bolton 模型、Dewatripont 和 Tirole 模型。我国中小企业有着经营成本低但内部管理体制不健全、创新力量强劲但抗风险能力较弱的特点,其可以通过发挥负债的积极治理效应来完善企业的管理体制和治理结构,还可以利用税盾效应,通过利息抵税来减少企业成本。不论从完善企业治理还是减少企业成本角度,负债的引入对于企业的成长有着正向作用。因此,提出以下研究假设:

假设一:债务水平结构与企业成长呈现正相关。

## (二)债务期限结构与企业成长性

债务按照期限结构可以分为短期债务和长期债务。无论是短期或长期债务,均对于公司治理效益、盈利性或者成长性方面发挥着影响作用。Myers (1977)<sup>[9]</sup>将公司未来的成长机会看做是选择权,而公司能够进行最优选择的可能性决定了这些选择权的价值。由于存在对于风险收益的固定索取权,使得投资项目的盈利在股东和债权人之间进行分割,在这种情况下,股东与债权人之间容易产生矛盾,表现为投资不足或投资过度。由于这两个冲突的存在,公司债务期限结构的选择会影响企业的成长机会。此外,Myers 还认为成长性较多的公司因为其更加频繁的投资决策会导致次优投资问题更容易出现,进而带来了较高的代理成本。但是,如果债务在投资期权实施之前到期,就可以很好地解决这个问题。因此,缩短债务期限可以很好地避免做出次优投资决策。Jensen (1976)<sup>[3]</sup>、Hart (1995)<sup>[12]</sup>认为,债务的引入降低了管理者所能控制的自由现金流量,减少了现金代理成本,进而保障了股东的利益,而短期债务融资可以通过清算可能性以及对于现金流量决定权的约束等方面增加管理者的经营激励。此外,Hart (1995)<sup>[12]</sup>还认为长期债务融资契约的治理效应体现为防止管理者无效率的扩张。从我国实际国情来看,我国资本市场不够发达,国家的行政干

预较大,这直接导致了负债的软约束,企业可以对于短期债务长期使用而不承担相应责任<sup>[20]</sup>,从而使得短期债务对于现金流量约束效应的理论在我国并不适用。此外,从信号模型角度,Diamond (1983)<sup>[16]</sup>建立了存在流动性风险下私有信息对公司债务结构选择影响的模型,发现短期借贷可能使得公司的流动性风险过分暴露,更易于向市场传递坏消息,这直接导致公司借贷困难,资金紧张。

在税收效应方面,Kane 和 Macust (1984)<sup>[21]</sup>着眼于影响企业最优负债结构的内生决定因素,通过建立模型指出:最优负债期限结构会随着负债低税收益降低而延长。也就是说,企业通过延长负债融资期限可以确保负债在各期的避税效应,当短期债务到期时企业需要根据企业当前的状况进行再融资,而当未来金融状况不确定且企业经营情况恶化的情况下,企业很难实现短期债务的展期,其发展就会受限,很可能遭遇清算破产的命运。从理论上分析,对于我国企业而言,长期债务可以为其提供稳定而长久的资金来源,并且可以带来节税效应,更有效地支持企业的投资行为,并降低企业的资本成本。因此,提出以下研究假设:

假设二:债务期限结构与企业成长性呈现正相关。

## (三)短期债务来源结构与企业成长性

我国长期债务市场发展不够成熟,上市公司更倾向于选择短期债务,所以有必要考察短期债务来源与企业成长性之间的关系。短期债务的来源主要是银行借款和商业信用。银行作为专业的金融机构,在大多数情况下会作为债权人参与到公司治理中,通过维护其自身利益而对公司进行干预,债务代理成本较高。我国中小企业无形资产较多,缺少可抵押的固定资产,这就导致了直接向银行借款存在一定的困难,融资难一直是困扰中小企业发展的主要问题。商业信用类似于信用贷款,在取得时无需抵押且具有程序简单、操作成本较小、资本成本较低的优势,因此在企业之间资金融通中发挥着十分重要的作用。此外,融资比较优势理论<sup>[17]</sup>指出,当交易对象之间更加了解时,信息优势使得企业可以获得更高的商业信用水平。商业信用发生在交易企业之间,双方之间的业务往来可以产生信息优势,由此

各自对于对方企业的经营状况和财务风险评价更为乐观,获得资金上的融通也就更容易。 坤和秦彬(2011)<sup>[19]</sup>通过实证研究发现,流动负债虽然可以抑制控股股东的“掏空”行为,提升公司价值,但却不能提高公司会计业绩。此外,他们还发现银行借款具有软约束,对于抑制两类股权代理成本和提高公司业绩均无效,而商业信用负债总体上能够发挥积极的治理效果,既可以很好地抑制两类股权代理成本,也可以提高公司业绩。商业信用在节省和用活企业资金、促进销售、融通资金、缓解资金压力等方面均发挥着重要的作用,适应了中小企业对于财务稳健性的要求,对于企业的发展起着正向的推动作用。因此,提出以下研究假设:

假设三:短期债务来源结构与企业成长性呈现负相关。

四、研究设计

(一)研究方法和样本选择

本文基于 2009 - 2011 年中小板上市公司的财

务数据,通过运用回归分析方法,对中小板上市公司的债务融资结构与成长性关系进行实证研究。

本文数据来源于国泰安(CSMAR)数据库、锐思(RESSET)金融研究数据库,以及根据各公司财务报表整理所得,具体筛选标准如下:

- 1. 剔除所有金融类上市公司;
- 2. 剔除 2009 - 2011 年中 ST 和 \*ST 公司;
- 3. 剔除 2009 - 2011 年财务报告审计为非标准审计意见的公司;
- 4. 剔除缺失值和数值异常的公司。

根据上述原则,经筛选最终得到 1401 个观测值,并使用 SPSS16.0 进行数据处理和统计分析。

(二)变量选取和定义

1. 被解释变量

本文在结合已有的研究成果的基础上,综合考虑影响企业成长的内部和外部因素、静态和动态因素,构建了中小企业的成长性指标体系,如表 1 所示。

表 1 中小上市公司成长性评价指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	指标描述
企业成长性	盈利能力	净资产收益率	公司税后利润与净资产的比值,用来衡量公司运用自有资本的效率
		净利润增长率	用来反映公司生产经营所带来的效益水平,具体采用近三年复合增长率
		总资产利润率	公司利润总额与总资产的比值,用以反映公司资产的盈利状况
	成长潜力	销售增长率	用来反映公司的市场占有率能力以及市场拓展能力,具体计算采用近三年的复合增长率
		总资产增长率	用来反映公司当期的发展状况,一般发展良好的公司资产是稳步增长的,具体计算采用近三年的复合增长率
		技术水平	主要用来反映公司所具备的在未来开发先进技术、新产品等的能力
		行业类型	反映公司所属行业的整体状况和发展前景
	资金运营能力	应收账款周转率	主要是反映应收账款周转速度的指标,值越大说明资金使用效率越高
		净资产周转率	用来反映公司资产的周转速度,净资产周转率越高公司,通常收益越高
		固定资产周转率	主要反映了公司固定资产使用状况,表明了公司的经营水平高低
		每股经营活动净现金流	用来反映平均每股所得的现金流量,值越大说明公司运营发展潜力越大
	生存状态	每股收益	主要用于反映公司的经营成果,衡量公司现有的获利水平及投资风险
		销售利润率	公司利润总额与销售收入的比值,用来反映公司现阶段的收益状态
		生存年限	用来衡量中小上市公司在其成长过程中所处的位置和基本状态
		成长阶段	用来反映公司处于生命周期的哪一个阶段
	企业规模	资产总额	企业拥有或控制的全部资产,具体计算采用近三年平均值
		员工总数	计算期内中小上市公司披露的员工数
		销售收入	计算期内中小上市公司实现的销售收入,具体计算采用近三年平均值
	宏观经济	区域经济发展	采用中国城市综合竞争力指数和国家区域经济发展规划相结合确定
		周期性行业	衡量一个企业是否处于周期性行业当中
		行业发展	行业板块一年指数变动结合国家七大新兴行业发展规划确定

为了保证中小上市公司成长性评价方法的合理性,对基层指标进行了无量纲处理,并根据指标重要程度的不同,运用主客观赋值相结合的方法对其进行赋值。最后,运用加权平均法计算各中小上市公

司的成长性得分作为被解释变量的值,计算结果覆盖在 0.322 - 0.552 范围内。

2. 解释变量

本文分别用产权比例、长短期债务比、短期借款

与商业信用比表示债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构。在此基础上,构建债务融资结构指标体系(见表 2),进而研究其与企业成长性之间的关系。

表 2 债务融资结构指标体系		
	细分指标	操作定义
债务融资结构	债务水平结构	负债总额/所有者权益
	债务期限结构	长期债务/短期债务
	短期债务来源结构	短期银行借款/商业信用

债务融资结构指标体系主要由产权比率、长短期债务比、短期借款与商业信用比构成。产权比率记为 ER,长短期债务比记为 DM,短期借款与商业信用比记为 DR,各项指标均用均值进行测算。

3. 控制变量

为了控制除债务融资结构意外的其他因素对于成长性的影响,本文选取了主营业务收入增长率、现金持有水平以及税收支持力度作为控制变量。

(1)主营业务收入增长率(GRSR) = (本年度主营业务收入 - 上年度主营业务收入)/上年度主营业务收入。研究表明,主营业务收入增长率与企业成长性呈现显著的正相关关系。

(2)持有现金水平(HCL) = 年末现金及现金等价物之和/(总资产 - 年末现金及现金等价物之和)。研究发现,企业的现金持有水平与企业成长性呈正相关关系。

(3)税收支持力度(TS) = 税收返还 + 所得税额 × (25% - 适用税率)/适用税率。研究结果显示,税收方面的支持会对企业价值产生正向作用,因此对于一个企业的成长也发挥着积极作用。

4. 模型构建

(1)债务水平结果与公司成长性的关系

$$G = \alpha_1 + \beta_1 ER + \beta_2 GRSR + \beta_3 HCL + \beta_4 TS + \varepsilon \tag{1}$$

(2)债务期限结构与公司成长性的关系

$$G = \alpha_2 + \beta_1 DM + \beta_2 GRSR + \beta_3 HCL + \beta_4 TS + \varepsilon \tag{2}$$

(3)债务来源结构与公司成长性的关系

$$G = \alpha_3 + \beta_1 DR + \beta_2 GRSR + \beta_3 HCL + \beta_4 TS + \varepsilon \tag{3}$$

(4)债务融资结构与企业成长性的关系

$$G = \alpha_4 + \beta_1 ER + \beta_2 DM + \beta_3 DR + \beta_4 GRSR + \beta_5 HCL + \beta_6 TS + \varepsilon \tag{4}$$

模型中, $\alpha_i(i = 1, 2, 3, 4)$ 为截距, $\beta_i(i = 1, 2, 3, 4, 5, 6)$ 为回归系数, $\varepsilon$ 为随机变量,代表影响企业成长性的其他变量。

五、实证结果及分析

1. 变量的描述性统计

如表 3 所示,样本公司的成长性得分最小值为 0.322,最大值为 0.552,标准差较小,并且平均值略低于中位数,说明样本公司的成长性得分 G 离散程度较小,中小板上市公司成长性得分较为接近。产权比例均值为  $0.884 < 1$ ,说明我国中小上市公司的债务融资比例较低,更倾向于股权融资。负债期限结构均值为 0.97,说明我国中小上市公司短期债务占据较大的比例,而长期债务比重略低。在负债期限方面,各个样本公司差距较大。负债来源结构均值为 1.21,说明短期负债来源中的短期银行借款所占的比例高于商业信用。除了成长性指标外,其他指标的偏度均大于 0,说明对于这些指标样本公司的数值低于各指标平均值的比例更大。

表 3 变量的描述性统计							
指标	成长性	产权比率	负债期限结构	负债来源结构	主营业务收入增长率	持有现金水平	税收支持力度
均值	0.447	0.884	0.970	1.210	0.250	0.291	0.014
均值标准误	0.002	0.020	0.093	0.071	0.113	0.018	7.279
中位数	0.448	0.884	0.970	1.210	0.250	0.391	0.014
标准差	0.035	0.440	2.003	1.545	0.244	0.388	0.016
方差	0.001	0.193	4.013	2.387	0.060	0.150	0.000
偏度	-0.172	1.778	5.252	4.624	6.098	3.775	2.192
偏度标准误	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113	0.113
峰度	1.039	6.502	34.029	25.121	60.769	25.320	9.677
峰度标准误	0.225	0.225	0.225	0.225	0.225	0.225	0.225
最小值	0.322	0.106	0.000	0.000	-0.191	0.015	-0.037
最大值	0.552	3.764	11.634	12.877	3.063	4.184	0.128

2. 相关性分析

表 4 是 1% 显著性水平的双侧检验 Pearson 相关系数矩阵,显示了各变量之间的相关系数。从表 4 可以看出,各变量之间的相关系数不大,可以初步判断各变量之间不存在多重共线性问题。负债期限结构与企业成长性呈现负相关关系,说明负债期限越短,企业的成长性越好。此外,负债来源结构也与

成长性呈现负相关,且相关性更强,说明商业信用较多的企业的成长性也较好。除了这两项指标外,其他的指标与成长性相关系数均大于0。其中,产权比例越高成长性得分越高,说明企业负债比例与其成长性是正相关关系,这与预期假设是一致的。此外,主营业务收入增长率、持有现金水平、税收支持力度越大,企业的成长性也越高。

表 4		相关性分析					
指标	成长性	产权比率	负债期限结构	负债来源结构	主营业务收入增长率	持有现金水平	税收支持力度
成长性	1	0.466	-0.108	-0.194	0.380	0.193	0.279
产权比率	0.466	1	-0.032	-0.067	0.311	-0.042	-0.022
负债期限结构	-0.108	-0.032	1	0.003	-0.007	-0.086	-0.048
负债来源结构	-0.194	-0.067	0.003	1	-0.068	-0.114	-0.105
主营业务收入	0.380	0.311	-0.007	-0.068	1	-0.001	0.001
持有现金水平	0.193	-0.042	-0.086	-0.114	-0.001	1	0.303
税收支持力度	0.279	-0.022	-0.048	-0.105	0.001	0.303	1

3. 回归性分析

回归模型一主要研究了债务水平结构与企业成长性之间的关系。由表 5 可以看出,模型一的  $R^2 = 0.378$ ,修正后的  $R^2 = 0.373$ ,说明模型的拟合程度较好; $F = 70.162$ ,说明因变量与自变量有显著的线性关系。此外,回归方程通过了显著性检验,说明企业的成长性与其债务水平呈现正相关关系,即负债水平越高,企业的成长性越好,这与负债激励理论、均衡理论、代理成本理论等都是是一致的,假设一得到了验证。由于我国资本市场欠发达,存在较为严重的信息不对称,债务融资比率可以向投资者传递企业内部信息。一般而言,发展前景较好、成长性较高的企业往往拥有较好的投资项目,为了筹措资金大量举债,由此造成债务水平较高。相反,成长性较差的企业因缺少较好的投资项目故不会大量举债,因此债务水平较低。较高的负债率表明管理层对于公司未来充满信心,这就向外部信息使用者传递了较为积极的信号,该信号通过作用于企业相关者而反过来对企业成长形成促进作用。此外,控制变量与因变量之间的相关关系也如预期一致,与企业成长性呈现正相关。

回归模型二主要研究了债务期限结构与企业成长性之间的关系。调整后的  $R^2 = 0.235$ ,说明债务的期限结构对于企业成长有一定的解释意义,但是

不及负债水平的解释力度强。其他各项指标均表明回归方程通过了显著性检验,且拟合程度较高,说明债务期限结构与企业成长性存在显著的相关关系。而相关系数为负,则说明债务期限越短,企业的成长性越高,该回归结果与假设二相悖。从理论上分析,由于我国资本市场欠发达,短期债务对于现金流量的约束效应以及对于管理者的激励监督效应无法充分发挥,而且短期债务给企业带来较大的流动性风险以及较高的交易谈判成本,这对于中小企业发展明显是不利的。而实证结果显示,我国中小企业债务融资结构短期化,成长性好的企业短期债务融资较多。究其主要原因,我国的市场化改革的独特背景使得我国中小企业的债务期限结构与发达国家有一定的不同之处。我国债券市场欠发达,企业债务融资以银行借贷为主,而我国信贷发展的现状使得银企之间存在严重的信息不对称,长期贷款对于企业信用要求较高,处于信息劣势地位的银行出于谨慎性以及控制风险保护自身利益的考虑,往往急于向中小企业提供期限较长的贷款。在这种情况下,有较好成长性的中小企业为了自身发展不得不缩短债务融资期限。

回归模型三显示了短期债务来源与企业成长性之间的关系,调整后的  $R^2 = 0.245$ ,说明了回归模型对于样本数据有一定的代表程度。 $F = 38.896$ ,且显著性水平均小于 0.05,说明该回归方程以及回归系数均通过了显著性检验。也就是说,因变量和自变量之间存在显著的线性关系。债务来源结构的相关系数小于 0,说明其与企业成长性是负相关关系,即商业信用水平越高,企业成长性越好。与银行相比,因为商业信用在供应商和购买者之间存在紧密的合约关系,其提供者在信息获取方面拥有更强的优势,即使在法律制度不完善的状态下,商业信用仍能对企业经营产生积极的影响<sup>[22]</sup>,其存在在一定程度上解决了中小企业融资难、贷款难的问题,进而对于企业的成长起到了积极的推动作用。

回归模型四主要从整体研究了债务融资结构与企业成长性之间的关系。从回归的效果看,调整后的  $R^2 = 0.387$ ,说明自变量对于因变量的解释能力较强。 $F = 50.077$ ,各变量的显著性水平均小于 0.05,VIF 值在 1-2 之间,远远小于 10,说明不存在

多重共线性的问题。也就是说,债务水平结构、债务期限结构以及债务来源结构之间不存相关关系。各项指标均显示因变量对于自变量的回归效果较好。

与前面的分析一致,企业的成长性与债务水平结构呈现正相关关系,与债务期限结构、债务来源结构均呈现负相关关系。

	模型一		模型二		模型三		模型四		VIF
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值	
常量	0.398	0.000	0.424	0.000	0.427	0.000	0.404	0.000	
债务水平结构	0.031	0.000					0.031	0.000	1.114
债务期限结构			-0.001	0.039			-0.001	0.049	1.009
债务来源结构					-0.003	0.001	-0.003	0.002	1.027
主营业务收入	0.036	0.000	0.054	0.000	0.052	0.000	0.035	0.000	1.110
持有现金水平	0.012	0.000	0.010	0.008	0.010	0.011	0.011	0.002	1.118
税收支持力度	0.543	0.000	0.530	0.000	0.512	0.000	0.520	0.000	1.108
R Square	0.378		0.242		0.252		0.395		
Adj R Square	0.373		0.235		0.245		0.387		
F 值	70.162		36.869		38.896		50.077		
观测值	467		467		467		467		

六、研究结论及启示

本文从中国市场的现状出发,以 2009 - 2011 年我国中小板上市公司作为样本,运用回归分析法,研究了债务融资结构与企业成长性的关系。研究发现,债务融资结构对于企业成长性方面有着重要的影响。具体而言,在债务融资水平结构、债务融资期限结构、债务融资来源结构三个解释变量中,债务水平结构对于企业成长性的解释能力最强,两者成正相关关系,这说明负债对于企业成长具有正向的促进作用。而从前面的描述性分析来看,我国的债务水平并不是很高,可见债务的激励作用在我国中小企业的作用并没有完全发挥出来。这主要是因为我国债券融资市场管制严格、准入限制多、信用评级市场不发达、资本市场存在“重股票,轻债券”的现象。此外,我国银行存在比较明显的惜贷现象,尤其是对于抵押品较少的中小企业,这就对企业的债务融资造成了很大的阻碍。在期限结构方面,与企业成长性呈现负相关关系,说明短期负债较多的企业成长性较好。之前的研究大多着眼于一般企业,得出期限结构与企业成长或业绩呈现正相关关系的结论,本文研究的对象是中小企业,中小企业与一般企业相比,资产规模、经营规模较小,企业固定资产价值较低,抗风险能力较差,而长期负债的事前事后的审查更为严格,中小企业取得长期债务融资较困难。

因此,对于有较好投资机会的中小企业来说,更倾向于选择短期债务,这也充分反映出我国信贷市场不够发达,中小企业不得不承担较大的流动性风险以及较高的融资成本来进行短期借贷。短期债务来源方面,与短期借款相比,商业信用的流动性更高,资本成本也较低,可以发挥积极的治理效应,而且在一定程度上解决了中小企业融资难、贷款难的问题,因此对于中小企业的成长是有正面的促进作用。

债务融资是企业重要的融资方式,其结构是否合理对于企业的成长有着很大的影响。本文将债务融资结构分为债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构,构建了企业的成长性体系,计算成长性得分,并将债务融资结构与企业成长性进行了相关性的研究,得出债务水平结构与企业成长性呈现正相关关系。进一步,探究债务期限结构,研究发现短期债务对于促进企业成长更为有利。最后,本文研究了短期债务来源问题,商业信用在企业资金融通中扮演者重要的角色,成为高成长企业的一个重要的债务来源。上述的结论反映出由于我国存在“重股权、轻债务”的融资现象,债务融资的积极效应并未完全发挥出来。此外,我国债券市场欠发达,负债融资以银行借贷为主,而银企之间的信息不对称对于中小企业的银行借贷造成了很大的阻碍,因而中小企业为了自身的发展需要承担较大的流动性风险

以及较高的融资成本。商业信用的存在在一定程度上缓解了中小企业流动资金周转问题,对于其发展起到积极推动作用。

本文在研究过程中也存在一定的局限,如选择的变量因素覆盖面还较窄,可能存在一些其他的影响因素。另外,选取的样本也未包含所有的上市公司。这些问题都有待进一步研究。

#### 参考文献:

[1] Modigliani, F. & Miller M. . The cost of capital corporation finance and the theory of investment [J]. American Economic Review, 1958, 48(3): 261 - 297.

[2] Stephen, A. Ross. . The determination of financial structure: the incentive - signaling approach [J]. The Bell Journal of Economics, 1977, 8(1): 23 - 40.

[3] Jensen, M. W. & Meckling, W. H. . Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305 - 360.

[4] Harris, M. & Ravi A. . Role of debt, capital structure and the informational [J]. Journal of Finance, 1990, 45(2): 321 - 349.

[5] 陈红霞, 袁显平. 股权结构与可转换债券融资关系分析[J]. 特区经济, 2006, (05): 110 - 111.

[6] 谢德仁, 陈运森. 金融生态环境、产权性质与负债的治理效应[J]. 经济研究, 2009, (05): 118 - 129.

[7] 潘立生, 朱杰. 上市公司成长性与资本结构关系的实证研究[J]. 当代经济, 2009, (11): 125 - 127.

[8] 欧阳澍, 陈晓红. 中小企业融资结构与企业成长——以我国中小上市公司为样本[J]. 系统工程, 2011, (04): 16 - 24.

[9] Myers, S. C. . Determinants of corporate borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5(2): 147 - 175.

[10] Barclay, M. J. & Smith. C. W. . The maturity structure of corporate debt[J]. Journal of Financial, 1995, 50(2): 609 - 631.

[11] Stulz, R. M. . Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(1): 3 - 27.

[12] Hart, O. . Firm, Contract, and Financial Structure. [M] Oxford University Press, 1995.

[13] Highfield, M. J. . On the maturity of incremental corporate debt issues [J]. Quarterly Journal of Finance and Accounting, 2008, 47(2): 45 - 67.

[14] 毛洪安, 李晶晶. 代理成本、股权结构与公司债务期限结构[J]. 中南财经政法大学学报, 2010, (05): 104 - 109.

[15] 张志宏, 熊年春. 我国上市公司负债融资期限结构的实证研究[J]. 中南财经政法大学学报, 2007, (02): 96 - 100.

[16] Diamond, D. W. & Philip Dybvig. P. H. . Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity [J]. Journal of Political Economy, 1983, 91(3): 401 - 419.

[17] Petersen, M. & Rajan, R. . Trade credit: theory and evidence [J]. Review of Financial Studies, 1997, 10(3): 661 - 691.

[18] 王鲁平, 毛伟平. 银行借款、商业信用与公司投资行为[J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2009, (01): 6 - 11.

[19] 肖坤, 秦彬. 我国上市公司债务结构对财务治理效率的影响[J]. 经济管理, 2011, (02): 109 - 115.

[20] 卢柯. 不同负债结构对负债治理效应的影响研究[J]. 财会月刊, 2010, (11): 95 - 96.

[21] Alex Kane, & Alan J. Marcus. How big is the tax advantage to debt? [J]. Journal of Finance, 1984, 39(3): 841 - 854.

[22] 杨勇, 黄曼丽, 宋敏. 银行贷款、商业信用融资及我国上市公司的公司治理[J]. 南开管理评论, 2009, (05): 28 - 37.

(责任编辑: 宋 敏)

