

“中小企业板”改善资本结构的理论与实证分析

杨慧辉

摘 要: 本文提出中小企业资本结构需要考虑的主要因素的影响方向,通过建立多元线性回归模型分析中小企业上市前后资本结构的影响因素的变化,得出深圳证券交易所“中小企业板”的建立,未改善中小企业的资本结构的结论。进而提出改善中小企业资本结构必须从整体上构建完善的资本市场,在加强监管的同时充分发挥信贷市场、股票市场以及其他融资渠道的作用,给中小企业真正自由选择融资渠道和方式的环境。

关键词: 中小企业; 资本结构; 改善; 影响因素; 实证分析

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2005)06-0010-07

我们通常把我国企业资本结构的研究结果与国外的研究结果之间的差异归因于我国资本市场与国外存在较大的差异以及样本之间的差异,那么,在“中小企业板”中上市的小型企业与在主板市场中上市的大企业所处的环境和自身的特点的不尽相同,是否也会导致中小企业资本结构的影响因素和大企业有所差异?本文拟通过实证分析来解答。只有找到了中小企业资本结构的影响因素和影响方向,才能正确考虑如何在这些影响因素下改善资本结构并最终达到最优资本结构。

一、样本选择及研究假设

1. 样本选择 目前,中小企业板块主要安排的是主板市场拟上市的公司中具有较好成长性和较高科技含量的中小企业。我国的中小企业板块作为深圳证券交易所主板市场的一个组成部分,在主板市场法律法规和发行上市标准的框架内,实行包括 4 个独立(运行独立、监察独立、代码独立、指数独立)的相对独立管理,逐步推进制度创新,以便为未来的创业板市场建设积累经验。本文选定的样本对象为 2004 年在“中小企业板”上市的 38 家上市公司(股票代码 002001-002038)。研究确定的前后时间点为中小企业上市的前一年(2003 年)和后一年(2004 年)。对于这全部 38 家上市公司,2003 年和 2004 年的数据全部根据这些上市公司披露的年度报告的数据分析整理得出。

2. 模型选择 根据以前的研究,影响资本结构的因素主要有偿债能力、获利能力、

非债务税盾和市场竞争等，本文依然将这些经过长期、多人检验通过的因素作为中小企业资本结构的影响因素；同时，将经营风险和企业的经营管理效率也作为影响资本结构的因素。随后，以多元线性回归分析为手段，通过对在“中小企业板”上市的公司上市前后的资本结构影响因素进行比较，分析“中小企业板”的企业的融资结构特征，考察该板块对中小企业资本结构的改善所起的作用。参照已有的比较成熟的上市公司资本结构影响因素的实证研究方法，本文建立了以下中小企业资本结构影响因素的解释模型：

$$CSi=a_0+a_1*DEBTi+a_2*GROWTHi+a_3*MCi+a_4*PRi+a_5*ORi+a_6*MUI+ a_7*TAXi+ \epsilon i^{\textcircled{1}}$$

为了确定模型的合理性，首先判断自变量之间是否存在多重共线性。图1和图2的结果表明，自变量之间的相关系数最大的为0.564，在可接受的范围内。因此，自变量之间的关系还是令人满意的，并没有共线性存在的迹象。^①模型自变量没有重复选择。

Correlations							
	CTTD	OPW	ROE	FATTA	EIR	AIR	OPCR
CTTD	1						
OPW	.564	1					
ROE	.101	.117	1				
FATTA	.001	.017	.230	1			
EIR	.010	.214	.003	.209	1		
AIR	.142	.482	.526	.379	.541	1	
OPCR	.078	.087	.117	.021	.280	.102	1

图 1 2003 年自变量相关系数矩阵

Correlations							
	CTTD	OPW	ROE	FATTA	EIR	AIR	OPCR
CTTD	1						
OPW	.363	1					
ROE	.206	.185	1				
FATTA	.295	-.051	-.069	1			
EIR	-.270	.105	-.253	-.358	1		
AIR	-.178	-.483	.561	-.304	-.039	1	
OPCR	-.088	.450	.355	-.217	.173	.199	1

图 2 2004 年自变量相关系数矩阵

3. 研究假设

(1) 中小企业的资产负债率和其成长性呈负相关关系。财务管理理论普遍认为，企业的资本结构应与自身的成长特性相关，通过债务融资方式支持“低风险低收益”的业务，通过股权融资方式支持“高风险高收益”的投资机会。中小企业多处于生命周期的成长期，这一时期的特性意味着其“高风险高收益”的投资机会，这就决定了中小企业的股权性融资偏好。Bradley 等（1984），Smith 和 Watts（1992），Barclay 和 Smith（1995），Goyal 等人（2002）的实证研究也表明企业增长机会越多，财务杠杆越低。本文选用总资产的增长率作为企业成长性的指标，因为，企业正常的发展，必然会导致资产规模的扩张，两者之间存在着密切联系。

(2) 市场竞争与中小企业的资产负债率呈负相关关系。财务危机往往对企业的生产销售及各方利益相关者产生显著的负面影响，同时给竞争者可乘之机。因此，为了改善与利益相关者之间的关系，不给竞争对手以机会，企业会尽量降低财务杠杆以避免财务危机。Kovenock 和 Phillips（1995）证实市场竞争越激烈，企业获得债务性融资的机会就会降低，相应的财务杠杆也会越低。中小企业所处的市场竞争环境往往比大企业更加激烈，企业的资本结构更会受到很大程度的影响。市场竞争用主营业务利润率代表。如果没有过硬的产品而仅靠非经常性收益保持高利润的话，企业很难在竞争中保持不败。市场竞争越激烈，如果不考虑其他因素，也会强烈反映在企业的主营业务利润率上。

(3) 偿债能力与中小企业的资产负债率呈正相关关系。偿债能力越强可能获得的债务性融资会越多。Homaifair（1994）的模型也指出，具有较大财务风险的公司倾向于较低的负债水平。Prowse（1990）、Homaifair（1994）的研究都采用经营收入的变动来表示企业可能发生财务困境的程度。但收入、利润很高却因无现金偿债而发生债务重组，甚至破产的案例比比皆是。因此，要考察企业保险的偿债能力，应着重于企业的经营活动产生的现金流量，故选择现金债务总额比作为偿债能力的替代指标。

(4) 获利能力与中小企业的资产负债率呈负相关关系。Myers 和 Majluf（1984）的优

序融资理论指出,公司利用留存收益融资的成本普遍低于外源融资,而外源融资中负债融资的成本又低于股权融资。因此获利能力强的企业倾向于多利用内源融资,降低负债率。Titman和Wessels(1988)、Friend和Lang(1988)对美国公司的公司研究都认为企业的获利能力与负债率呈负相关关系;Wald(1999)甚至得出公司获利能力是对企业资本结构最大的单一影响因素的结论。大多数中小企业虽然发展潜力大,但是目前的获利能力却不强,单纯依靠内源资本不能满足发展要求,在银行贷款资源稀缺的情况下,中小企业就倾向于权益融资。获利能力用传统的净资产收益率代表。

(5) 企业的经营管理效率与中小企业资产负债率呈正相关关系。现代企业的发展造成了所有权和经营权的分离,使得所有者和经营者之间产生了委托—代理关系,公司治理关系的好坏直接决定其经营管理效率的高低。如果企业的治理结构健全,管理者的经营绩效非常好,股东可以从企业获得大量的红利,那么,他们为了自身的利益不受侵害,也不愿意通过权益性资本筹资,而是选择内源融资或是债务融资方式。经营管理效率用股东权益增长率表示。

(6) 经营风险将与中小企业资产负债率呈负相关关系。企业经营发展的过程,实际就是企业自身盈利性与风险性的博弈过程。企业只有保持足够的净利润,才能抵御风险,保持健康态势发展,并偿还到期的本金、支付利息或者应付其他资金流出的需要。通常认为经营风险与企业的财务杠杆负相关。Prowse(1990)、Homaifair(1994)的研究也认为具有较大经营风险的公司倾向于较低的债务水平。经营风险用主营业务利润变动率表示。

(7) 非债务税盾与中小企业的资产负债率呈负相关关系。非债务税盾是指除了债务利息之外的其他费用,包括折旧费用、投资税贷项等可提供纳税抵减的项目。由于我国对投资减税没有规定,因此非债务税盾主要指企业的折旧。这一部分费用的增加并不会引起现金的实际流出,因此在一定程度内,企业获得的非债务税盾效益越大,对融资的需求就会越小,企业利用债务融资的可能性就会越小。Barton(1989)的研究证实,Prowse(1990)、沈根祥和朱平芳(1999)的研究也证实了这一观点。非债务税盾用固定资产比率代表。

二、实证结果分析

2003年资产负债率回归模型的R平方0.838(图3),即偿债能力、成长性、市场竞争、获利能力、经营风险、经营效率和非债务税盾7个模型因素在83.8%的程度上解释了样本公司的资本结构横截面变量。2004年资产负债率回归模型的R平方0.724(图4),模型的解释程度有所下降。

比较样本公司上市前后资本结构的影响因素,可以发现:

(1) 成长性、偿债能力和非债务税盾因素的回归系数上市前与假设的方向相反,但未达到显著性水平;上市后,这3个影响因素的回归系数仍然与假设方向相反,但偿债因素达到了显著性水平,并成为模型唯一的显著性因素。

(2) 上市前,样本的资产负债率与经营风险和市场竞争因素呈显著的负相关,与经营管理效率因素呈显著正相关;上市后,经营风险因素弱化为非显著负相关,市场竞争和经营管理效率因素的回归系数变为与假设相反,但未达到显著性水平。

(3) 上市前,样本的资产负债率与获利能力因素呈非显著负相关;上市后,该因素的

回归系数变为与假设相反,但未达到显著性水平。

上市前中小企业的偿债能力与企业的资本结构不呈显著正相关关系,而呈非显著的负相关关系,这可能是银行等金融机构由于中小企业信息不透明的“逆向选择”和对中小企业高风险的“惜贷”;上市后,偿债能力与资产负债率呈显著负相关,与假设严重悖离,这一方面可能是由于上市融资资金不能用于偿还债务,资金的用途必须披露并不可随意更改,企业债务的偿还只能依靠盈利或者举借新债。偿债能力差的企业更需要以借新债来偿旧债,他们会采用各种寻租的方式以获得债务资金,导致了偿债能力越差反而资产负债率越高;另一方面,我国证券市场信息失真程度严重,“中小企业板”作为证券市场的一部分,虽然信息披露透明化,但也会遭到信息失真这样惯性的看待,这就加剧了“逆向选择”。

上市前后,成长性因素都与资产负债率呈非显著的正相关,虽然不显著,但也有成长性越强的企业获得债务性资本的可能性越强的趋势,这点与通常的“企业成长性越好,越倾向于股权性融资”的一般特点不同。这可能是处于成长期的中小企业对资金需求相对迫切,而权益融资在实际操作时大多需要比负债融资更长的时间,这就造成许多中小企业不得不从其他渠道融资;而且,对投资者而言权益投资一旦投出就难以收回,只能通过转让或破产清算退出企业,所以投资者的机会成本会更高,考察的时间会更长,这就使企业短时间内难以获得足够的权益性融资。其次,中小企业的成长性强,但是高风险对应着高收益,这点会吸引民间游资以债权的形式进入企业,影响企业的资本结构。最后,由于我国上市的公司往往更看中上市的“名”,而不是“实”。上市融资说明了股票市场对中小企业的未来发展潜力的肯定,有了这个“名”,资本市场对中小企业的认同程度就提高了一个档次,原来放贷谨慎的金融机构也乐于为中小企业提供充裕的债务性融资。

上市前后,非债务税盾因素都与资产负债率呈非显著的正相关,而非显著的负相关,这可能是因为中小企业长期处于资本不饱和状态,仅仅靠非债务税盾难以满足企业的需求,还必须借助其他融资方式,而且,尽管理论上我们认为股东财富最大化是企业财务管理的目标,但在实务中,大多数企业还是以追求利润最大化作为其目标,这就会造成企业的短视行为,尽多地采用债务融资取得债务税盾以提高利润。

上市前,企业的经营风险越高,资产负债率越低,债务融资越少;上市后,经营风险弱化为非显著因素,这可解释为上市后的中小企业的资本结构受到了更多因素的影响(模型的拟合程度上市后较上市前有所下降),原来的一些影响因素的作用可能会发生变化,相比之下原有的经营风险因素虽然仍会对资本结构施加影响,但是可能会退化为次要因素,效果也会相应减弱;其次由于中国股市长期低迷,导致游资过剩,市场对新股上市反映强烈,认购踊跃,也会弱化其对资本结构的影响;再者我国股票市场的存在虽然为中小企业提供了良好的外部融资环境,但是中小企业上市后的短时期内经营风险不会像上市前那样强烈到影响企业的融资能力和资本结构,无论经营风险高低,中小企业都能获得足够的资金满足经营的需要。

上市前,企业的竞争程度越高,债务融资越少;企业的经营管理效率越高,债务融资越高,符合理论假设。上市后,这两个影响因素都成了非显著因素,而且与假设的影响方向相反。究其原因,一方面可能是上市后资本结构受到了更多因素的影响,削弱了竞争和经营管理效率的影响作用;另一方面,由于委托代理问题的存在,权益资金为了自身的利益,都会选择代理成本小,即经营管理效率高的企业作为投资对象,这就加大了经营管理

效率高的企业的权益资本，资产负债率在短期就会下降了。而对于竞争程度高的企业，由于权益资本不愿进入，这些企业就还是只能依赖债务融资以满足资金需求了。

上市前后，获利能力因素都未达到显著性水平。上市前，其趋势为获利能力越高，债务融资越少；上市后，变为获利能力越高，债务融资越多，与假设相反。这可解释为上市后信息披露的透明化使得民间债权资金了解企业的获利情况，而吸引他们进入企业。

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.838 ^a	.702	.632	7.7154538%

a. Predictors: (Constant), OPCR, FATTA, CTTD, ROE, OPM, EIR, AIR

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	205.154	7	600.736	10.092	.000 ^a
	Residual	785.847	30	59.528		
	Total	991.001	37			

a. Predictors: (Constant), OPCR, FATTA, CTTD, ROE, OPM, EIR, AIR
b. Dependent Variable: DTTA

Coefficient's

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	68.457	9.493		7.212	.000
	AIR	.289E-02	.123	.078	.753	.457
	OPM	-.442	.107	-.596	-4.126*	.000
	ROE	-.342	.381	-.130	-.899	.376
	FATTA	.956E-02	.102	.100	.878	.387
	EIR	.295	.140	.313	2.106*	.044
	CTTD	-.998	1.171	-.127	-.852	.401
	OPCR	-9.182	3.948	-.290	-2.326*	.027

a. Dependent Variable: DTTA

**Correlation is significant at the 0.01 level. *Correlation is significant at the 0.05 level.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.724 ^a	.525	.414	*****

a. Predictors: (Constant), OPCR, CTTD, AIR, EIR, FATTA, ROE, OPM

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	752.866	7	536.124	4.733	.001 ^a
	Residual	398.006	30	113.267		
	Total	150.872	37			

a. Predictors: (Constant), OPCR, CTTD, AIR, EIR, FATTA, ROE, OPM
b. Dependent Variable: DTTA

Coefficient's

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	39.673	15.567		2.549	.016
	CTTD	-5.522	2.559	-.337	-2.158*	.039
	OPM	-.275	.195	-.362	-1.410	.169
	ROE	.384	.889	.094	.432	.669
	FATTA	.246E-02	.185	.061	.393	.697
	EIR	.344E-02	.047	-.108	-.724	.475
	AIR	2.733	3.629	.203	.753	.457
	OPCR	-.182	.201	-.159	-.906	.372

a. Dependent Variable: DTTA

**Correlation is significant at the 0.01 level. *Correlation is significant at the 0.05 level.

图 3 2003 年模型回归分析结果汇总

图 4 2004 年模型回归分析结果汇总^⑨

三、结论与建议

实证研究的结果表明，在未上市融资的情况下，我国中小企业的融资状况具有以下特点：中小企业的竞争能力因素、经营管理效率因素和经营风险因素符合理论假设，对中小企业的资本结构具有显著影响；获利能力因素对中小企业的资本结构不具有显著影响；而由偿债能力、成长性和非债务税盾因素所决定与股权性融资需求的关系并没有在实际中得到体现，而是得出了相反的结论。

中小企业上市融资后，融资渠道的拓宽大大改善了中小企业的融资状况，但实证研究的结果表明，在上市融资后，中小规模企业资本结构的主要影响因素退化为一个——偿债能力，而且与假设的正相关关系背离。另外，可以看出我国股票市场的再融资功能并没有如预期那样充分发挥出应有的效率，而传统认为中小规模企业存在更强股权融资需求的观点可能并不完全尽然。

总结前面的实证研究结果，中小企业板块的设立对企业资本结构的改善并没有取得预期

的结果,这可能与研究的时间较短,市场反应迟钝、股市低迷、投机氛围严重等有重要关系。但是,更多的还是“中小企业板”并不能很好地改善中小企业的资本结构。要真正改善中小企业的资本结构,首先必须要从整体上构建完善的资本市场,在加强监管的同时充分发挥信贷市场、股票市场以及其他融资渠道的作用,给中小企业自由选择融资方式的良好环境。

1. 加强对资本市场的监管,为中小企业有效解决融资难问题创造良好的外部环境 通观全局,目前我国资本市场的突出情况是市场信息反应不到位、信息传输疏漏、信息解析失灵,结果导致大量信息特别是会计信息失真,故资本市场监管的重点应放在对信息的监管上。资本市场的信息一旦失真,会导致市场整体的恐慌。监管不严、信息失真同样也会加剧金融机构的“惜贷”心理。而广大中小企业更会成为最直接的受害者。面对严峻的市场环境,又得不到资金用于发展,这不仅阻碍了中小企业的成长,也严重损害了国民经济的健康发展。因此,我们要加强对资本市场的监管,杜绝虚假的会计信息,为广大中小企业造就一个宽松的市场环境。

2. 建立完善的信用担保体系,降低金融机构对中小企业贷款的风险 金融机构之所以对中小企业“惜贷”,主要是中小企业融资过程中缺乏必要的信用担保制度。我国应尽快完善适用于信用担保体系的法律法规,并划拨专项基金用于信用担保体系的构建,对符合我国产业政策导向、产品适销对路、有经营效益、有发展前景,尤其是那些国家大力支持的生物工程、新能源、新材料等具备高科技含量、高附加值、高成长性的朝阳行业中的中小企业,对中小企业聚集的江浙等东南沿海经济发达的省份,尽快落实该项工作。

3. 制定更为合理的上市标准和退市规则,为中小企业的上市融资提供保障 对于选择在“中小企业板块”上市的企业,公司的规模大多不够在主板上市的条件,这一板块主要是为既具有发展潜力又确实有融资需要的中小企业设立的。如果上市的条件过于严苛,就不能充分发挥“中小企业板块”的效用。但是,既然是中小企业板,就要“有上也有下”,建立合理的退市制度,对于不再符合条件的中小企业要坚决予以淘汰。只有这样才能有效地发挥“中小企业板块”的作用,为更多的中小企业创造更好的融资环境。因此,为了保障广大投资者的利益、维护“中小企业板块”的信誉,应尽快完善“中小企业板块”的上市标准和退市规则。

总之,只有资本市场不断完善,企业才会有根据自身特点自由选择融资方式的前提,企业的资本结构才可能得到改善。单纯地依靠某一种方式,不仅会提高资本的综合成本,还只是事倍功半。因此,要促进我国中小企业的发展,改善其资本结构,不能仅仅靠开辟一个“中小企业板”来改变中小企业权益资本融资范围和数量,更重要的是要建立相应的监管和保障体系,给中小企业真正自由选择融资渠道和方式的环境。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- [1] Baxter·N·D和Cragg·J·G, 1990, Corporate choice among long-term financial instruments, Review of Economics, 26: 3-27.
- [2] Goyal V K, Lehn K, Roeic S, 2002, Growth opportunities and corporation financial policies: The case of the US defense industry[J], Journal of Financial economics, 64: 35-59.
- [3] Taggart·R·A, 1977, A Model of corporate financing decisions, Journal of Finance, 32: 1467-1484.
- [4] Taub·A·J, 1975, Determinants of the firms capital structure, Review of Economics and Statistics, 57: 410-416.