

我国新兴中小企业债务融资治理效应研究

——以创业板上市公司为例

马 力^{1,2}, 陈 珊³

(1. 大连理工大学 建设管理系, 辽宁 大连 116024; 2. 山东大学 经济学院, 山东 济南 250100;
3. 济南大学 管理学院, 山东 济南 250022)

[摘 要] 融资结构与公司治理密切相关, 债务融资是企业融资结构的一个重要组成部分。为进一步验证我国新兴中小企业债务融资与公司绩效之间的关系, 以 2009 年至 2011 年在深圳证券交易所上市的 293 家创业板公司为样本, 对新兴中小企业债务融资的治理效应进行了统计分析和实证检验, 结果显示: 创业板上市公司绩效随着资产负债率的增大呈现先上升后下降的变化趋势, 并且在 50%—60% 的资产负债率水平上达到最优; 短期借款对公司绩效有着显著的负向影响, 银行借款、商业信用、长期借款对公司绩效具有较弱的正效应, 其他债务融资方式对公司绩效具有显著的正效应。

[关键词] 创业板上市公司; 债务融资; 公司绩效; 公司治理效应; 资本结构; 企业价值; 融资结构

[中图分类号] F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2013)06-0001-09

自美国经济学家莫迪格利安尼和米勒于 1958 年提出 MM 理论之后, 学术界对资本结构与企业价值的讨论就经久不衰。从广义上来讲, 公司治理旨在解决各利益相关者之间的关系, 而融资结构理论则认为各类资金来源主体都会主张自身的权益, 由此看来, 融资结构与公司治理密切相关。作为企业融资结构的一个重要组成部分, 债务融资的比率、期限、结构等特征以及变动情况对企业经营绩效、公司价值的影响已成为学术界研究的一个热点问题。

一、文献述评

从已有研究成果来看, 国内外学者对企业债务融资治理效应的研究结论主要分为三大类:

第一, 正效应。Grossman 和 Hart、Shleifer 和 Vishny 的研究都发现, 债务融资会使经营者承担巨大的破产成本, 所以债务融资治理具有正面效应^[1-2]。Diamond 研究了债务融资与公司声誉之间的关系, Harris 和 Raviv 研究了债务融资与公司兼并收购之间的关系, 他们发现债务融资治理具有不同的正面效应^[3-4]。汪辉的研究发现, 我国上市公司的负债比率与公司价值之间存在正相关关系, 债务融资具有传递积极信号、加强公司治理、增加公司市场价值的作用^[5]。唐睿明认为债务融资与公司盈利能力之间呈正相关关系, 债务融资具有财务杠杆以及降低资金成本等作用^[6]。

第二, 负效应。Myers 研究发现, 债务融资在某种程度上会增加利益冲突, 引起代理成本的增加,

[收稿日期] 2013-05-12

[基金项目] 中国博士后基金特别资助项目(2012T50566)

[作者简介] 马力(1969—), 女, 山东烟台人, 大连理工大学建设管理系教授, 博士生导师, 山东大学经济学院博士后流动站研究人员, 主要研究方向为公司治理和项目管理; 陈珊(1988—), 女, 山东莱芜人, 济南大学管理学院硕士研究生, 主要研究方向为公司治理。

进而对公司治理产生负面效应^[7]。朱乃平和孔玉生的实证研究表明,资产负债率、流动负债比率、长期负债率与公司绩效之间呈现显著的负相关关系,债务融资治理效应对公司绩效产生了显著的负面影响^[8]。

第三,其他情况。Mcconnell 和 Servaes 实证检验了不同成长性公司的债务融资治理效应,发现成长性能够显著影响公司的债务融资治理效应^[9]。杨圣娟利用 2001 年至 2004 年我国民营上市公司的年报数据进行实证研究后发现,民营上市公司的债务融资起到了一定的治理作用,但这一作用十分有限^[10]。崔晓燕和王梅以 2004 年至 2009 年间的 723 家中国制造业上市公司为样本进行研究后发现,资产负债比率、长期负债比率、短期负债比率与公司经营绩效之间均存在倒“U”形关系^[11]。

从上述研究结果来看,国内外学者对企业债务融资治理效应的认识莫衷一是。在国内的相关研究中,学者们选取的研究样本多为主板和中小板上市公司,而对新推出的创业板市场鲜有研究。为进一步分析新兴中小企业的债务融资情况,引导企业充分发挥债务融资的治理效应,提升债务融资在公司治理结构中的潜力,本文以 2009 年至 2011 年深圳证券交易所创业板上市公司为样本,研究企业债务融资与公司绩效之间的关系。我国创业板市场专为暂时无法在主板和中小板市场上市的中小企业和新兴公司提供融资途径和成长空间,在资本市场中占据着重要位置。我国创业板市场于 2009 年 10 月份正式开通,首批上市的公司为 28 家,截至 2012 年底,创业板上市公司已增加到 355 家,发展相当迅速。由于影响创业板企业融资需求与资本结构的因素极其复杂,而且我国具有特殊的体制背景、市场及历史环境,因此我国创业板企业资本结构的选择具有其独特的规律。在这种情况下,本文对我国新兴的创业板中小企业债务融资治理效应进行研究具有一定的理论意义和实践价值。

二、研究设计

(一) 理论分析与研究假设

林毅夫和李永军指出,债务融资具有财务治理效应、代理成本效应、信息传递效应、控制权转移效应及破产成本效应,公司若能充分利用债务融资的治理效应进行合理负债,构建合理的资本结构,就能提高公司效益,进而提升公司价值^[12]。Grossman 和 Hart 认为,管理者的效用依赖于其所在职位,进而依赖于企业的生存,所以管理者要在较高的私人收益与较高的因破产而丧失所有好处的风险之间进行权衡。由于企业破产的可能性与负债比例是正相关的,因此负债融资可以被视为缓和股东与管理者之间冲突的一种有效激励机制^[1]。在公司治理机制中,负债融资这种激励机制发挥着优化资本结构、缓解内部人控制、约束管理者行为并最终实现市场价值最大化的重要作用^[13]。由此可见,债务融资能够发挥各种各样的治理效应,这些治理效应有利于公司绩效的提升。但是,企业的资产负债率过高会增大其破产的风险,而且巨大的财务压力也会影响公司的正常经营,进而对公司经营绩效产生负面影响。基于上述分析,本文提出假设 1。

H_1 : 在企业经营和财务状况正常的情况下,创业板上市公司的公司绩效随着资产负债率的升高先上升后下降。

银企关系的首要目的是防范金融风险,银行在进行贷款风险评估时,对于不同的企业会采取不同的信贷风险控制政策。中小企业由于发展历史短、规模小、抗风险能力相对较差,因此发生贷款违约行为时获得政府救济的可能性较小,由此银行将承担全部的贷款损失。因而,银行对中小企业一直是“惜贷”的,尤其是国有商业银行更是倾向于贷款给国有企业或者大中型企业^[14]。相对而言,中小企业向银行贷款的门槛高、成本大,创业板上市公司虽然成长性高,但公司的信用资质较低且经营风险较大,故只有业绩优秀、发展势头确实被银行看好的公司才有可能从银行得到少量贷款。中小企业获得的贷款数额通常不会太大,因此企业不仅不会背上过重的利息支出负担,而且能够对缓解企业资金紧张起到良好的调节作用,从而有助于改善企业经营业绩。

随着《票据法》的实施以及信息技术的发展和信用制度的完善,我国的商业信用融资得到了长足

发展。作为企业短期融资的重要方式,商业信用融资是指在企业之间进行的现有资金的再分配,通常有应付账款、应付票据、预收账款等形式,这些授信形式是建立在双方彼此了解和信任的基础之上的。因此,中小企业能够得到商业信用融资往往暗示着其拥有较好的经营业绩和资信情况。对于创业板上市公司来说,企业的其他融资负债主要包括企业必须向职工支付的薪酬和向股东支付的股利等款项,其他融资负债对企业经营具有硬约束作用,与公司绩效之间存在着互相促进的关系。基于上述对创业板企业债务融资来源结构的分析,本文提出假设2。

H₂:创业板上市公司的银行债务融资、商业信用及其他融资负债与公司绩效正相关。

债务期限结构是指企业总负债中短期债务和长期债务的构成情况以及各自所占的比例,这是债务契约的重要内容,规定着债权人和债务人的权利和义务。一般来说,偿还期在一年以上的为长期债务,偿还期在一年及一年以下的为短期债务。短期债务主要有经营周转借款、临时借款、结算借款、票据贴现借款、卖方信贷、预购定金借款和专项储备借款等。短期债务融资主要通过清算企业和削减管理者手中可以自由支配的现金流来发挥公司治理效应,但短期借款会增加上市公司的信用风险和流动性风险,使企业面临较大的流动性压力。另外,由于大部分短期借款的单笔交易额度较小,相应的债权人对企业的影响也较小,而且债权人得不到企业成长带来的好处,因此即使企业将短期借款用于投资活动甚至滥用,债权人因其所处的消极、被动地位也难以干涉^[15]。企业长期债务包括从银行和其他非银行金融机构得到的信用贷款和抵押贷款等。从债权人角度来说,由于贷款数额较大且期限较长,债权人面临的风险较大,因此债权人可能会提出一些限制性的条款来约束债务人^[16]。从债务人角度来说,企业平时支付利息和本金的压力较小有利于企业合理安排资金的使用,从而提高公司绩效。基于上述对创业板企业债务融资期限结构的分析,本文提出假设3。

H₃:创业板上市公司的短期债务与公司绩效负相关,长期债务与公司绩效正相关。

(二) 变量选取与模型构建

本文选择2009年至2011年创业板上市公司的数据进行实证分析,数据来源于CCER中国经济金融数据库。同时,本文对数据缺失的公司进行了剔除,最终共得到包括在创业板上市公司在内的有效样本539家,其中2009年58家,2010年188家,2011年293家。各变量及其定义如表1所示。

1. 被解释变量

被解释变量是指衡量公司治理效应的指标。国外关于公司治理的研究大多把Tobin Q值作为衡量公司绩效和治理水平的标准。在我国,由于上市公司股权结构的分割使得非流通股大量存在,从而造成Tobin Q中的公司市场价值难以得到公允的计量,因此本文不选用Tobin Q指标。同时,因为良好的公司治理不仅强调为股东创造最大财富,还强调公司价值的最大化,所以公司治理绩效不能仅仅用股东财富指标来反映,而应该用反映整个公司资产获利能力、股东获利能力以及公司未来经营状况的指标来进行综合衡量。基于以上分析,本文选取总资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)、每股收益(EPS)三个变量作为衡量公司绩效和公司治理水平的指标。

2. 解释变量

解释变量是指衡量公司债务融资的指标。债务融资是企业融资的重要来源,其信号传递作用会提高投资者对公司的关注度。Ross研究发现,企业负债比例可以向外部投资者传递其融资项目的质量信号,投资者倾向于把较高负债水平作为企业经营业绩预期良好的信号。但是,如果企业盲目扩大债务融资,以致资不抵债面临破产的可能,债权人就会干预甚至接管企业,以期改善公司治理效率^[17]。根据最优资本结构理论,经营者应在债务融资的利益与成本之间进行权衡,当债务融资产生的利益与由此带来的成本相一致时,企业资本结构将达到最优。因此,本文以资产负债率(DAR)作为被解释变量来分析我国创业板上市公司债务融资的治理效应。同时,考虑到不同债务类型在融资治理效应方面的差异,本文采用银行借款率(BD)、商业信用率(CD)和其他负债率(ED)来反映债务来源的不同类型,用短期负债比率(SD)和长期负债比率(LD)来反映债务期限的不同类型。

3. 控制变量

本文选择以下两个

变量作为控制变量:

(1) 公司规模 Lnsiz。

由于公司规模会影响公

司治理水平,因此本文

选用公司规模作为控制

变量,以资产规模的对

数作为计量指标。(2)

行业 Indus。这是一个

虚拟变量,选取理由是

公司绩效会受到政府政

策、市场条件变化等诸

多经济因素的影响,且

这些因素多数是企业自

身无法控制的。本文参

照中国证监会在 2001

年 4 月发布的《上市公

表 1

变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	总资产收益率	ROA	净利润/资产总额
	净资产收益率	ROE	净利润/净资产
	每股收益	EPS	利润总额/总股数
解释变量	资产负债率	DAR	负债总额/资产总额
	银行借款率	BD	(短期借款+长期借款)/负债总额
	商业信用率	CD	(应付账款+应付票据+预收账款)/负债总额
	其他负债率	ED	(应付职工薪酬+应付股利)/负债总额
	短期债务率	SD	流动负债/总资产
	长期债务率	LD	长期负债/总资产
控制变量	公司规模	Lnsiz	资产规模的对数
	行业	Indus	根据 CSRC 行业分类,以综合类为参照变量,设定农、林、牧、渔业 Indus ₁ ,采掘业 Indus ₂ ,制造业 Indus ₃ ,电力、煤气及水的生产和供应业 Indus ₄ ,建筑业 Indus ₅ ,交通运输、仓储业 Indus ₆ ,信息技术业 Indus ₇ ,批发和零售贸易 Indus ₈ ,房地产业 Indus ₉ ,社会服务业 Indus ₁₀ ,传播与文化产业 Indus ₁₁ 等 11 个虚拟变量

司行业分类指引》将样本公司分为 12 类(不包括金融保险类),分别为:A 代表农、林、牧、渔业;B 代表采掘业;C 代表制造业大类;D 代表电力、煤气及水的生产和供应业;E 代表建筑业;F 代表交通运输、仓储业;G 代表信息技术业;H 代表批发和零售贸易;J 代表房地产业;K 代表社会服务业;L 代表传播与文化产业;M 代表综合类。

本文根据所选取的变量建立三个相关模型。
资产负债率与公司绩效的关系模型:

$$PE_{\mu} = \alpha + \beta_1 DAR + \beta_2 DAR^2 + \beta_3 Lnsiz + \sum_{i=1}^{11} \gamma_i Indus_i + \varepsilon$$

(1)

银行债务融资、商业信用、其他负债与公司绩效的关系模型:

$$PE_{\mu} = \alpha + \beta_1 BD + \beta_2 CD + \beta_3 ED + \beta_4 Lnsiz + \sum_{i=1}^{11} \gamma_i Indus_i + \varepsilon$$

(2)

短期债务融资、长期债务融资与公司绩效的关系模型:

$$PE_{\mu} = \alpha + \beta_1 SD + \beta_2 LD + \beta_3 Lnsiz + \sum_{i=1}^{11} \gamma_i Indus_i + \varepsilon$$

(3)

其中,PE_μ 表示公司绩效变量(包括 ROA、ROE 和 EPS),α 为常数项(截距),β₁、β₂、β₃、β₄、γ_i 均为系数,ε 表示随机误差项。

三、描述性统计和实证分析

(一) 描述性统计分析

从表 2 的描述性统计结果可以看出,2009 年至 2011 年度创业板上市公司总资产收益率、净资产收益率和每股收益的平均值分别为 0.0759、0.0979 和 0.7097,标准差分别为 0.0488、0.0745 和 0.4299,这表明各上市公司的总资产收益率、净资产收益率和每股收益之间的差异都不大。公司规模极小值为 18.68,极大值为 22.50,均值为 20.5898,这说明各上市公司的规模相差也不大。

表 3 所示结果是分别从债务规模、债务变动和债务期限结构的角度来考察的样本公司债务情况。

从表 3 可以看出,就资产负债率而言,2009 年至 2011 年创业板上市公司的债务融资水平最高为 74.69%,资产负债率最低仅为 1.26%。从图 1 的频数分布图可以看出,大部分创业板上市公司的资产负债率集中在 10%~30% 这一区间内。与我国主板市场的资产负债率相比,创业板上市公司的资产负债率已是很低,这说明我国创业板上市公司在债务融资方面存在一定的困难。我国主板市场上市公司资产负债率在 2000 年已经超过 50%,而且多年来一直居高不下^[18]。据 Wind 数据显示,在剔除银行、证券等金融类企业后,深沪上市公司的资产负债率 2011 年为 59.11%,2012 年为 59.95%^[19]。就债务类型而言,创业板上市公司主要依赖于商业信用,商业信用占 50% 以上,而银行借款只占 20% 左右,这与主板上市公司的负债主要依赖于银行借款有着很大不同。从发展趋势上看,创业板上市公司的银行借款呈现逐渐下降的趋势,而商业信用则呈现微弱的上升趋势。就债务期限结构而言,2009 年至 2011 年创业板上市公司的短期负债率虽稍有下降,但均值都达到 90% 以上,为长期负债率的 10 倍多,甚至有公司出现无长期负债的极端情况,这说明创业板上市公司偏好流动负债。

(二) 相关性分析

变量之间的 Pearson 相关系数统计结果如表 4 所示。由表 4 我们可以发现,总资产收益率与净资产收益率、每股收益之间的相关系数分别为 0.918、0.422,这说明总资产收益率和净资产收益率、每股收益之间显著相关。总资产收益率、净资产收益率与资产负债率、长期债务率、其他负债在 1% 的水平上显著正相关,相关系数分别为 0.140 和 0.454、0.221 和 0.147、0.220 和 0.116,说明资产负债率、长期债务率、其他负债对总资产收益率和净资产收益率有促进作用。每股收益与银行借款率在 1% 的水平上显著正相关,相关系数为 0.164,说明银行借款率对每股收益有促进作用。此外,解释变量和控制变量之间存在显著相关关系,但相关系数都较小,由此可判断解释变量和控制变量之间不存在严重的共线性问题。

表 2 2009—2011 年总样本各变量指标的描述性统计

指标	N	极小值	极大值	均值	标准差
ROA	519	0.00	0.47	0.0759	0.0488
ROE	519	0.00	0.55	0.0979	0.0745
EPS	519	0.00	2.78	0.7097	0.4299
DAR	519	0.01	0.75	0.1784	0.1364
BD	519	0.00	0.96	0.1456	0.2129
CD	519	0.00	1.73	0.3888	0.3055
ED	519	0.00	0.56	0.0381	0.0630
LD	519	0.00	0.26	0.0102	0.0291
SD	519	0.01	0.75	0.1613	0.1268
Lnsize	519	18.68	22.50	20.5898	0.6331

表 3 2009—2011 年样本公司资产负债率及其结构概况

年度	样本数	指标	极小值	极大值	均值	标准差
2009 年	58	DAR	0.0254	0.5498	0.1868	0.1310
	58	BD	0.000	0.6257	0.2261	0.2091
	58	CD	0.0454	0.9963	0.5251	0.2262
	58	ED	0.000	0.2873	0.0586	0.0740
	58	SD	0.4378	1.0000	0.9214	0.1200
	58	LD	0.0000	0.5622	0.0786	0.1200
2010 年	188	DAR	0.0126	0.6854	0.1761	0.1515
	188	BD	0.000	0.9285	0.1954	0.2627
	188	CD	0.0497	1.0449	0.5332	0.2662
	188	ED	0.000	0.6462	0.6302	0.0896
	188	SD	0.1659	1.0000	0.9027	0.1470
	188	LD	0.000	0.8341	0.0973	0.1470
2011 年	293	DAR	0.020	0.7469	0.1766	0.1260
	293	BD	0.000	0.9600	0.1904	0.2491
	293	CD	0.010	1.7300	0.5453	0.2612
	293	ED	0.030	0.5600	0.0547	0.0725
	293	SD	0.270	1.0000	0.9022	0.1333
	293	LD	0.000	0.6700	0.0362	0.0951

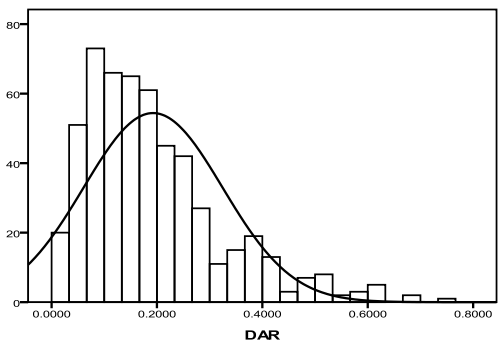


图 1 资产负债率 DAR 频数分布图

表 4 各变量间的 Pearson 相关系数

		ROA	ROE	EPS	DAR	LD	SD	BD	CD	ED	lnsize
ROA	Pearson	1									
	显著性										
ROE	Pearson	0.918 **	1								
	显著性	0.000									
EPS	Pearson	0.422 **	0.374 **	1							
	显著性	0.000	0.000								
DAR	Pearson	0.140 **	0.454 **	0.039	1						
	显著性	0.001	0.000	0.381							
LD	Pearson	0.221 **	0.147 **	0.026	0.379 **	1					
	显著性	0.002	0.001	0.552	0.000						
SD	Pearson	0.137	0.441	0.035	0.972 **	0.167 **	1				
	显著性	0.625	0.317	0.428	0.000	0.000					
BD	Pearson	-0.081	0.054	0.164 **	0.473 **	0.354 **	0.421 **	1			
	显著性	0.065	0.218	0.000	0.000	0.000	0.000				
CD	Pearson	0.056	0.052	0.093 *	0.007	-0.166 **	0.056	-0.145 **	1		
	显著性	0.202	0.236	0.034	0.866	0.000	0.202	0.001			
ED	Pearson	0.220 **	0.116 **	0.060	-0.199 **	-0.118 **	-0.181 **	-0.105 *	0.137 **	1	
	显著性	0.000	0.008	0.172	0.000	0.007	0.000	0.017	0.002		
lnsize	Pearson	-0.467 **	-0.484 **	0.092 *	-0.087 *	-0.037	-0.074	0.030	0.000	-0.091 *	1
	显著性	0.000	0.000	0.037	0.048	0.396	0.094	0.492	0.999	0.037	

注：**、* 分别表示在 0.01 和 0.05 的水平(双侧)上显著相关。

(三) 回归结果分析

表 5 列出了模型 1 的回归结果。总资产收益率、净资产收益率和每股收益的 R 值分别为 0.510、0.667、0.318,F 值分别为 13.666、31.101、14.380,这说明整个方程是显著的。D-W 值都接近 2,说明方程中各变量之间不存在自相关,所以模型 1 的回归结果是显著的。资产负债率与总资产收益率、净资产收益率、每股收益的回归系数分别为 0.820、0.815、0.843,且都在 1% 的水平上显著,说明它们之间存在显著的正相关关系。将总资产收益率、净资产收益率和每股收益的回归系数分别代入模型 1,并且对等式两边分别求导可得:当资产负债率为 50.98% 时,总资产收益率最大;当资产负债率为 61.60% 时,净资产收益率最大;当资产负债率为 57.41% 时,每股收益最大。据此可知,总资产收益率、净资产收益率、每股收益与资产负债率之间存在“倒 U 型”关系,并且在资产负债率为 50% 或 60% 左右都达到最大值,此时公司绩效最高,即债务融资治理效应是最好的,H₁ 得到验证。本文对这种结果解释为:创业板上市公司作为新兴的中小企业,其管理者的在职消费和过度投资都较少,“经理帝国”等损害外部股东利益的行为还没有形成,债务融资的激励约束效应得到了发挥,但过高的资产负债率会对公司治理产生负面影响,由此出现一个最优的债务融资比率区间。

模型 2 的回归结果如表 6 所示。银行借款率与总资产收益率、净资产收益率、每股收益的回归系数分别为 0.006、0.027、0.177,商业信用率与总资产收益率、净资产收益率、每股收益的回归系数分别为 0.003、0.014、0.029,其中银行借款率、商业信用率只与净资产收益率这个指标的回归系数在 5% 的水平上显著,而与总资产收益率、每股收益的回归系数均不显著,所以本文部分地接受假设 H₂,认为银行借款率、商业信用率对公司绩效具有较弱的正向影响。其他负债率与总资产收益率、净资产收益率、每股收益的回归系数分别为 0.157、0.213、0.817,且在 1% 水平上显著,说明其他负债对公司绩效有着显著的正向影响,H₂ 中其他融资负债与公司绩效正相关的假设得到验证。

表 5 模型 1 的回归结果

项目	ROA	ROE	EPS
常数项	0.730 *** (11.111)	1.060 *** (12.199)	1.580 ** (2.479)
DAR	0.820 *** (1.414)	0.815 *** (1.451)	0.843 *** (1.977)
DAR ²	-0.209 *** (-2.98)	-0.251 *** (-2.632)	-0.242 *** (-1.987)
Lnsiz	-0.033 *** (-10.352)	-0.049 *** (-11.716)	0.108 *** (3.535)
Indus	行业 G 在 1% 水平上显著	行业 G 在 1% 水平上显著,行业 F、L 在 10% 水平上显著	行业 A、H 在 5% 水平上显著,行业 G 在 10% 水平上显著
R	0.510	0.667	0.318
Adjust R ²	0.241	0.430	0.078
D-W	1.812	1.815 **	1.825
F	13.666 ***	31.101 ***	14.380 ***

注:括号内为 T 检验统计量,*、**、*** 分别表示 0.10、0.05、0.01 的显著性水平。

本文对银行借款率、商业信用率与公司绩效的回归分析结果解释为:目前,我国国有商业银行自身存在产权尚不清晰、经营者缺乏产权约束等问题,而且银行也没有足够动力去参与贷款企业的公司治理。与主板上市公司的大部分债务来源于银行借款不同,创业板上市公司的债务来源以商业信用为主,但提供商业信用的企业还没有对创业板上市公司形成有效的监督和制约,因而不利于其充分发挥改善公司绩效的作用,所以商业信用虽对公司绩效产生正向影响,但作用并不显著。

表 6 模型 2 的回归结果

项目	ROA	ROE	EPS
常数项	0.737 *** (11.265)	0.875 *** (8.832)	-1.805 *** (-2.827)
BD	0.006 (0.475)	0.027 ** (1.325)	0.177 (1.445)
CD	0.003 (0.261)	0.014 (0.729)	0.029 (0.253)
ED	0.157 *** (4.341)	0.213 *** (4.705)	0.817 *** (2.312)
Lnsiz	-0.033 *** (-10.567)	-0.053 *** (-11.439)	0.116 *** (3.850)
Indus	行业 F 在 5% 的水平上显著	行业 F、L 在 5% 的水平上显著,行业 G、H 在 10% 的水平上显著	行业 A、H 在 5% 的水平上显著,行业 K 在 10% 的水平上显著
R	0.534	0.555	0.350
Adjust R ²	0.265	0.308	0.098
D-W	1.855	1.826	1.852
F	14.360 ***	16.016 ***	15.010 ***

注:括号内为 T 检验统计量,*、**、*** 分别表示 0.10、0.05、0.01 的显著性水平。

模型 3 的回归结果如表 7 所示。短期债务与总资产收益率、净资产收益率、每股收益的回归系数分别为 -0.044、-0.243、-0.130,且在 1% 水平上显著,说明短期债务对公司绩效有显著的负效应,H₃ 中短期债务与公司绩效负相关这一假设得到验证。长期债务与总资产收益率、净资产收益率、每股收益的回归系数分别为 0.025、0.146、0.270,但均不显著,说明长期债务对公司绩效虽有正效应但影响较弱,由此本文部分接受 H₃ 中长期债务与公司绩效呈正相关的假设。

本文对模型 3 的回归分析结果解释为:我国创业板上市公司的短期借款所占比例很高,表现出了强烈的短期负债融资偏好,这反映了投资者的短视行为,即投资者偏向于投资那些收益低且回收期短的项目,而放弃收益高但回收期长的项目,忽视了企业的长远经济效益。由于作为短期借款来源之一的商业信用的正效应没有得到充分发挥,加之小额短期借款债权人的消极治理思想,因此短期借款对公司绩效的整体贡献为负。一般来讲,长期债务的合同中会有较多的限制性条款,尤其会对经营者的过度投资加以限制,这会对企业的经营活动起到监督和约束作用。同时,由于长期负债的比例平均值低于 10%,因此长期负债的正向效应并不明显,即不能很好地发挥债务融资的治理效应。

表 7 模型 3 的回归结果

项目	ROA	ROE	EPS
常数项	0.933 *** (9.027)	1.060 *** (12.134)	-1.621 ** (-2.552)
SD	-0.044 *** (-2.784)	-0.243 *** (-11.608)	0.130 *** (0.83)
LD	0.025 (0.381)	0.146 (1.643)	0.270 (0.419)
Lnsize	-0.033 *** (-10.429)	-0.049 *** (-11.756)	0.108 *** (3.541)
Indus	行业 G 在 1%的水平上显著, 行业 F 在 10%的水平上显著		
R	0.510	0.659	0.316
Adjust R ²	0.242	0.419	0.077
D-W	1.850	1.853	1.856
F	13.688 ***	29.758 ***	14.311 ***

注:括号内为 T 检验统计量,*、**、*** 分别表示 0.10、0.05、0.01 的显著性水平。

从表 5 至表 7 三个回归结果可以看出,这三个模型的控制变量反映了以下两个问题:(1)公司规模与总资产收益率、净资产收益率的回归系数显著为负,说明创业板上市公司规模越大,其总资产收益率、净资产收益率就越低,规模较小的企业由于具有更高的成长性而能够获得更高的净利润,从而其总资产收益率和净资产收益率从而也更高。公司规模与每股收益的回归系数显著为正,说明创业板上市公司的规模越大,其每股收益越高。(2)从行业控制变量来说,部分行业(如交通运输、仓储业、信息技术业以及批发和零售贸易业)受行业环境、政策等因素的影响较为显著。

四、结论与建议

近些年来,社会各方(包括政府在内)对中小企业融资难这一问题一直高度关注,并实施了多种解决办法,包括构建区域中小银行与担保机构、加大商业银行对中小企业融资“窗口”的指导力度、创新银行业务、放松民间融资管制等,创业板的推出更是为优秀的新创中小企业提供了融资渠道。本文通过对我国创业板上市公司债务融资的治理效应进行实证检验得出如下结论:创业板上市公司的公司绩效随着资产负债率的增大呈现先上升后下降的变化趋势,银行借款、商业信用、长期借款对公司绩效有较弱的正效应,其他债务融资对公司绩效有显著正效应,短期借款对公司绩效有显著的负效应。

实际上,影响公司经营绩效的因素是多方面的,提升公司价值的途径也是多元化的。本文从融资角度对提升公司经营绩效提出两点建议:第一,应加强商业信用企业对公司治理的参与度,并形成有效的监督和制约体系,以促进债务融资治理效应的发挥。第二,创业板上市公司应加强自身债务融资结构的调整,合理选择资本来源以及适合自身发展的资本结构,适当增加长期负债所占比例,并提高

负债资金的使用效率,以充分利用债务融资来提高企业绩效,进而提升企业价值。

参考文献:

- [1] Grossman S J, Hart O D. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration[J]. The Journal of Political Economy, 1986, 94: 691 - 719.
- [2] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance, 2012, 52: 737 - 783.
- [3] Diamond D W. Reputation acquisition in debt markets[J]. The Journal of Political Economy, 1989, 9: 828 - 862.
- [4] Harris M, Raviv A. The theory of capital structure[J]. The Journal of Finance, 2012, 46: 297 - 355.
- [5] 汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J]. 经济研究, 2003(8): 28 - 34.
- [6] 唐睿明. 优化资本结构的思考[J]. 财经问题研究, 2003(2): 89 - 91.
- [7] Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5: 147 - 175.
- [8] 朱乃平, 孔玉生. 我国高科技上市公司债务结构治理效应的实证研究[J]. 商业研究, 2006(22): 54 - 59.
- [9] McConnell J J, Servaes H. Equity ownership and the two faces of debt[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 39: 131 - 157.
- [10] 杨圣娟. 中国民营上市公司债权治理的实证研究[J]. 科技经济市场, 2006(6): 64 - 67.
- [11] 崔晓燕, 王梅. 我国制造业上市公司债务融资治理效应的实证分析[J]. 山东财政学院学报, 2012(2): 43 - 46.
- [12] 林毅夫, 李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究, 2001(5): 115 - 117.
- [13] 张文魁. 企业负债的作用和偿债保障机制研究[J]. 经济研究, 2000(7): 48 - 55.
- [14] 黎凯, 叶建芳. 财政分权下政府干预对债务融资的影响——基于转轨经济制度背景下的实证分析[J]. 管理世界, 2007(8): 23 - 34.
- [15] 田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J]. 管理世界, 2005(7): 34 - 39.
- [16] 杨鉴淞, 董叶丽. 上市公司债务融资期限结构研究[J]. 财会通讯, 2011(8): 13 - 14.
- [17] Ross A. The determination of financial structure: the incentive signaling approach[J]. The Bell Journal of Economics, 1977, 8: 23 - 40.
- [18] 倪铮, 魏山巍. 关于我国公司债务融资的实证研究[J]. 金融研究, 2006(8): 20 - 30.
- [19] 中国经济网——《证券日报》[EB/OL]. [2013 - 06 - 25]. <http://www.ccstock.cn/stock/gupiaoyaowen/2013-04-25/A1159545.html>.

[责任编辑: 王丽爱, 杨凤春]

China's Emerging SMEs' Governance Effects of Debt Financing: Take the Case of Listed Companies in China's Growth Enterprise Market

MA Li, CHEN Shan

Abstract: The financing structure is closely related with company governance. Debt financing is the important part of an enterprise financing structure. In order to test the relationship between debt financing and corporate performance of China's emerging SMEs, this article samples 293 listed companies in GEM (Growth Enterprise Market) of Shenzhen Stock Exchange from 2009 to 2011, using SPSS 17.0 to analyze their annual report data from 2009 to 2011. The results show that corporate performance will increase or decrease along with the improvement of debt asset ratio, and achieve optimized performance at about 50% ~ 60% of debt asset ratio; short-term borrowings have significant negative effects on corporate performance while bank debt, commercial credit and long-term borrowings have indistinctive positive effects on corporate performance and the other debt financing ways have a positive effect on corporate performance.

Key Words: listed companies in Growth Enterprise Market; debt financing; corporate performance; corporate governance effect; capital structure; enterprise value; financing structure