



# 博士学位论文

中小企业成长性的债务融资因素研究

熊李力

二〇一三年九月十三日

## 摘 要

20 世纪 90 年代以来,以“10+6”合作、“10+3”合作、中日韩三边合作等机制为基本框架的东亚区域合作取得了很大进展,对于促进东亚的和平与繁荣产生了巨大的积极影响。中日两国分别是世界第二和第三大经济体,都是东亚区域合作的重要参与方。然而,受近年来中日两国政治关系严重恶化的影响,东亚区域合作的经济一体化进程基本陷入停滞。就当前的东亚国际政治格局中,无论是“10+6”合作,还是“10+3”合作,或者中日韩三边合作,如果继续以中日两国政府为主要推动者,发展前景都比较渺茫。在政府层面的合作进展缓慢的情况下,市场层面的合作对于推进东亚区域合作尤显重要。

在市场层面的合作中,由于企业是主要的市场行为体,因此,在当前中日两国官方外交关系持续紧张的情况下,企业作为主要行为体推动东亚区域合作的角色将相对突出。然而,至少就中国而言,大型企业受政府宏观外交政策和官方外交关系的影响较大。换言之,大型企业参与东亚区域合作较多地受制于中日政治关系,中小企业作为民间外交平台的作用凸显。因此,本文将研究重点转向受市场影响相对更多的中小企业,探索以中小企业作为推动东亚区域合作的有效平台的可行性。

当前,企业参与国际经济合作主要涉及两大领域:贸易和投资。在投资领域,企业参与国际经济合作的方式可分为两类:进行海外投资和吸收海外投资。现阶段,中国的中小企业在投资领域参与国际经济合作主要体现为吸收海外投资,即国际融资。本文即试图通过研究中小企业的债务融资问题为研究中小企业的国际融资问题奠定基础。

然而,在投资领域,至少就中国而言,由于初期规模小、经营风险高等原因,中小企业在融资方面难以获得足够的支持。本文所关注的即中小企业吸收投资的风险问题,例如,融资困难的中小企业是否都适合债务融资?债务融资能否推动中小企业可持续成长?还是将中小企业推入高成长突然减速乃至破产的“成长陷阱”?对于高死亡率的中小企业,不成长即意味着衰亡,债务融资与成长性之间是否存在着某种联系?能否通过调整债务融资避免中小企业陷入低速增长?

要回答以上问题,就必须在考虑债务融资风险的基础上,分析中小企业债务融资与成长性的关系,选择出合理有效的融资结构。本文立足现代融资结构理论、Penrose 企业成长理论和经典的多元 Z 值判定模型,借鉴国内外有关中小企业债务融资与成长性关系的实证研究,假设债务融资会对中小企业成长性产生影响。首先,采用统计学中的主成分分析法对 140 家中小企业板上市公司的 2008-2010 年的成长性进行评价分析。然后,剔除极值情况,考虑到企业财务融资风险,按照融资风险大小采用多元 Z 值判定模型对样本企业测算 Z 值,按照 Z 值分类后,建立计量模型进行回归考察中小上市企业融资结构与成长性关系。

本文通过描述性统计和回归分析，得出结论：当  $Z < 2.09$  时，债务融资风险大，资产负债率、长期负债率均与成长性得分显著负相关，但流动负债率不具显著性影响，长期负债比流动负债更阻碍中小企业成长。在这种情况下，债务融资会致使高成长性企业陷入“成长陷阱”即无法保持高成长性，甚至存在破产风险，应适当减少债务融资，避免影响企业成长性。而股利分配率反而与成长性正相关，采用股权融资并支付股利，比较有利于促进中小企业成长。当  $Z > 2.49$  时，债务融资风险小，资产负债率、长期负债率均与成长性得分显著正相关，但流动负债率仍不具显著性影响，长期负债比流动负债更能促进中小企业成长。此时，高成长性中小企业容易保持可持续增长。

在此基础上，本文提出有利于实现中小企业持续成长、避免陷入“成长陷阱”的债务融资政策建议。从融资供给方出发，大力扶持债务融资风险较小的中小企业；从融资方式上，加强融资租赁等创新的手段扶持债务融资风险较大的中小企业；从中小企业自身来说，加强内部控制，动态调整融资结构，全面、多角度地促进中小企业成长。理论方面，本文创造性采用了  $Z$  值判定模型根据债务融资风险将中小企业分类分析，补充了国内外该研究领域，对完善和发展中小企业成长理论及融资结构理论起到添砖加瓦的作用；实践方面，对优化中小企业债务融资提出了一些建议。

**关键词：**中小企业；成长性；融资结构；债务融资

# 目 录

<b>导 论</b> .....	<b>1</b>
一、研究的背景及意义.....	1
二、一般概念的界定.....	3
(一)“中小企业”概念的界定.....	3
(二)“成长陷阱”概念的界定.....	4
(三)“成长性”概念的界定.....	5
(四)“债务融资风险”概念的界定.....	5
(五)“融资结构”的界定.....	6
三、研究的现状.....	6
(一)关于中小企业成长性的研究.....	6
(二)关于中小企业融资结构与成长性的研究.....	9
(三)关于解决中小企业融资需求的研究.....	13
四、研究的内容与方法.....	16
五、研究的不足与展望.....	18
(一)研究的创新之处.....	18
(二)研究的不足之处.....	19
<b>第一章 中小企业债务融资与成长性分析的理论基础</b> .....	<b>20</b>
第一节 中小企业债务融资理论.....	20
一、融资结构理论.....	20
二、债务融资需求理论.....	29
三、中小企业融资理论.....	32
第二节 中小企业成长理论.....	37
一、经济学领域企业成长理论.....	38
二、管理学领域企业成长理论.....	40
<b>第二章 中小企业成长性的判定</b> .....	<b>43</b>
第一节 中小企业成长性评价指标体系的建立.....	43
一、指标体系的设置原则.....	43
二、成长性评价现有研究分析.....	43
三、评价方法的选择与设计.....	46
第二节 中小企业成长性评价方法的选择.....	48
一、样本的选择.....	48
二、成长性实证方法的选择.....	48
第三节 中小企业成长性的综合评价.....	50

### **第三章 中小企业债务融资与成长性的实证分析.....55**

第一节 中小企业债务融资与成长性实证分析的研究设计.....	55
一、度量融资风险方法的选择.....	55
二、债务融资相关变量的选择.....	56
三、融资风险样本的选取和数据来源.....	59
第二节 中小板上市企业债务融资与成长性关系实证研究.....	59
一、变量的描述统计.....	59
二、相关性分析.....	66
三、成长性与融资结构实证分析.....	67
第三节 考虑融资风险的债务融资与成长性关系实证研究.....	68
一、融资风险度量的方法.....	68
二、多元 Z 值判断模型介绍.....	70
三、实证分析.....	72
第四节 中小板上市企业债务融资与“成长陷阱”的关系.....	74
一、考虑债务融资风险的中小企业“成长陷阱”模型.....	74
二、债务融资风险与“成长陷阱”的关系.....	76

### **结 论.....77**

一、主要研究结论.....	77
二、结论的政策内涵.....	77

### **参考文献.....85**

### **后 记.....93**

## 导 论

### 一、研究的背景及意义

本文作者于 2007 年 7 月在中国人民大学国际关系学院获得博士学位，随后开始任教于对外经济贸易大学国际关系学院。对外经济贸易大学是以研究国际经济问题见长的教育部直属重点大学，鉴于该校的学科优势和办学特色，结合自身在国际关系领域的既有研究基础，本文作者逐渐将研究领域转向国际政治经济学，并且将东亚区域合作作为重点研究方向。

20 世纪 90 年代以来，以“10+6”合作、“10+3”合作、中日韩三边合作等机制为基本框架的东亚区域合作取得了很大进展，对于促进东亚的和平与繁荣产生了巨大的积极影响。中日两国分别是世界第二和第三大经济体，都是东亚区域合作的重要参与方。然而，受近年来中日两国政治关系严重恶化的影响，东亚区域合作的经济一体化进程基本陷入停滞。就当前的东亚国际政治格局中，无论是“10+6”合作，还是“10+3”合作，或者中日韩三边合作，如果继续以中日两国政府为主要推动者，发展前景都比较渺茫。在政府层面的合作进展缓慢的情况下，市场层面的合作对于推进东亚区域合作尤显重要。

在市场层面的合作中，由于企业是主要的市场行为体，因此，在当前中日两国官方外交关系持续紧张的情况下，企业作为主要行为体推动东亚区域合作的角色将相对突出。然而，至少就中国而言，大型企业受政府宏观外交政策和官方外交关系的影响较大。换言之，大型企业参与东亚区域合作较多地受制于中日政治关系，中小企业作为民间外交平台的作用凸显。因此，本文将研究重点转向受市场影响相对更多的中小企业，探索以中小企业作为推动东亚区域合作的有效平台的可行性。

中小企业在经济发展中起到越来越重要的作用，德国学者将中小企业视为“隐形冠军”<sup>①</sup>，日本素有“中小企业王国”之称<sup>②</sup>，美国政府更把中小企业称

---

① 德国管理学大师赫尔曼·西蒙最先在其著作《隐形冠军》中将中小企业比作隐形冠军。“隐形”指这些企业几乎不为外界所关注；而“冠军”则是指这些企业几乎完全主宰着各自所在的市场领域，占有很高的市场份额，有独特的竞争策略，高度专业化。

② 王丽珠：《我国中小企业信用担保体系的国际借鉴——以日本为例》，《国际金融研究》2009 年第 7 期，第 88 页。

作“美国经济的脊梁”<sup>①</sup>，因而中小企业的成长性越来越被国际社会所关注。据 APEC 中小企业部长会议统计，中小企业户数占各成员经济体企业总数的 97%-99.7%。其中，中国拥有超过 4000 万家中小企业，占中国企业总数的 90% 以上<sup>②</sup>。同时，在经济总量方面，中小企业也已占据国民经济的“半壁江山”，创造了占国内生产总值比重逾 50% 的最终产品和服务的价值，中小企业提供 80% 以上的城镇就业岗位，成为农村富余劳动力、国有企业下岗职工再就业和高校毕业生就业的主渠道<sup>③</sup>。因而中小企业的成长在调整经济结构、发展经济等方面发挥着越来越重要的作用。

当前，企业参与国际经济合作主要涉及两大领域：贸易和投资。在投资领域，企业参与国际经济合作的方式可分为两类：进行海外投资和吸收海外投资。现阶段，中国的中小企业在投资领域参与国际经济合作主要体现为吸收海外投资，即国际融资。本文即试图通过研究中小企业的债务融资问题为中小企业的国际融资问题研究奠定基础。然而，在投资领域，由于历史性和制度性的原因，至少就中国而言，由于初期规模小、经营风险高等原因，中小企业在融资方面难以获得足够的支持。与大型企业相比，中国中小企业的发展一直处于“强位弱势”的尴尬境地，尤其在融资方面处于比较明显的劣势地位。2011 年以来，受流动性紧张和通货膨胀压力等经济形势的影响，金融机构普遍“收贷、缩贷、惜贷”，中小企业融资成为难中之难。本文所关注的即中小企业吸收投资的风险问题。

尽管多方面的原因造成了中国中小企业的融资困难，但融资困难实质上是经营困难的一种表现，而成长性无疑是经营绩效的最佳表现之一。融资困难的中小企业是否都适合债务融资？债务融资本身带来的风险，是否会抵消它的效用？中南大学中小企业发展研究中心对中国中小上市公司的成长状况进行了研究，每年对中小企业的成长性进行排名，评选出高成长性企业。让人疑惑的是，通过连续多年的数据对比，可以发现：一部分高成长企业排名比较稳定，保持高增长，另一部分企业的成长性排名大大下降，低速增长甚至停止增长，更有甚至会快速消亡。由此提出了一系列问题，例如，高成长性是否意味着好企业？中小企业的发展模式是否持续？高速成长是否会突然失速？债务融资是否是造

---

① 王春法：《掌管着 2/3 人的饭碗——中小企业成为美国经济的脊梁》，《中国商界》1999 年第 4 期。

② 艾缙：《中小企业话题大热 亚太经合组织关注》，《江南时报》2008 年 7 月 25 日，第 16 版。

③ 工业和信息化部：《“十二五”中小企业成长规划》，2011 年 9 月 23 日。

成中小企业“成长陷阱”的原因？如何才能突破成长陷阱，避免陷入低速增长的循环，保持高增长？

本文针对上述问题进行相应探索，拟对近年来中国中小企业成长性和企业债务融资内在依存关系进行分析。研究主要集中在中小企业的外源债务融资，尤其是通过以银行为主的金融中介的间接融资，探讨如何有效地提供债务融资支持。面对数量众多的中小企业，上市公司具有典型的代表性，同时信息披露公开，便于收集所需数据，因此本文选择中国中小企业板上市公司作为研究对象。

## 二、一般概念的界定

### （一）“中小企业”概念的界定

表1 中国国家统计局统计上大中小型企业划分标准

行业名称	指标名称	计算单位	大型	中型	小型
工业企业	从业人员数	人	2000及以上	300-2000以下	300以下
	销售额	万元	30000及以上	3000-30000以下	3000以下
	资产总额	万元	40000及以上	4000-40000以下	4000以下
建筑业企业	从业人员数	人	3000及以上	600-3000以下	600以下
	销售额	万元	30000及以上	3000-30000以下	3000以下
	资产总额	万元	40000及以上	4000-40000以下	4000以下
批发业企业	从业人员数	人	200及以上	100-200以下	100以下
	销售额	万元	30000及以上	3000-30000以下	3000以下
零售业企业	从业人员数	人	500及以上	100-500以下	100以下
	销售额	万元	15000及以上	1000-15000以下	1000以下
交通运输业企业	从业人员数	人	3000及以上	500-3000以下	500以下
	销售额	万元	30000及以上	3000-30000以下	3000以下
邮政业企业	从业人员数	人	1000及以上	400-1000以下	400以下
	销售额	万元	30000及以上	3000-30000以下	3000以下
住宿和餐饮业企业	从业人员数	人	800及以上	400-800以下	400以下
	销售额	万元	15000及以上	3000-15000以下	3000以下



资料来源：中国国家统计局信息网，2003年5月22日，国家统计局设管司发布。

说明：1.表中的“工业企业”包括采矿业、制造业、电力、燃气及水的生产和供应业三个行业的企业。

2.工业企业的销售额以现行统计制度中的年产品销售收入代替；建筑业企业的销售额以现行统计制度中的年工程结算收入代替；批发和零售业的销售额以现行报表制度中的年销售额代替；交通运输和邮政业、住宿和餐饮业企业的销售额以现行统计制度中的年营业收入代替；资产总额以现行统计制度中的资产合计代替。

3.大型和中型企业须同时满足所列各项条件的下限指标，否则下划一档。

中小企业主要以企业规模的绝对量和功能性为划分点，各国的划分标准区别很大。就中国而言，不同历史时期和发展阶段对中小企业的划分标准也不尽相同。目前沿用的标准为2003年国家经济贸易委员会、国家发展计划委员会、财政部和国家统计局联合颁发了《中小企业标准暂行规定》（中国经贸中小企业[2003]143号），以从业人员数、销售额和资产总额指标为划分依据。该标准（表1）适用于统计工业（采矿业，制造业，电力、燃气及水的生产和供应业）、建筑业、交通运输、仓储和邮政业、批发和零售业、住宿和餐饮业的企业划分规模。

本文采用该标准对中小企业板上市公司进一步筛选。选择中国中小企业板上市公司作为研究对象，主要是因为上市公司具有典型的代表性，其公司治理问题也最为突出；同时上市公司信息披露公开，便于收集所需数据。

## （二）“成长陷阱”概念的界定

对于“成长陷阱”（Growth Trap）的概念，目前学界没有形成统一的认定。该概念主要在证券市场中运用，形容高估值的成长股的收益率远远低于低估值的价值股的现象。本文特指高成长性的公司，短时间内突然成长减速，甚至破产的现象。产生的原因主要是企业快速扩张时，固定资产、人员、存货、广告等多方面需要大量现金投入，通过债务融资等方式借入大量资金，导致现金流往往为负。增长的越快，现金流的“窟窿”就越大，极端情况下导致资金链断裂，引发成长性破产（Growing Broke），例如拿地过多的地产商和开店过快的直营连锁（特别是未上市的企业）。

### （三）“成长性”概念的界定

企业的成长性概述为实现可持续发展的能力，可以预测企业未来经营状况。具体表现为企业所处行业具有发展性，规模逐渐扩大、主营产品销售增长、经营效益提高。上市公司成长性描述上市公司一定时期内业绩的发展、变化的一种状态，具备持续性、动态性、扩张性、效益性。

目前，国内外学者对企业成长性的看法各执一说，主要是成长与增长、成长与绩优之间的争议。

首先，成长性应该接近于发展的涵义。增长侧重某一指标与对比期有所增加，常用增长率来表示增长的百分比。而成长侧重多个指标的提高，是一个综合特征：发展趋势向好、经营管理趋善、规模扩大、业绩上升。因而，成长性的度量必须考量多方面的综合因素。

其次，成长与绩优两个概念也有很大的区别。绩优侧重指一个公司能给投资者带来的理想的汇报，而成长性侧重于一个公司本身各项指标的综合成长。一个绩优的公司可能处于成长期，也可能处于成熟期或衰退期。

### （四）“债务融资风险”概念的界定

企业债务融资风险包括财务风险和再融资风险。其中，财务风险是指企业因通过债务债权的关系借入资金而给财务成果带来的不确定性；再融资风险是过度负债降低了企业的再筹资能力。本文研究的债务融资风险集中在财务风险方面，因为再融资风险具有不可度量性。企业为了取得更多的经济效益而进行债务筹资，必然会增加按期还本付息的筹资负担，由于企业资金利润率和借款利息率都具有不确定性（可能提高或降低），从而会使企业资金利润率可能高于或低于借款利息率。这样就会导致一定的风险。

企业进行负债经营必须保证投资收益高于资金成本，否则，将收不抵支或发生亏损，偿债能力下降。在负债数额不变的情况下，亏损越多，以企业资产偿还债务的能力就越低，财务风险也就越大。过度的高额负债，使筹资风险增大，不仅需要支付巨额的利息，而且降低了企业的安全性和竞争能力，危及企业的生存与发展，最终将因无力偿还债务而破产倒闭。终极的财务风险表现为企业破产清理后的剩余财产不足以支付债务。本文主要使用 Z 计分模型来衡量债务融资风险。

### （五）“融资结构”概念的界定

现代财务理论中的“融资结构”是指企业各项资金的来源、组合和相互关系。企业采取不同的融资方式，就会形成不同的融资结构。资本结构为融资结构的一部分，主要决定了企业长期筹资方式，即股权资本与债券资本的比例及相互关系，反映企业资本的变化。资本结构广义界定又称为财务结构，狭义界定为通常所说的长期资本结构。资本结构与融资结构作为财务金融两个不同的范畴。

本文主要研究外源债务融资，因而根据会计核算的分类，故将债务融资分为即长期负债、流动负债两部分。按照 Fama 和 French (2002) 的方法选取中小企  
业板上市公司账面融资结构为研究对象，其定义方法为融资结构=账面负债/(账面负债+账面股东权益)。其中账面负债定义为企业的有息债务，即短期借款、一年内到期的长期负债和长期负债三者之和。

## 三、研究的现状

### （一）关于中小企业成长性的研究

目前对于企业成长性的研究较多，但具体针对中小企业成长性的研究比较有限。对于中小企业成长性的研究，主要存在两种思路：

#### 1. 成长阶段分析思路

将中小企业的成长划分为不同的阶段，再结合不同阶段的特征试图分析中小企业如何保持成长性，试图寻找一个阶段到另一个阶段转化的推动因素和应该具备的基本条件。Sleuwaeghe和Goedhuy（2002）以非洲中小制造企业为研究对象，分析不同成长阶段规模对成长的贡献度，结果表明：由于难以获取基础资源和金融服务，中小企业各个阶段的成长性都不同程度的受到规模的影响。

中国国内比较早地坚持“企业是有生命的”观点的专家是蒋一苇。他在《中国社会科学》1980年第1期上发表的论文《企业本位论》中指出“作为现代经济基本单位的企业，决不能是一块块缺乏能动性的砖头，而应当是一个个具有强大生命力的能动的有机体。每个企业细胞的活力大小，就好像一个人的强弱、

盛衰，归根到底取决于他体内细胞的活力大小一样。”为国内研究企业成长阶段分析奠定了基础。杨杜(1995)<sup>①</sup>是研究国内企业成长理论的前驱，他把企业的经营资源作为研究的关键因素，得出以下基本结论：经营资源是推动企业成长的基础，成长是质与量的动态交互过程。《企业成长论》从经营资源的概念出发，通过对经营资源的数量、性质、结构和支配主体特征四个侧面的分析来考察企业成长。并指出企业成长包括量的成长和质的成长，即企业成长不仅仅是一种单纯的数量扩张，还必须包括质的变化。企业成长中质的一面，即通过对未充分利用资源的充分利用，使内部未充分利用资源如人员、知识、意识形态等进一步扩展，并与外部资源结合形成内部未利用资源的外部化效应。同样，对于外部未充分利用资源如市场机会、政府规制等转化到企业内部资源的利用、培育上去，实现外部未利用资源的内部化效应。

《企业成长论》给出了三个成长规律：（1）企业成长模型。从企业规模和事业结构两维空间观察其关系特征。企业初始阶段，规模小而产品变动多样，随着企业成长，规模增大，专业化程度提高，为了维持企业的进一步成长，又需依靠产品多样化或事业多样化，生产规模停滞或下降。（2）非均衡成长模型。企业在成长过程中是不均衡成长的，成长曲线的摆动受企业多样化战略和经营制度的集权、分权变化所左右。企业通过发展多样化来追求更高的成长，但过度多样化会导致资源分散，影响企业效益，企业又将趋向专业化。分权化会促进企业成长，但过度分权会影响所有者利益，因而到一定程度，企业可能会停止分权。综合考察多样化、分权化与企业成长的关系，其成长过程为：成长目标—多样化战略—分权制度—收益制约—利益目标—专业化战略—集权制度—收益上升制约缓和—成长目标……。（3）复合经济模型。杨杜进一步指出规模经济、成长经济、多样化经济三者之间的关系是既相互独立，又相互关联。具体表现为：一是共存性，二是相容性，三是相接性。在长期成长过程中，不同时期有不同的中心目标，一般是先追求规模扩张，再追求继续成长，然后追求多样化。

南开大学国际企业管理系博士生张林格于1998年对上述企业成长模式进行了修正。他认为，仅有规模经济和多样化经营两维是不够的，应当增加企业竞争能力这一因素，并据此提出了三维空间企业成长模式。其理论主张有两点：

<sup>①</sup> 杨杜：《企业成长论》，中国人民大学出版社，1995年。

一是在企业成长过程中，竞争力随着规模的扩大而增强，当企业超出最佳规模后，竞争力又开始下降；二是在企业成长过程中，企业因达到最佳规模而走上多样化经营道路，由于多样化经营效应，导致企业竞争能力进一步加强，但企业的多样化率超过最优多样化率时，企业的竞争能力呈现停滞或下降趋势。<sup>①</sup>

李柏洲等（2006）认为中小企业的成长是由小变大、由弱变强的过程，是各个成长阶段受到的来自各方向不同的作用力叠加的结果，具有可持续性。王会芳（2006）认为，鉴于中小企业成长的目标是实现持续的规模扩张，由小企业变为大企业，鉴于中小企业成长的方式应以内生成长为主而非并购成长为主，中小企业的成长性应该是由企业当前所面临的外部环境状况和企业自身发展状况所展示或预示的、企业未来一段时间实现规模持续扩张的能力。并进一步认为，中小企业的成长性包括四个维度：第一个维度是企业规模增长的速度，第二个维度是企业规模增长的质量，第三个维度是企业规模增长的内部驱动因素，第四个维度是企业面临的外部环境。这四个维度都不可或缺。

由于成长阶段的划分比较主观，在实际成长过程中很难对其进行阶段性的划分。即便中小企业的成长具有阶段性，不同成长阶段间也并不存在着必然的因果联系。于是，更多的研究使用成长影响因素分析的思路。

## 2. 成长影响因素分析思路

成长影响因素分析思路认为中小企业的成长受到一些因素最直接的影响。Alvarez E. Roberto（2004）<sup>②</sup>分析了智利存续时间较长和较短的中小企业的差别后，认为中小企业的成长直接受到政府干预、创新、经营者开拓精神等因素的影响。Hussain 等（2012）<sup>③</sup>研究探讨了巴基斯坦中小企业与公共和私营部门的伙伴关系，通过线性回归发现，小型企业家所面临的主要制约因素是缺乏金融支持、较低人力和技术能力。

中国国内研究方面，黎志成（2003）认为企业成长力是指企业在未来一段时间内实现“量”的扩张和“质”的提高自己的能力和潜力，它决定了企业发展的可能性和发展程度。它不是指有利于企业成长的各个因素即企业成长的促进力

① 赖国毅：《上市公司成长性研究》，四川大学博士学位论文，2006年。

② Alvarez E. Roberto: Exposure to Foreign Markets and Plant—Level Innovation Evidence from Chile and Mexico. *Journal of International Trade & Economic Development*, 2004, Vol.13, No. 1, pp.57-87.

③ Iftikhar Hussain, Zeeshan Farooq and Waheed Akhtar: SMEs Development and failure avoidance in developing countries through public private partnership. *African Journal of Business Management*, 2012, Vol.6, No.4, pp.1581-1589.

（动力），而是指企业成长的促进力（动力）和抑制力（阻力）的合力所可能产生的推动企业发展的能力、能量和发生的作用。企业的成长与动力和阻力形成的合力具有同向的函数关系。这里，企业成长力可以理解为企业的成长性。

郭蕊（2005）<sup>①</sup>在界定了企业可持续成长的内涵的基础上，从社会环境、产业、技术、制度与财务等五个维度分析了影响企业可持续成长的主要变量，认为五个维度的系统整合决定了企业的可持续成长能力。刘淑琴（2007）研究了产业融合环境下企业的成长问题。对影响企业成长的动力机制、约束条件、速度及边界问题进行了初步的探讨。庄亚明等（2008）<sup>②</sup>立足于资源基础观，认为内源性因素直接推动了中小企业的成长。吕一博、苏敬勤（2008）构建了中小企业成长的四个维度：动机——企业家导向、能力——企业创新能力、资源基础——企业内部资源和企业的资源外取机会——企业环境，建立了中小企业成长影响因素分析模型。曾江洪等（2011）认为社会资本正向促进中小企业成长，从结构维、关系维和认知维三个维度以三种不同的方式产生影响。

《中小企业发展问题研究》联合课题组对成长型中小企业的定义是指在较长时期内（如5年以上），具有持续挖掘未利用资源的能力，不同程度地表现出整体扩张的态势，未来发展预期良好的中小企业。课题组提出了一项判断中小企业成长性的综合评估方法——“成长型中小企业”评估方法（GEP评估法），此评估方法包括发展状况、获利水平、经济效益、偿债能力和行业成长性五大类指标，涵盖了企业发展的各个方面。

从不同学者对企业成长性的研究可以看出，对于企业成长性并没有形成统一的认识，但归结不同学者的不同观点和学说不难看出，由于中小企业的成长具有长期性、动态性、复杂性，很难形成统一的认识，但可以初步认为：成长性是企业综合成长能力的表述，受到企业内部因素和外部环境因素共同影响。

## （二）关于中小企业融资结构与成长性的研究

在MM理论的影响下，学者们大多比较关注融资结构与企业价值，国内外均较少有学者研究融资结构对企业成长性的影响。因此，为了了解尽可能多的

---

<sup>①</sup> 郭蕊：《企业可持续成长能力的关键纬度及分析模型》，《科学学与科学技术管理》2005年第11期，第117-121页。

<sup>②</sup> 庄亚明、李金生：《企业成长的内生能力模型与实证研究》，《科研管理》2008年第9期，第67-69页。

研究成果，此处涵盖了研究融资结构对企业绩效的影响的文献，大致可分为融资结构与成长性（绩效）正相关、负相关、无关三个方面。

### 1. 融资结构与成长性正相关

中国国外研究方面，Masulis（1983）<sup>①</sup>对后权衡理论这一资本结构理论主流学派进行了实证检验，其主要结论是：（1）企业价值或绩效与负债水平呈正相关关系；（2）普通股价格变动与负债水平的变动呈正相关关系；（3）能够对企业价值或绩效变动产生影响的负债水平变动范围介于 0.23—0.45 之间。

Berger（1995）最早用格兰杰因果检验来验证美国银行业的融资结构与绩效之间的相互关系，实证结果表明融资结构与公司绩效互相产生正向影响。Berger 和 Patti（2006）在 1995 年的研究基础上，采用联立方程组来研究融资结构与公司绩效的相互关系，发现融资结构对公司绩效产生显著的正向影响，公司绩效对融资结构的影响是非线性的。

中国国内研究方面，汪辉（2003）<sup>②</sup>采用沪深两市 1989—2000 年的数据作为样本，研究了公司的债务融资率和公司价值之间的关系。研究结论为公司债务融资程度与市场价值之间表现出显著的正相关关系；公司的盈利能力越高，国家股比例越低，公司价值也就越大；而行业影响作用不大。此外，发行债券对公司价值也有显著的正效应，表明市场对公司发行债券是持肯定态度。同时，还得出结论：公司业绩对债务融资的影响也是显著为正，业绩越好的公司，债务融资率也越大。

韦德洪和吴娜（2005）年利用单方程回归的方法研究上市公司融资结构对公司绩效的影响，同样发现了融资结构对公司绩效产生显著的正向影响。李炳金（2011）通过对中小板上市公司 2005—2009 年平衡面板数据分析资本结构是否影响资产盈利能力、资产规模、非债务税盾、成长性、资产的流动性、资产的抵押价值和股权结构，得出：中小企业的成长性与总资产负债率、长期资产负债率和短期资产负债率均显著正相关。

### 2. 融资结构与成长性负相关

中国国外研究方面，Frank 和 Grayal（2003）<sup>③</sup>使用 1950—2000 年间美国非

① Ronald W. Masulis: The Impact of Capital Structure Change on Firm Values: Some Estimates, *Journal of Finance*, 1983, Vol.38, No.1, pp 107-138.

② 汪辉：《上市公司债务融资：公司治理与市场价值》，《经济研究》2003 年第 8 期，第 28-35 页。

③ M. Z. Frank, and V. K. Goyal: *Capital Structure Decision*, Working Paper, 2003.

金融公司的数据进行的实证研究显示公司绩效与市场价值负债比率负相关，与账面价值负债比率正相关。此外，Johnson（1997）、Majundar 和 Chhibber（1999）以及 Michaelmas（1999）的实证研究结果均表明，资本结构与公司绩效之间存在反向关系。Bradley 等（1984）选择了 1962—1981 年 25 个行业共计 851 家企业进行实证研究，结果表明：企业价值或绩效的变动与企业财务杠杆负债水平呈负相关关系，而且利润变动性高、广告和研究开发费高的企业倾向于低负债政策。

中国国内研究方面，于东智（2002）根据沪深两市 1998—2001 年四个年度的数据实证研究了债权治理与公司绩效的关系，选择总资产收益率和主营业务利润率作为绩效指标，探讨了上市公司资产负债率与这两个绩效指标之间的关系。结论表明，负债比例与绩效指标之间存在显著的负相关关系，即债权治理在中国上市公司中表现出软约束的特征。

肖作平（2005）研究了融资结构、债务治理和公司绩效三者的关系，实证结果表明资本结构对公司绩效产生显著负相关。封铁英（2006）选取处于经济转型期的 623 家上市公司，取它们的资产负债率均值为临界点，将样本划分为低于均值、高于均值两部分，设置资产流动性、企业成长性、现金流等特征为控制变量，结果表明，样本公司偏好不同的融资结构并带来不同的绩效，资本结构与企业绩效之间存在显著的负相关。于涛（2007）使用面板数据分析制造业上市公司 2004-2005 年经营状况，发现制造业上市公司成长主要得益于内部和权益融资，成长性与资本结构负相关。

### 3. 融资结构与成长性无关

中国国外的研究中，Chittenden 等（1996）<sup>①</sup>研究融资结构、盈利能力、企业存续时间之间的关系，除非股市股价保持不产生大幅变动，否则融资结构对企业成长性没有影响。Coleman 和 Robb（2012）<sup>②</sup>采用描述性统计和多元线性回归发现，技术型企业更愿意从外部筹集大量的资金，而融资结构对于企业成长性没有显著影响。

中国国内的研究中，陈共荣等（2005）实证发现融资结构与企业成长性无关，但放宽中国资本市场不发达和特有的内部人控制现象两个假设可以得出资

<sup>①</sup> Francis Chittenden, Graham Hall and Patrick Hutchinson: Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 1996, pp.59-69.

<sup>②</sup> Susan Coleman, Alicia Robb: Capital Structure Theory and New Technology Firms: Is There a Match? *Management Research Review*, 2012, Vol.35, No.2, pp.106 - 120.



本结构与企业价值有一定的关系。辛宇、陆正飞（1998），冯根福等（2000）等也认为融资结构与企业成长性之间的关系并不明显。冯根福等（2000）运用主成分分析和多元回归分析相结合的方法实证检验和分析了资本结构的影响因素回归结果显示，公司的盈利能力与其资产负债率和短期负债与资产比值是极为显著的负相关关系，而没有得出成长性与负债率具有相关性。这是因为一方面成长性好的企业需要的资本量较大，但长期融资受限较多，所以通常举借短期债务解决融资问题；另一方面，高成长性企业大多为新兴产业和民营企业，技术上和管理上均不太成熟，经营风险大，并且政策方面也得不到更多的支持，也会对负债率造成负的影响。张慧、张茂德（2003）的研究表明，银行借款与公司绩效的关联度并不大，而企业间的信用关系对公司绩效的影响明显，长期借款对公司绩效没有明显影响。

国内外研究大多集中于融资结构对绩效、盈利能力等的影响，在上述研究的基础上，结合中小企业理论、成长理论和融资结构理论各派的观点，研究融资结构与中小企业成长性之间的关系，构建中小企业融资结构优化模型。在对三种截然不同的融资结构与成长性之间关系研究的基础上，本文假设可能是在债务融资风险作用下的结果，即企业有较大的债务融资风险时，债务融资带来的风险会抵消其好处，即阻碍企业成长，因而债务融资与成长性负相关；反之，企业有较小的债务融资风险时，债务融资会促进其成长，存在正相关。可能在不区分两者的情况下，债务融资会与成长性无关。

目前，依据成长性对上市公司进行分类，研究中国上市公司资本结构与绩效之间关系的成果比较少，目前比较具代表性的主要有以下三篇。

曹廷求、孙文祥和于建霞（2004）<sup>①</sup>在代理成本理论的架构下，以公司成长机会为背景，利用1998年年底之前在上海和深圳交易所上市的498家上市公司共计1494个观察值为样本，实证分析了资本结构和股权结构对公司绩效的影响。实证研究结果表明，对于不同成长机会的公司而言，具有不同的股权结构和资本结构，从而导致了不同的治理结构和监督模式的作用机理，对公司绩效产生的最终影响也存在很大差别。充分考虑到这些特点和差距，是寻找“合适”的股权结构和资本结构的理性选择。

---

<sup>①</sup> 曹廷求、孙文祥、于建霞：《资本结构、股权结构、成长机会与公司绩效》，《南开管理评论》2004年第1期，第58-64页。

赵利光和刘丹（2005）<sup>①</sup>选取了 1999 至 2001 年间，以深圳、上海证券交易所上市的生物制药行业公司股票为研究对象，依照一定的筛选标准选取了 113 个有效观测样本，运用描述性统计方法和多元回归分析方法加以分析结果发现，在缺乏增长机会时，资产负债率与公司价值呈正相关关系；在拥有较多增长机会时，增加负债总额对公司价值有负面影响。

连玉君和程建（2006）<sup>②</sup>从委托代理理论出发，在考虑公司成长机会差异的情况下，采用门槛面板模型对上市公司资本结构与经营绩效间的关系进行了研究。结果表明，负债率与经营绩效间会因为公司所拥有的成长机会的多寡而呈现出显著的区间效应，表现为当成长机会较少时，资本结构与经营绩效负相关，而成长机会较多时，二者正相关，这与国外经典代理理论的预期结果完全相悖。

从以上的分析可以发现，考虑不同成长性下资本结构与公司绩效的关系是一个值得研究深入发掘的话题。考虑到这种情况，本文选取了按照成长性划分企业后具体探讨成长性与企业债务融资的关系。本文采用目前比较流行的主成分分析法，选取了不同的财务指标提取主要因子计算得出了成长性得分，然后按照成长性从大到小的顺序划分为高成长性公司和低成长性公司两组数据，最后以两组数据为样本探讨了不同成长性下上市公司资本结构与公司绩效的关系。

### （三）关于解决中小企业融资需求的研究

基于金融制度的内生性，探讨中小企业融资的逻辑起点应落脚于企业的融资需求。目前国内的研究大多关注中小企业的资金供给，而对其实际需求却有所忽视。国内的相关讨论大都采纳了 Myers（1984）的融资次序理论（Pecking Order theory）。该理论认为中小企业并不是按照传统的以最优资本结构为目标的方式进行融资，由于担心控制权的稀释和丧失，企业更倾向于对企业干预程度最小的融资方式，也就是说，中小企业的融资次序是先内源后外源，在外源中则是先债权后股权。融资次序理论探讨了中小企业融资的短期需求，王霄和张捷（2003）则认为这一理论无法揭示企业成长过程中资本结构的动态变化规律，

<sup>①</sup> 赵利光、刘丹：《不同增长机会下融资决策与公司价值关系的实证研究》，《中国管理科学》2005 年第 10 期，第 293-297 页。

<sup>②</sup> 连玉君、程建：《不同成长机会下资本结构与经营绩效之关系研究》，《当代经济科学》2006 年第 3 期，第 97-103 页。

而 Berger 等的企业生命周期理论可部分弥补这一缺陷。王霄等基于美国与中国的中小企业不同发展阶段的融资结构所进行的比较分析,在结论上与融资次序理论并无太大差别,即从创立期到成长期再到成熟期,中小企业的内源融资逐渐减少,外源融资不断增加。另外这份实证研究还发现,在外源融资中与美国有所不同的是中国中小企业对债务融资的依赖性始终较强。<sup>①</sup>尽管周兆生(2003)<sup>②</sup>等强调资本市场欠发达是中国中小企业融资难的主要原因之一,但基于中国银行主导的金融体系的特征,大部分学者认为在外源融资中中国的中小企业更多地还是要依靠金融中介的债务融资,而发展股权融资并非当务之急。因为在外源融资中通过股权融资来弥补金融缺口对中小企业来说存在困难,无论是股票市场还是风险投资都存在过高的佣金成本和投资回报,这并不符合中国中小企业的普遍需求。<sup>③</sup>林毅夫等(2001)<sup>④</sup>曾以资源禀赋为出发点,指出中国经济的特征是以传统的劳动密集型中小企业为主,所以通过资本市场解决中小企业融资问题的方案对多数中小企业是没有太大帮助的。

Strahan 和 Weston (1998)<sup>⑤</sup>认为多个小银行合并后,最初的一段时间银行抗风险能力由于多样化经营增强,因而比较愿意向小企业提供更多的贷款;随后,该银行由于规模的扩大,渐渐对小企业的贷款比例就会降低。基于国外的相关研究,程惠霞(2002)<sup>⑥</sup>认为银行并购会使中小银行消失却又会由于服务真空地带的出现促使更多的中小银行产生。需要注意的是,这一看法的初始条件是金融市场的自由准入,这与中国的实际情况尚有很大差距。与上述看法不同,张捷(2003)<sup>⑦</sup>基于银行内部组织结构的微观视角,对金融业整合导致贷款决策层上移从而加重中小企业融资困难表示出一定的担心。事实上,国内银行间的一些购并案例已对中小企业融资产生了较大的冲击。如浙江省义乌工商城信社、瑞丰城信社、瑞安工商城信社分别被兴业银行、上海浦东发展银行和中信实业银行兼并后,对地方中小企业的服务锐减 2/3<sup>⑧</sup>。从目前的改革方向看,政策层

① 刘新华、线文:《我国中小企业融资理论述评》,《经济学家》2005年第2期,第105页。

② 周兆生:《中小企业融资的制度分析评》,《财经问题研究》2003年第5期。

③ 杨思群:《小企业金融:理论与政策》,《财贸经济》2000年第3期,第78页。

④ 林毅夫、李永军:《中小金融机构发展与中小企业融资》,《经济研究》2001年第1期,第133页。

⑤ Philip E. Strahan, and James R Weston: Small Business Lending and the Journal of Echanging Structure of the Banking Industry, *Journal of Banking and Finance*, 1998, No.22, pp.821- 845.

⑥ 程惠霞:《国际 M&A 浪潮与中小银行发展》,《当代经济科学》2002年第1期。

⑦ 张捷:《结构转换期的中小企业金融研究》,中国经济科学出版社,2003年。

⑧ 夏英:《浙江地方金融集体革命》,《南方周末》2002年8月8日,第三版。

主要鼓励外资入股和参股中国中小金融机构，但是银行“合资”后组织结构和决策层次的某些变化是否会影响中小企业的融资，这是需要深入研究的问题。

凌琳（2011）分别从商业银行和信贷配给的角度，具体阐述了银企不和谐、信用评级不完善等因素造成了中小企业融资困难。针对中小企业融资难的问题，Banerjee（1994）论述了中小金融机构在为中小企业提供金融服务方面拥有信息上所具有的优势。他们提出了两个假说，一是长期互动假说，另一个假说是共同监督假说<sup>①</sup>。在各种融资理论的基础上，针对中小企业融资的研究主要有美国小企业发展中心（1995）<sup>②</sup>提出了发展风险投资、建立资本市场体系、完善信贷担保体系、利用商业信用和租赁融资等多种拓宽中小企业融资渠道的有效途径。上述研究带来的启发是，发展中小金融机构、多渠道帮助中小企业融资是满足中小企业融资需求的一个可行的选择。

造成融资难方面的研究主要有：李新华（2010）分析了造成中小企业融资难的內因和外因，认为“造成中国中小企业融资难的內因主要包括：缺乏现代经营管理理念，经营风险高；中小企业的规模和信用水平低下，制约其融资能力；缺少可供担保抵押的财产，融资成本高等。”<sup>③</sup> Barth, Lin 和 Yost（2011）<sup>④</sup>研究了经济转型期的中小企业的融资情况，认为是银行业监管直接影响到中小企业获得贷款的能力以及融资结构。Meuleman 和 Maeseneire（2012）<sup>⑤</sup>对比利时 1107 家中小企业进行分组实验，发现政府对中小企业科研研发的补贴可以提高企业成长质量，从而帮助企业更好的获得长期借款。鉴于此，将是否为科技企业的因素加入实证模型中具体考量，并力图分析对中小企业融资方面，政府如何能起到更好的推动作用。

中小企业融资渠道的选择方面，林毅夫、李永军（2001）<sup>⑥</sup>从中国劳动力丰富、资本稀缺的要素禀赋出发，认为中国中小企业进行直接融资的成本较高，企业规模的限制决定了采取编制公开财务报表上市要承担巨大的信息成本；而从企业的技术类型看，中小企业以劳动密集型为主，解决中小企业融资困难唯一

① 袁晓李：《湖北省中小企业融资问题研究》，华中师范大学硕士学位论文，2007年，第3页。

② 参见美国小企业发展中心：《中小企业的困境与对策：美国55位专家的解决方案》，中华工商联合出版社，1999年，第23页。

③ 李新华：《中小企业融资难的內因、外因及对策》，《上海金融》2010年第6期，第93页。

④ James R. Barth, Dongyun Lin and Keven Yost. Small and Medium Enterprise Financing in Transition Economies. *Atlantic Economic Journal*, 2011, No.39, pp.19-38.

⑤ Miguel Meuleman and Wouter De Maeseneire. Do R&D Subsidies Affect SMEs' Access to External Financing? *Research Policy*, 2012, Vol.4, No.3, pp.580-591.

⑥ 林毅夫、李永军：《中小金融机构发展与中小企业融资》，《经济研究》2001年第1期，第10-18页。

的方法是大力发展中小金融机构。贺力平认为，妨碍中国银行机构扩大对中小企业信贷支持的主要因素是银行机构缺乏企业客户风险方面的足够信息，从而不能做出适用的风险评级并提供相应的信贷服务，指出可以通过发展非国有金融机构和转变国有金融机构的经营方式来解决贷款者与中小企业借款者之间的信息不对称问题<sup>①</sup>。张杰（2000）<sup>②</sup>认为，民营经济的金融困境源于国有金融体制对国有企业的金融支持和国有企业对这种支持的刚性依赖，以及由此形成的信贷资本化。他认为，解除民营经济金融困境的根本出路在于营造内生性金融制度成长的外部环境。罗正英（2003）<sup>③</sup>从信誉链角度研究中小企业融资困境，认为调整财务信息结构、建立大企业监督式财务制度，并最终形成大企业与中小企业的信誉链结构，是中小企业摆脱融资不利地位的重要途径之一。张静、梅强（2002）<sup>④</sup>等从系统论的角度对中小企业融资问题进行了新的定位，认为中小企业融资难问题是涉及多方面的系统性问题，解决中小企业融资问题必须建立中小企业融资系统，通过系统内各要素的不断自我完善和相互协调促进中小企业融资的改善。张捷也提出中国中小企业融资难问题是一种转型经济和市场经济的矛盾混合体，它牵涉到金融体制的方方面面，是一个庞大的系统工程，需要整体性的解决方案。

#### 四、研究的内容与方法

就研究对象而言，与大型企业不同，中小企业的集合是无限大的，其数量非常庞大，而作为研究对象的样本选择必须具有代表性和可测量性。本文选择中国中小企业板上市公司作为研究对象，一是因为上市公司具有典型的代表性，其公司治理问题也最为突出；二是因为上市公司信息披露公开，便于收集所需数据。基于上述原因，本文对中国中小企业板上市公司进行筛选，根据企业生命周期理论，按照一定的方法，筛选出处于成长期的上市公司作为研究对象。

本文的研究框架如图 1 所示：

- 
- ① 贺力平：《克服金融机构与中小企业之间的不对称信息障碍》，《改革》1999 年第 2 期，第 14-16 页。
  - ② 张杰：《民营经济的金融困境与融资次序》，《经济研究》2000 年第 4 期，第 3-10 页。
  - ③ 罗正英：《信誉链假说：中小企业融资能力的放大》，《上海经济研究》2003 年第 5 期，第 33-39 页。
  - ④ 张静、梅强：《解决中小企业融资难问题的思考》，《现代经济探讨》2002 年第 1 期，第 68-70 页。

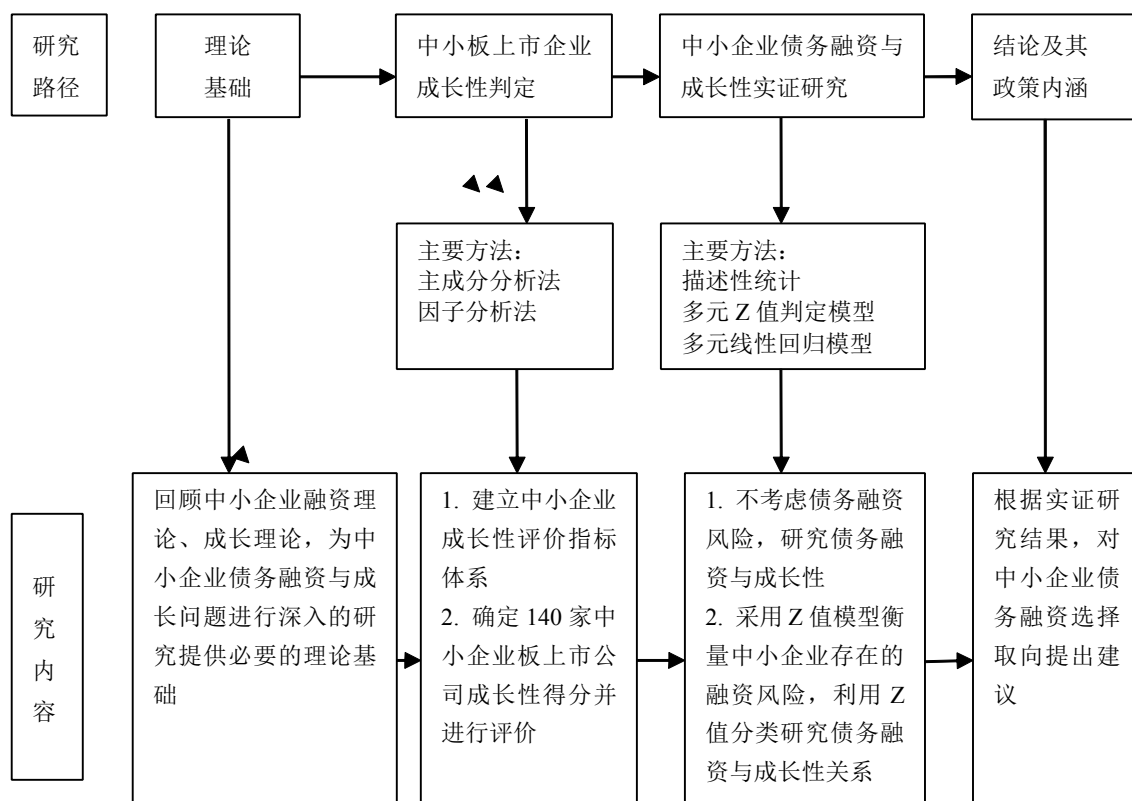


图1 研究框架

本文的研究内容主要有：

1. 将中小企业分为融资风险大、融资风险小的两类，探寻分类方法，并进行对比分析，探讨是否面临融资难的中小企业都适合债务融资，寻求较好的解决中小企业融资难的办法。

2. 利用理论模型并结合横截面数据，分析中小企业成长性变化的原因，债务融资带来的风险是否会导致高成长企业突然减速成长乃至破产，引发“成长陷阱”。

3. 目前中国中小企业首选的债务融资方式还是银行贷款，从分工的角度探讨政府、银行如何在中小企业金融支持方面发挥更好的作用，为中小企业自身发展尤其是降低债务融资风险提供相关建议，从而有利于金融生态环境的建设。

多年来，在研究东亚区域合作的过程中，本文作者逐渐认识到，熟练掌握统计学和计量经济学的研究方法，不仅有助于国际经济研究，而且有助于国际政治研究。因此，本文在关于中小企业债务融资问题的研究中，大量运用统计

学和计量经济学的研究方法，为后续的深入研究夯实基础。

具体而言，本文的研究方法主要是：

1. 辩证分析法。作为一种基本方法，贯穿了全文的整个分析过程。以唯物辩证为为基础的分析方法，基于对客观事实的认识即按照中小企业自身的运动和发展规律，搜集大量的相关资料以及各种观点来认识中小企业债务融资与成长性的关系。

2. 主成分分析法。在评价中小企业成长性和实证中小企业融资结构影响因素时采用了主成分分析法，主要是考虑成长性的评价指标较多，各指标的权重不便确定，而采用主成分分析法可以自动赋权，避免了人为赋权造成的偏差。

3. 多元线性回归。在实证融资结构与成长性关系时采用了多元线性回归，这样可以清楚的发现融资结构以及一些控制变量与中小企业成长性的关系。

## 五、研究的不足与展望

### （一）研究的创新之处

1. 研究方法的创新。实证方面，尝试性地采用了 Z 计分模型将样本中小企企业板上市公司按照债务融资风险大小分类后对成长性进行多元回归，解释了国内外学者研究中认为企业绩效与融资结构的关系各不相同的原因。通过分类后的实证，发现债务融资风险小的企业，增加负债可以促进企业的成长，而对于债务融资风险控制能力弱或债务融资风险大的企业而言，增加负债将阻碍企业的成长。

2. 研究内容的创新。当前，国内外较少有人研究融资风险对企业成长性的影响。本文对中国中小企业板上市公司成长性进行了尝试性研究，评选出高成长性公司，并研究高成长性公司能否保持增长。作为主要融资方式的债务融资，一方面可以推动中小企业快速成长，另一方面，由于成本较高和融资风险，必须保证企业成长的质量和融资质量，否则快速成长可能只是短暂的幻象，即“成长陷阱”。本文相应地提出不能仅靠金融机构的债务融资，解决中小企业融资难的问题，应当分情况对待，大力扶持债务融资风险较小的中小企业。对于债务融资风险较大的中小企业，可以通过融资租赁等创新的金融手段来解决其融资难的问题。

## （二）研究的不足之处

由于资料搜集困难以及作者水平所限，研究存在以下不足之处：

1. 选择的样本均为中小企业上市公司，样本不具有广泛的代表性，还有待进一步扩充。

2. 在对比借鉴的过程中很多地方还考虑不是很周全与成熟。由于视野和阅历有限，对解决中小企业融资问题提出的建议有待于进一步完善。

3. 在量化分析的过程中，时间、空间甚至于内容和方法上都有不足。

以上三方面，可以作为后续研究的起点。关于中小企业债务融资与成长性的关系，必将得到更多学者的关注，从而对促进中小企业发展起到深远的作用。



## 第一章 中小企业债务融资与成长性分析的理论基础

### 第一节 中小企业债务融资理论

#### 一、融资结构理论

现代企业融资活动中，一般把资本结构作为研究的重点，在不同的假设前提下研究资本结构变动对企业价值及资本成本率的影响，相应形成了不同的资本结构理论。大部分文献将融资结构作为广义的资本结构，本文沿用此方法，不严格区分“融资结构”和“资本结构”。关于资本结构理论的发展，分为早期资本结构理论，现代资本结构理论和新资本结构理论。

#### （一）早期资本结构理论<sup>①</sup>

早期资本结构理论通常指 1958 年以前的资本结构理论研究成果，代表性的观点主要由美国经济学家 Durand 提出。Durand (1952)<sup>②</sup>在美国国家经济研究司召开的“企业理论研究学术会议”上发表《企业负债及权益资金的资本：趋势和计量问题》论文中，将早期资本结构理论分为净收益理论、净营业收益理论、折衷理论。这三种理论对投资者行为的认识不同，因此对投资者行为做出不同的假设，从而得出不同的结论。

##### 1. 净收益理论 (Net Income Theory, 简称 NI)

净收益理论假设：企业债务资本成本和权益资本成本均不受财务杠杆的影响，即债务资本成本和权益资本成本是不变的常量。由于债务融资可以避税，在债务成本低于权益成本的前提下，负债可以降低企业的资本成本，负债程度越高，企业的价值就越大。当企业的负债率达到 100% 时，企业加权平均资本成本最低。该理论的主要缺点是未考虑财务融资的风险，优点是考虑了财务杠杆的作用。但是，该理论过分强调财务杠杆的作用，忽略了债务融资比率过高时，一旦企业偿债能力不足，会导致破产。该理论没有在财务杠杆和财务风险之间

<sup>①</sup> 周首华、陆正飞、汤谷良：《现代财务理论前沿专题》，东北财经大学出版社，2000 年，第 102-103 页。

<sup>②</sup> D.Durand, Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, *Conference on Research in Business Finance*, 1952.

进行很好的衡量。

## 2. 净营业收益理论 (Net Operating Income Theory, 简称 NOI)

净营业收益理论建立在企业负债的资本成本固定, 权益的资本成本随着负债比重的上升而提高假设之上, 认为负债比重上升对降低综合资本成本的好处恰好被上升的权益资本成本所抵消, 因此, 资本结构的变化不会影响企业的综合资本成本, 也不会影响公司总价值, 公司总价值的大小取决于公司的净营业收益。该理论的缺陷是过分地夸大了财务风险的作用, 而忽略了资本成本与资本结构的内在关系。

## 3. 折中理论 (Traditional Theory)

折中理论介于净收益理论、净营业收益理论之间, 认为企业的资本成本并不独立于融资结构之外, 企业存在着一个最佳融资结构, 即加权资本成本由降低转为上升的拐点, 而且, 此融资结构可以通过财务杠杆的运用来实现。折中理论有两个基本要点: 一是资本结构会影响企业价值和资本成本; 二是平均资本成本最低的资本结构即企业价值最大的资本结构成本为最佳资本结构。该理论虽然在财务杠杆和财务风险之间进行了衡量, 避免了前两种理论的缺陷。但是仅限于理论上的假设和推理, 并没有充分的经验和统计分析依据。

以上三种资本结构理论统称“早期资本结构理论”, 共同的特点均是在企业和个人所得税为零的基础上提出的, 同时考虑了资本结构对资本成本和企业价值的双重影响。一般认为 Durand 归纳的净收益理论和净营业收益理论在数学上更为精确, 相比之下, 折中理论更多的是靠经验判断, 无法用历史资料解释。

## (二) 现代资本结构理论<sup>①</sup>

现代资本结构的相关理论形成于 20 世纪 50 年代末期, 它以 MM 理论为中心, 随后沿着两个主要分支发展, “税收学派”主要探讨税收差异对资本结构的影响; “破产成本主义”和“财务困境主义”主要研究破产成本与资本结构的关系。两大学派最后又归结到“权衡理论”, 到了 70 年代后期, 以信息不对称为中心的后资本结构理论占了主流地位。

### 1. MM 理论

Modigliani 和 Miller (1958) 在《美国经济评论》发表的《资本结构、公司融资和投资理论》中提出的 MM 理论, 标志着现代资本结构理论的形成。此论

<sup>①</sup> 刘淑莲:《企业融资方式、结构与机制》, 中国财政经济出版社, 2002 年, 第 67-100 页。

文及其以后的修正，统称 MM 理论。MM 理论是建立在一系列基本假设基础之上的，它的主要内容包括：

- ① 公司只有两项长期资本，即长期负债和普通股；
- ② 公司的资产总额不变，但其资本结构可以通过发行债券以回购公司股票，或相反方式改变资本结构；
- ③ 公司的预期息税前利润（EBIT）或净经营收益（NOI）为常数，即预期息税前利润在未来一年保持不变；
- ④ 公司增长率为零，全部收入以现金股利的方式发放；
- ⑤ 不存在公司和个人所得税；
- ⑥ 不存在财务危机成本
- ⑦ 资本市场完全有效，证券买卖人数众多，任何的买卖双方都无法对市场产生影响；
- ⑧ 投资者在买卖股票和债券时，不需要支付交易费用，公司和个人可以同一无风险的利率借入资金，所有投资者的负债都不存在风险；
- ⑨ 公司的经营风险可以衡量，有相同经营风险的企业处于相同的风险等级；
- ⑩ 投资者对每一家公司未来的预期息税前利润（EBIT）或净经营收益（NOI）及其风险估计完全相同。

#### （1）MM 无税模型

根据上述假设，在没有公司所得税和个人所得税的情况下，MM 无税模型共包括三个定理。

定理 1：企业市场价值取决于按照其风险程度相适应的收益率进行资本化的预期收益水平，而与其资本结构无关。

定理 2：负债企业的股本成本等于同一风险等级中无负债企业的股本成本加上风险补偿率，风险补偿率的多少取决于负债比率的大小。

定理 3：企业进行投资决策的基本前提是投资项目的内部收益率大于权益资本成本或加权平均资本成本。

MM 无税模型探讨了企业市场价值与资本结构的关系，其中定理 1 最为关键，是整个 MM 理论的中心，最为集中地体现了 MM 理论的精髓。定理 2 是在定理 1 资本成本理论的基础上派生而出，定理 3 则是定理 1 和定理 2 在投资决

策上的应用。

MM 无税模型认为在不考虑公司所得税，且企业经营风险相同而只有资本结构不同时，公司的资本结构与公司的市场价值无关。或者说，当公司的债务比率由零增加到 100%时，企业的资本总成本及总价值不会发生任何变动，即企业价值与企业是否负债无关，不存在最佳资本结构问题。

## (2) MM 含税模型

由于公司所得税客观存在，负债利息在息税前计算，而股东收益在税后支付，因而负债和股本对公司价值产生不同的影响。Modigliani 和 Miller (1963) 考虑到税收的影响，修正了 MM 理论，提出了以下三个定理。

定理 1：负债企业价值等于相同风险等级的无负债企业价值加上赋税节余的价值。

定理 2：负债企业的权益资本成本等于同一风险等级无负债企业的权益成本加上风险报酬率。风险报酬率的大小取决于负债比率和所得税的高低。

定理 3：在投资项目中，投资收益只有大于或等于某个临界率才能被接受，即企业的投资内部收益率大于或等于临界率。

由于负债的利息是免税支出，可以降低综合资本成本，增加企业的价值。因此，公司只要通过提高财务杠杆利，可以降低其资本成本，负债越多，杠杆作用越明显，公司价值越大。当债务资本在资本结构中趋近 100%时，才是最佳的资本结构，此时企业价值达到最大，最初的 MM 理论和修正的 MM 理论是资本结构理论中关于债务配置的两个极端看法。

MM 理论被西方经济学界称之为一次“革命性变革”和“整个现代企业融资结构理论的奠基石”。在理想的环境下，该理论逻辑严密，但其完美的市场假设和企业实际经营条件差距较大。因而 MM 理论无法解决实际财务问题，却提供了一个有用的起点和框架，为推动资本结构理论的发展奠定了坚实的理论基础，

## 2. 权衡理论

20 世纪 60 年代末，学界对 MM 理论的修正不再局限于其本身的逻辑推导过程，而是深入到假设上。在 MM 理论的基础上，学界将一系列假设条件放松并不断完善，出现了静态权衡理论 (Static Trade off Model)、融资优序理论 (Pecking Order Hypothesis)、契约成本理论 (Contracting Cost Theory) 和生命

周期理论（Life Cycle Theory）等，企业融资理论不断得到完善。

按当时财务学界流行的说法，就资本结构而言，两个最主要的不完美条件是“企业利润课税制度和破产惩罚的存在”。<sup>①</sup>针对这两个不完美条件，以 Stiglitz、Altman 等学者为代表，开始研究破产成本对资本结构的影响，形成了所谓的“破产成本主义”。在此基础上，Robichek、Kraus、Litzenberger 等学者提出了权衡理论，主张企业最优资本结构在于权衡债务与非债务的税收收益和破产成本之间。

就逻辑结构而言，代理成本学说与破产成本学说一脉相承，较之不同的是考察了债券代理成本，进而考察股权代理成本对企业价值的影响，论证了谁将承担这些成本和为什么承担这些成本。资本结构的变换带动股权代理成本和债务代理成本之间的变换，减少股权代理成本就会提高债务代理成本。在无税情况下，股权代理成本与债务代理成本之和最低时即为最佳资本结构。Jensen 和 Meckling（1976）<sup>②</sup>认为，股权融资和债务融资都存在代理成本，最优资本结构取决于所有者愿意承担的总代理成本，包括股权融资和债务融资的代理成本。根据 Jensen 和 Meckling 的理论，由于企业自身资源有限，无法获得潜在的有利可图的投资机会，企业所有者选择了负债融资，那么在债权人和所有者之间就形成一种代理关系，从而形成代理成本。代理成本包括约束成本、监督成本，为保护自身利益，债权人在将资金贷给企业的同时要订立“保护性约束性条款”，限制企业的某些经营活动。“保护性约束性条款”的订立对企业的影响如下：第一，“保护性约束性条款”形成了约束成本，即在一定程度上限制了企业的经营活动，降低了经营效率，从而导致企业经营的损失；第二，一般来说，债权人通常会采用注册会计师审计等方式对企业实施监督，以确保“保护性约束性条款”的有效实施，这将导致企业支出的增加，形成所谓的监督成本。约束成本和监督成本形成了企业的代理成本，随着负债水平的增加，代理成本也会增加。另一方面，根据 Jensen 和 Meckling 的理论，发行新股相当于现有所有者以股权换取新所有者的资金，这会不可避免的引发新旧所有者之间的利益冲突。为保证原所有者不会损害新所有者的利益，企业必须付出监督费用等代理成本。因

<sup>①</sup> Alan Kraus, Robert H. Litzenberger: A State-Preference Model of financial Leverage, *Journal of Finance*, 1973(28), pp911-922.

<sup>②</sup> M.C. Jensen, and W. Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 1976(3), pp.305-360.

此，在外部融资结构安排上，企业所有者必须权衡债务融资的代理成本和股权融资的代理成本，以使其承担的总代理成本最小，那么在总代理成本最小时的债权和股权比例就是最优资本结构。

Hart (1995) 在《企业、合同与财务结构》中指出：“自从莫迪格利尼与米勒提出著名的不相关定理以来，理论文献就趋于把重点放在税收、不对称信息或不完全市场解释资本结构决策的作用上，而不是放在代理问题上。代理观点是特别重要的，特别是为什么企业经营者与它的投资者之间的利益冲突时理解资本结构的关键所在。代理研究法对其他理论的一个巨大优点在于，代理研究法能够解释企业为什么发行优先债券以及债务不及时偿还为什么导致破产形式的惩罚。”

### (三)新融资结构理论

20 世纪 70 年代中后期，融资结构理论发展到了一个新的阶段，诞生了新融资结构理论。在 MM 理论和权衡理论的基础上，引入了博弈论、不对称信息理论、信号理论、融资优序理论、企业控制权理论等。

#### 1. 不对称信息理论

Ross (1977) 不对称信息理论认为，资本结构隐含了企业的前景信息。不同的资本结构向资本市场传递着不同的企业价值信号，企业管理者为避免负面信息的传递，通常会选择适宜的资本结构向市场传递企业的质量信号。当企业前景被看淡而股价较高时，管理者会倾向使用权益融资；当企业前景被看好而股价被低估时，管理者会倾向采用债务融资。企业负债率是一种将内部信息传给市场的信号工具，负债率上升意味着利好信息的传递，投资者则根据企业管理者输送出的这些信息间接评估企业的市场价值。破产概率与企业质量负相关而与负债水平正相关，所以外部投资者认为企业的市场价值与负债率正相关，那么较高的负债率传递了高质量的信号。尽管对市场价值较高的企业而言，高负债率意味着高破产成本和破产风险。然而，在假设不存在代理成本的情况下（经理人的目标是所有股东财富最大化），管理者比外部投资者具有更多的信息优势，因此经理人最明智的决策是选择尽可能高的负债率。通过增加负债率，市场价值高的企业向市场传递其有能力承担高负债和高风险的信号，而市场价值低的公司则会尽量避免这一行为，因此企业负债率与市场价值正相关。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> S. Ross: The Determination of Financial Structures: An Incentive Signaling Approach, *Bell Journal of Economics*, 1977(8), pp.23-40.

Myers 和 Majluf (1984)<sup>①</sup>在《企业知道投资者所不知道信息时的融资和投资决策》一文中，在 Ross 理论的基础上，进一步考察了不对称信息对企业投资活动及融资方式的影响。他们认为，在信息不对称的状况下，管理者（内部人）比投资者（外部人）更了解企业收益和投资的真实情况，外部人只能根据内部人传递的信号来重新评价他们的投资决策。企业的融资结构、股利政策等都是内部人传递信号的手段。假设企业为投资新项目必须寻找新的融资方式，为简化起见，只考虑举债融资或股票融资两种情况。由于管理者比潜在的投资者更了解投资项目的实际价值，如果项目的净现值为正，说明项目具有较好的获利能力，代表老股东利益的管理者则不愿发行新股稀释股权，从而避免将项目的投资收益转让给新股东。投资者倘若了解管理者的这种行为模式，自然会把发行新股当做坏消息。在有效市场的假设下，投资者会根据项目价值重新进行估价，从而影响投资者对新股的定价。不对称信息导致投资者的反向选择行为通过限制外部融资影响企业的资本结构。

20 世纪 80 年代以来，非对称信息理论被引入了新融资结构理论的研究，为研究企业融资提供了新的理论框架。根据非对称信息理论，外部投资者很难了解企业经营的真实情况，因此往往只能通过对企业筹资决策的判断来进行投资决策，企业要想获取更多的外部融资，必须选择合理的融资结构。

Stiglitz 和 Weiss (1981) 在引入信息不对称和道德风险因素后较为圆满地解释了信贷配给的主要原因，并成为分析中小企业融资问题的主要模型（简称 S-W 模型）。这一模型假定在银行和借款人之间存在着信息不对称，即借款人知道项目的具体风险，银行只能了解整个借款人集体风险，此时如果银行采用增加利息的方法，将面临逆向选择问题，从而导致市场失效。解决这一问题的方法，就是对企业实行信贷配给。由于中小企业存在着比大企业更为严重的信息不对称问题，因而，银行更倾向于对中小企业实行信贷配给，从而减少对中小企业的资金供给。

## 2. 融资优序理论

融资优序理论在 Ross 模型的基础上，认为信息能对企业融资结构和融资次序产生影响。由于所有权与经营权分离，管理者是企业内部消息的掌握者，管理者比市场及投资者更了解企业的经营状况。当管理者拥有对企业有利的内部

<sup>①</sup> S.C. Myers and N.S. Majluf: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not Have, *Journal of Financial Economics*, 1984(13), pp.187-221.

消息时，最好采用债务融资的方式，以避免发行新股反而造成企业的市场价值下降。尽管债务融资有可能使企业陷入财务危机，但通过发行股票融资会使投资者认为企业发展前景不佳，致使新股发行时股价下跌。因此企业偏好的融资顺序应为：先考虑内部融资，后考虑外部融资；不得不进行外部融资时，则应首先选择债务融资。该理论以不对称的信息环境为背景，也就是说，信息不对称的情况越严重，越应该考虑这样的融资次序，因此，对信息流通不顺畅的中小企业更具现实意义。Myers（1988）强调他的理论：“融资优序理论承认了信息不对称和财务危机成本的存在；可观察的负债比率被当成是反映外部融资需要的累积；在一个延长期间里，信息不对称问题在妨碍企业通过发行股票取得资金的同时，也妨碍企业通过股权替换债权。”<sup>①</sup>

但是，许多学者对 Myers 的融资优序理论持怀疑态度，认为其忽略了不对称信息对企业风险债务到期期限偏好的影响。Krishnaswami 等（1996）则认为，如果债权人和债务人的信息是对称的，财务决策仅仅是如何协调股东和管理层的利益冲突。而在信息不对称的情况下，企业财务决策对各自掌握不同私有信息的股东和管理层来说，就具有相反的意义。股东偏好债务融资，而管理层不喜欢债务融资，这就造成在融资问题上出现逆向选择成本。为避免逆向选择成本，在信息不对称的情况下，股东和管理层会相互让步，最后形成企业既依靠债务融资也依靠股权融资的结果。<sup>②</sup> Constantinides 和 Grundy 指出，如果企业经营自身在企业中拥有一部分股东权益，他们应该愿意选择任何正净现值的投资项目，但他们并非一定像 Myers 所主张的那样，总是通过内部资金或无风险债务解决融资问题。他们可以采取诸如可转换债券之类的融资工具，这既可以为新项目融资，又可以选择赎回企业已发行在外的股票。发行证券促使企业要承受低估其价值的成本，而股票回购又会造成企业需要付出高估其价值的成本，因此，可以通过对新发行证券的设计使两方面因素平衡，最终促使企业体现其真实价值。<sup>③</sup>

### 3. 企业控制权理论

20 世纪 80 年代以来，随着企业兼并与接管活动的深入进行，人们发现资

① Stewart C. Myers: The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 1984(3), pp.575-92.

② Sudha Krishnaswami, Paul A. Spindt, Venkat Subramaniam: Information Asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt, *Journal of Financial Economics*, 1996(51), pp.407-434.

③ George M. Constantinides and B. D. Grundy: Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals, *Review of Financial Studies*, 1989(2), p445.



本交易不仅引起剩余收益分配的问题，而且会引起剩余控制权的分配问题。哈里斯和雷维在《公司控制权之争与融资结构》一文中，特别关注企业在职经理通过改变自己的持股比例，操纵或影响股权的收购能力。经理被假定的既从其股份，又从其控制本身获得收益。相对来说，在职经理的股份越大，掌握控制权和获得收益的概率越大，企业价值或外部股东的收益就越小。由于在职经理及潜在股权收购者的能力不同，企业的价值取决于股权收购的结果，而这种结果反过来又由经理的所有权份额所决定，同时，经理的股份是由企业的资本结构间接决定的，因此，这种控制权理论也成为一种资本结构理论。Diamond(1984)认为改变资本结构主要遵从经理的意志，因此得出与哈里斯和雷维相同的结论，即“包括资本结构和所有权结构在内的财务政策要受到企业控制权的市场影响。”<sup>①</sup> Aghion 和 Bolton (1992)<sup>②</sup>认为，债务融资与股票融资不仅收益索取权不同，而且在控制权安排上也不尽相同。通常债务融资契约是和破产机制相联系的，而股票融资契约是与保持清偿能力下的企业经营控制权相联系。就债务融资而言，如果企业经营者能按期还本付息，经营者就会拥有企业控制权；如果企业经营亏损或到期不能还本付息，控制权就会由经营者转移至债权人，债权人可行使控制权接管企业。如果企业融资采用有投票权的股票（普通股）进行融资，则控制权归股东所有；如果企业融资未采用有投票权的股票（普通股）进行融资，则控制权归企业经营者所有。从本质上说，企业融资方式的选择很大程度上影响着企业控制权的变化。在契约及信息不完全的情况下，资本结构的选择就是控制权在不同证券持有者之间分配的选择。最优的负债率应该是，在该负债水平上导致企业破产时，将控制权从股东转移给债权人是最优的。上述分析说明了债券融资的一个主要问题，即控制权转移可导致资本结构的再调整，换言之，控制权转移对企业资本结构具有整合效应。控制权理论与实证相结合，为理解经营者利益如何与投票法则和所有权结构相互作用以及企业控制权市场如何影响企业资本结构提供了一个好的开端。<sup>③</sup>

回顾融资结构相关诸理论可以发现，MM 理论、权衡理论、代理成本理论、

① Douglas W. Diamond: Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, July 1984, 51(3), pp. 393-414.

② P. Aghion, and P. Bolton: An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, *Review of Economic Studies*, 1992(59), pp473-494.

③ Michael C. Jensen, and Jerold B. Warner: The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors, *Journal of Financial Economics*, 1988 Vol. 20(1-2), p8.

不对称信息理论、公司控制权理论、市场择机理论等均从企业价值最大化或股票价值最大化的角度研究企业的融资结构，没有考虑融资结构与企业成长的相互影响，尤其没有具体考量债务融资与企业成长性的相互影响。

## 二、债务融资需求理论

企业债务融资需求理论方面，将融资表现视为一种需求，而这种需求能否得到满足取决于供求两方面，供给又受到一定政策背景的影响，因而衍化出了信贷配给理论（Credit Rationing Theory）、金融约束理论（Finance Restraint Theory）等。

### （一）信贷配给理论

信贷配给理论由 Baltensperger（1978）<sup>①</sup>调查联邦住房信贷银行的信贷市场后提出，论证了即使借款人愿意履行合同规定的所有价格和非价格条件，其贷款需求仍然无法全部得到满足，即只有部分需求可以满足的“信贷配给现象”。Stiglitz 和 Weiss（1981）<sup>②</sup>在信贷市场信息不对称的基础上建立的理论模型也具有非常强的影响力。假定银行不了解借款人具体的风险情况，贷款利率升高对预期收益会产生双重影响：一方面利率升高可能会增加银行的收益，另一方面由于逆向选择一些低风险厂商会退出市场而增加银行整体贷款的风险，使银行预期收益有可能下降。这两种可能使预期收益曲线非单调形状，且存在一个预期收益最大化点，即而产生了“信贷配给现象”。

均衡信贷配给现象在市场经济中较为普遍，它可以分为两类：一类是按照银行标明的利率，所有贷款申请人的借款需求只能部分地被满足；第二类是银行对不同的借款人实行差别待遇，一部分信息较对称的借款人的需求得到满足，而另一部分信息相对不对称的借款人则会被拒绝。市场经济的条件下的中小企业的融资难问题大多来源于第二类信贷配给。

Whette（1983）<sup>③</sup>的信贷配给模型拓展了Stiglitz等人的理论，他指出，在借款人风险中性的条件下，银行的抵押品要求也可能成为信贷配给的内生机制。

① E Baltensperger: Credit Rationing: Issues and Questions. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1978, Vol. 10, No.2, pp.170-183.

② Stiglitz and Weiss: Credit Rationing in Market with Imperfect Information, *American Economics Review*, 1981, No.7, pp.132-134.

③ Whette H C: Collateral in Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, 1983(73), pp. 442-445.

Bester (1985, 1987)<sup>①</sup>进一步讨论了抵押品在信贷配给中的作用。他认为,抵押品可以和利率同时作为银行分离贷款项目风险类型的甄别机制,即银行可以通过企业对抵押品数量变动的反应敏感程度来区分高风险和低风险贷款项目。Williamson (1986)<sup>②</sup>讨论了信贷配给过程中出现的监督成本问题,他也将银行期望收益与利率之间的非单调性变化归因于信息不对称。Schmidt (1997)<sup>③</sup>在对前人的研究进行归纳的基础上,建立了自己的信贷配给模型。他在信贷配给模型中放松了借贷双方的风险类型假设,内生化了利率、抵押品和贷款额,并分别建立了垄断及竞争两种信贷市场结构下的均衡解。

## (二) 金融约束理论<sup>④</sup>

以金融抑制与金融深化理论为基础,发展中国家在 70 年代初掀起了以取消政府管制,实行资本市场自由化为趋向的金融改革浪潮。尤其以非洲与拉丁美洲最为彻底。然而,最终的结果却不像理论中描绘的那么美妙:一次次债务危机在南美各国爆发,非洲各国也在贫困的泥潭中越陷越深。

究其原因,我们可以发现金融深化暗含这样一个假设:金融市场是完全竞争的市场,市场中的主体是理性的,市场中的信息是完善和公开的,并存在一个竞争完全不受任何阻碍和干扰的市场结构。古典和新古典的金融自由理论都认为,作为生产要素之一的资本市场只要是信息完全和充分竞争的,随着利率的自由浮动,市场就可以自动出清,资金配置就能实现帕累托最优。然而,发展中国家由于资本市场尚不发达,金融体系不尽完善,经济中广泛存在着信息不对称,委托——代理行为和逆向选择等问题,发展中国家的资本市场并非像发达国家那样符合信息完全和充分竞争的前提假设,在完全自由化的情形下资金配置难以达到帕累托最优。

在此背景下,经济学家 Hellman、Murdock 和 Stiglitz (1997)<sup>⑤</sup>提出“金融

① 参考 H. Bester: Screening versus Rationing in Credit Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, 1985(75), pp.850-855.

H. Bester: The Role of Collateral in Credit Markets with Imperfect Information, *European Economic Review*, 1987(31). pp.887- 899.

② S. D. Williamson: Costly Monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing, *Journal of Monetary Economics*, 1986( 9), pp.169- 179.

③ Schmidt- Mohr U: Rationing versus collateralization in the Competitive and Monopolistic Credit Markets with Asymmetric Information, *European Economic Review*, 1997(41), pp.1321- 1342.

④ 李朕:《基于金融约束理论的中国碳金融发展思路研究》,新疆财经大学博士学位论文,2012年。

⑤ 参见托马斯·赫尔曼、凯文·穆尔多克、约瑟夫·斯蒂格利茨:《金融约束:一个新的分析框架》,中国经济出版社,1998年,第12页。

约束”（Financial Restraint）理论，他们假定宏观经济环境稳定、通货膨胀率较低并且可预测，对监管银行业、控制利率、限制金融市场准入等一系列金融约束政策会直接影响金融业发展，从而影响金融企业、生产企业和居民等各部门的协调发展。

周业安（2000）的核心论点是，给定宏观经济环境稳定，通货膨胀率较低且可预测等前提条件，由存款监管、市场准入限制等组成的一整套金融约束政策有助于促进经济增长，其中政府把实际利率控制在竞争条件以下，但仍是正的。谈儒勇（1998）将金融约束概括为一组金融政策，如对存款利率加以控制、对贷款利率加以控制、对进入市场加以限制以及对来自资本市场的竞争加以限制等，它们旨在金融部门和生产部门内创造租金，或者旨在提高金融市场的效率。它突出了政府在金融发展中的积极作用。

金融约束的最终目的是金融自由化。金融约束与金融自由化看似矛盾，其实二者在本质上是相同的。金融自由化强调利用市场机制来调节资金的供需平衡，政府应放弃对金融领域的过分干预和保护，通过市场的自我完善与调节推进金融自由化进程。而金融约束并不全盘否定政府的干预，认为发展中国家金融市场不发达，金融体系不完善，存在着严重的信息不对称，委托——代理行为 and 逆向选择等问题，这需要政府选择性地干预金融市场，从而在一定程度上解决这些问题。随着金融体系的逐步完善，政府也需要逐步放开对金融领域的干预，使市场机制逐步发挥其调节作用。金融约束与金融自由化的区别主要在于它们处于不同的金融发展阶段以及相对应的政府干预的范围及强弱的差别。因此，金融约束不是静态的政策工具。相反，金融约束强调以市场为基础，政府的作用是增进民间部门的投融资能力以解决金融市场不发达和克服金融体系不完善所产生的种种问题。这就决定了金融约束政策需要不断的进行调整来适应经济发展不断进步、金融体系不断完善的客观事实。当经济处于金融发展的低级阶段的时候，可以推行全部金融约束政策；但随着金融自由化水平的提高，尤其是金融部门加强了其资本基础，这些干预应该逐步放松，经济将转向更为传统的“自由市场模式”。

本文根据企业融资需求理论，认为政府对金融部门选择性的干预有助于金融深化，为结论的相关政策内涵提出指导。

### 三、中小企业融资理论

中小企业规模较小，难以获得银行和其他金融机构的支持是世界各国中小企业发展过程中普遍面临的问题。因此，西方经济学家在对该问题的研究颇多，本文仅列举其中几种比较有代表性并对本文的理论：

#### （一）中小企业融资缺口理论

20世纪30年代初，英国议员麦克米伦在向英国议会提供关于中小企业问题的调查报告中提出了著名的“麦克米伦缺口”（Macmillan Gap）。报告认为，当企业需要的外源性资本规模低于25万英镑（约合400万英镑现值）时，很难在资本市场上实现融资。中小企业在发展过程中存在着资金缺口，对资本和债务的需求高于金融体系愿意提供的数额。这是关于融资缺口方面最早的论述，中小企业融资存在着长期资金缺乏的“麦克米伦缺口”。“麦克米伦缺口”从理论上论证了中小企业融资存在一定的缺陷。

中小企业融资难并不是中国特有的现象，中小企业对资本的需求高于金融体系愿意提供的数额，这类问题在世界各地包括欧美在内都存在。这一现象与市场规律相背离，市场上的商品供求主要由竞争性机制调节。资本作为一种商品，其价格以利率的形式表现，利率在市场上由资本的供求双方决定。而中小企业利率，即资本商品的价格水平，即使愿意支付更高的代价也得不到资本。直到20世纪70、80年代，在信息不对称理论提出后，才得到合理的解释。金融缺口是由于信息不对称而引起的市场缺失的一种表现。

权益性融资缺口产生的原因主要在于，在正规的资本市场上往往有最低发行量的要求，对小额发行者，资金的单位交易成本过高，即公开市场上发行所需的佣金和其他上市费用使小额的发行存在规模不经济的问题。在正规资本市场最低发行量的要求通常高于中小企业对资本的需求，同时过高的佣金，没有经济规模效应，使中小企业股票上市面临困难。虽然资本市场上风险投资的发展减少了中小企业权益融资的缺口，但由于风险投资本身的特征，决定了它并不适用于所有的中小企业。同时，风险投资因承担的风险高，要求的回报率较高，多以股权形式投入新兴的企业的投资资本，但其投资通常进行一段时间后（一般5年左右），要通过投资公司上市等方式置换出原始投资。风险投资的企业必须要在短期内有较高的成长性，从而大部分中小企业无法获得风险投资。

债务融资缺口的形成原因更为复杂，有政府的利率管制，以及因信息不对

称产生的逆向选择导致金融机构信贷配给等因素。在完全竞争的市场中，当需求和供给完全富有弹性时，金融缺口就特别大，对中小企业融资有显著影响。在信贷过程中，交易之前的信息不对称会形成逆向选择，即那些最有可能造成信贷风险的借款者，往往就是那些最积极寻找贷款、最可能得到贷款的人；在交易之后，信息不对称会出现道德风险行为，借款者最有可能无法归还贷款。贷款人即银行的预期收益不仅取决于利率的高低，也取决于借款人还款的概率。银行既关注利率水平，也关注贷款的风险。如果银行一味追求高利率，在信息不对称的情况下，由于对借款人的行为无法准确判断，势必增大贷款方风险。因为风险增大利率增高，导致低风险的借款人退出市场（逆向选择行为），或者促使借款人选择更高风险的项目（道德风险行为），结果，那些支付较高利率获得借款的借款人，最有可能无法归还贷款。可见存在信息不对称引起的逆向选择行为和道德风险的情况下，提高利率反而加大贷款平均风险，可能降低而不是增加银行的预期收益率。因而，银行宁愿选择在相对低的利率水平上拒绝一部分贷款的要求，而不会选择在高利率的水平上满足所有借款人的申请。即出现了借贷资本长期非均衡现象，形成信贷融资缺口。

## （二）中小企业关系贷款说<sup>①</sup>

信贷配给是信贷市场的内生机制，然而理论研究和经验证据均表明，信贷配给中的被拒绝者主要是中小企业。关系型贷款作为解决中小企业融资问题的一种重要手段，引起了国外有关部门和学者们的广泛重视。中小企业信贷的主要问题是中小企业信息严重不透明，与银行提供的标准不同，中小企业信贷更多通过关系贷款进行。小企业如何建立与银行的关系，并在未来获得可靠的贷款，这类银行贷款的决策主要基于通过长期和多种渠道的接触所累积的关于借款企业及企业主的相关信息而做出。在关系型贷款下，银行的信息积累既可以通过平时办理企业的存款、结算和咨询业务而附带取得，也可以从企业的利害相关者（股东、债权人、员工、供应商和顾客等）以及企业所在的社区获得。关系型贷款依据难以量化和传递的软信息，部分地弥补了中小企业因无力提供合格财务信息和抵押品所产生的信贷缺口，有助于改善其不利的信贷条件。实证研究表明，银企长期合作关系的强化有利于降低中小企业贷款的利率，减少贷款的担保和抵押要求，降低对商业信用的依赖，缓和利率波动对中小企业贷款利率

<sup>①</sup> 孔德兰：《中小企业融资结构与融资策略研究》，中国财政经济出版社，2009年，第86-87页。

的影响。<sup>①</sup>

Banerjeel (1994) 提出了长期互动假说, 认为中小金融机构一般是地区性的, 与地方中小企业长期合作, 互相了解, 减少了信息不对称问题, 愿意为之提供服务, 相比之下, 大型金融机构缺乏此优势, 出于规避信贷风险考虑, 他们更偏向于向大型企业提供贷款, 不愿意为信息不对称的中小企业提供贷款。因此, 该假说认为, 中小金融机构的建立有助于解决融资难问题。

Grace (2001) 建立了银行关系投资模型, 论述了小企业对银行进行关系投资的价值及其在获取银行信贷中的作用。他认为小企业在初始阶段愿意支付较高的利率作为信誉佣金, 以保证其在未来获得更好的信誉条件。将小企业的激励相容条件分为获得银行贷款的必要激励相容条件和获取资本市场资金的必要激励相容条件。在上述框架下, Grace 建立了一个基于关系贷款的对银行信贷的需求模型, 并分析了关系在决定信贷价格和信贷数量的角色意义。

### (三) 企业生命周期理论<sup>②</sup>

企业生命周期理论部分地弥补了融资顺序理论的缺陷。企业生命周期理论认为, 伴随着企业成长周期而发生的信息约束条件、企业规模和资金需求的变化, 是影响企业融资结构的基本因素。在企业创立初期, 由于资产规模小、缺乏业务记录和财务审计, 企业信息是封闭的, 因而外源融资的获得性很低, 企业不得不主要依赖内源融资; 当企业进入成长阶段, 资金需求猛增, 同时随着企业规模的扩大, 可用于抵押的资产增加, 并有了初步的业务记录, 信息透明度有所提高, 企业开始更多依赖金融中介的外源融资; 在进入稳定增长的成熟阶段后, 企业的业务记录和财务制度趋于完备, 逐渐具备进入公开市场发行有价证券的条件。随着公开市场可持续融资渠道的打通, 债务融资的比重下降, 股权融资比重上升, 部分优秀的中小企业成长为大企业。企业生命周期理论表明, 在企业成长的不同阶段, 随着信息、资产规模等约束条件的变化, 企业的融资渠道和结构也随之变化。其基本规律是, 越是处于早期成长阶段的企业, 外部融资的约束越紧, 渠道也越窄; 反之亦然。因此, 企业要顺利发展, 就需要有一个多样化的金融体系来对应其不同成长阶段的融资需求。

#### 1. 企业生命周期理论简要回顾

<sup>①</sup> Angelina P, Salvo R D, Ferri G: Availability and Cost for Small Business: Customer Relationship and Credit Corporations, *Journal of Banking and Finance*, 1998(22), pp.925-954.

<sup>②</sup> 高正平: 《中小企业融资新论》, 中国金融出版社, 2004年, 第73页。

20世纪50年代以来,生物学领域中的“生命周期”概念被“移植”到经济学研究领域,许多学者开始致力于对企业生命周期进行系统研究,其中的代表有Schumpeter、Mason、Gardner等。Schumpeter于1942年最早提出了企业生命周期的概念,并假定任何企业都存在一个生命周期,早期是增长和扩张,然后发展成熟,最后下降和消亡,直到市场被新的企业所“统治”。Mason(1959)也认为可以把生物学中的“周期”概念运用于企业,并认为企业也有它自己的成长曲线。Gardner(1965)指出企业的生命周期具有其特殊性,表现在:第一、企业的发展具有不可预测性;第二、企业的发展过程可能会出现一个既不明显上升,也不明显下降的停滞阶段,这是生物周期不具有的;第三、企业的消亡并非不可避免,企业可以通过变革再生。Steinmetz(1969)系统的研究了企业成长过程,并发现企业成长过程呈S型曲线。

进入20世纪70、80年代以来,人们对于企业生命周期的研究主要集中在相关模型的构建和生命周期阶段的划分上。Churchill和Lewis(1983)<sup>①</sup>从企业规模和管理因素两个维度描述了企业在各个阶段的发展特征,并提出了五阶段成长模型:创业阶段、生长阶段、发展阶段、起飞阶段和成熟阶段。Greiner(1985)<sup>②</sup>以销售收入和雇员人数为指标,并根据组织规模和年龄的组合,把企业生命周期划分成了:创业阶段、指导阶段、分权阶段、协调阶段和合作阶段。Adizes(1989)<sup>③</sup>在《企业生命周期》一书中,把企业生命周期分成了:孕育期、婴儿期、学步期、青春期、盛年期、稳定期、贵族期、官僚初期、官僚期和死亡期共十个阶段。

## 2. 企业生命周期理论划分<sup>④</sup>

通过前文对企业生命周期的简要回顾,不难发现不同的学者对企业生命周期理论有着不同的划分方式,但大致的阶段划分是类似的。因此,本文将按照传统的企业生命周期理论,把企业生命周期划分成为四个阶段,即:开发期(The Development Stage)、成长期(The Growth Stage)、成熟期(The Maturity Stage)

<sup>①</sup> Churchill和Lewis的模型认为企业的发展一般会呈现出:暂时或永久维持现状、持续增长、战略性转变、出售或破产等特征。

<sup>②</sup> Greiner的模型强调了创业者或经营者在企业成长过程中决策和管理的变化,并认为企业每个阶段都由前期演进和后期的变革(危机)所组成,而变革能否顺利进行将关系到企业的持续增长。

<sup>③</sup> Adizes认为企业成长的每个阶段都可通过灵活性和可控性两个指标来表现。企业初建或年轻时,灵活性强,做出变革相对容易,但可控性差;企业处于老年期时,企业的可控性较强,但缺乏灵活性。

<sup>④</sup> 欧晓辉:《债权融资结构与公司绩效研究——基于对成长型产业类上市公司的实证分析》,西南财经大学硕士学位论文,2007年。



和衰退期（The Decline Stage）。企业处于不同的生命周期阶段，不仅外部环境会发生变化，所追求的财务目标也会有所差别，从而对企业债务融资结构造成影响。处于不同生命周期阶段的企业，其债务融资结构是不同的。

（1）处于开发期的企业。由于处于初始创立阶段，企业还不被外界所了解，还谈不上资信度的问题，企业从外界筹措资金的可能性相对较小。因此，处于开发期的企业，缺乏负债条件和负债能力，债务融资比例较低，主要靠权益资本，负债融资并非企业主要的融资方式。

（2）处于成长期的企业。该阶段企业规模开始逐渐变大，实力逐步增强，产品占有份额逐渐扩大，产能逐步提高，因而企业会寻求进一步的发展壮大的机会，高速发展自己，而这样的超常扩充仅仅靠权益资本融资是不能满足要求的。另一方面，成长期的企业，一般都能向外界传递较为良好的业绩信息，其资信状况得到改善，广大的债权人都愿意提供资金支持，企业因而能筹措到数量大、成本低的债权资金。最后，由于债务融资天然的“税盾”作用，使得那些成长中的企业在考虑融资成本时，会更偏向于债务融资。总之，随着举债渠道的增加，举债资信条件的增强，偿债能力的提高以及一定条件下债务融资相对于权益融资的低成本，会使得债务融资成为成长期企业主要的融资方式。

（3）处于成熟期的企业。此时的企业财务状况良好，发展稳定，资信度高。但是，由于增长速度较前期放慢，出于稳定发展的考虑，企业会采取较为稳妥的财务政策，不会过度举债。另外，成熟期的企业，在前期已积累了丰富的留存盈余，能部分解决企业发展的资金需求，对于向外界举债筹资并不十分依赖，适度负债以及合理调整企业的资本结构成为企业的主要考虑。更为重要的是，对于成熟期的企业而言，它们能够满足证券市场股票上市发行或发行新股的苛刻条件，因而股票融资会成为上市公司们主要考虑的融资手段。

（4）处于衰退期的企业。随着企业产能的下降，利润将大幅减少，企业可能出现持续亏损，产品缺乏竞争力，设备老化，工艺落后，各种不利条件使得企业债务融资变得非常困难。不但如此，债权人可能会因为担心企业破产清算而要求提前偿还债务，企业前期积累的资金会大部分用来偿还债务，以及实现平滑过渡的相关支出。对上市公司而言，由于股价不断的走低，很难在股票市场觅得融资契机。此时的企业应当进行资产重组，或寻求兼并与被兼并的机会。但是，如果企业负债过多，则会构成实施上述措施的重大障碍。因此，企业会

尽量避免负债融资。

表 1-1 企业生命周期与债务融资

企业生命周期	产业特征	债务融资比重	融资决策
开发期	实力较弱；发展速度不稳定，波动大； 破产率高；企业缺乏自己的形象。	低	权益资本为主
成长期	发展速度快，波动小；实力增强；有自己 的主导产品；专业化水平提高，管理 规范化。	高	债务资本为主
成熟期	发展速度开始减慢，但效益稳定；有良 好的企业形象，但创新精神减退，战略 趋于保守。	适中	债务与权益资本 并重
衰退期	生产萎缩，效益降低；工艺落后，设备 陈旧；财务状况恶化。	低	权益资本为主

企业生命周期理论在对前述诸多理论不断修正的基础上，不断得以发展和完善。它从长期和动态的角度较好地解释了中小企业融资结构的变化规律，其基本规律也适用于中国中小企业的融资结构变化，其模型能够从长期和动态的角度很好地解释中小企业随融资结构变化规律，对中国中小企业融资具有一定的启发作用。研究表明，在中国中小企业的不同发展阶段，融资结构存在周期性变化，正式和非正式金融、股权融资和债务融资随着中小企业所处的不同成长阶段而发生着变化。本文的分析主要建立在企业生命周期理论的基础上，对中小企业成长性进行分析。考虑到成长期，中小企业以债务融资为主，本文选取债务融资因素来考量企业成长性。

## 第二节 中小企业成长理论

纵观古今中外企业的历史演进，中小企业的平均寿命都比较短、消亡率比较高。与此同时，也有一些中小企业发展壮大，并存续达百年以上。如何保持中小企业活力，适应社会发展与市场变化，实现可持续成长，迫使人们不断的

深思。从某种意义上看，整部企业史就是企业成长的发展史。

有关企业成长理论的研究由来已久，如何使企业保持优势并取得可持续发展，一直是中小企业发展的研究重心，这些研究主要集中在经济学和管理学两个方面。各种经济学流派都从不同的角度对企业成长问题有所建树，但其一直处于主流经济学研究之外。从主流经济学来看，企业成长理论只是一些经济学家在研究价格、市场、成本时的附带品。企业管理学虽然以企业为研究对象，但长期以来涉及的是企业管理的职能，对企业成长问题同样较少关注。真正关注企业行为和成长问题的是从产业组织理论的兴起开始的。中国有关企业成长的原创性理论始终是一片空白，企业成长的原创性思想，无不源于国外。通过整理相关成长理论<sup>①</sup>，指导中小企业成长性研究。

## 一、经济学领域企业成长理论

### （一）古典经济学

经济学领域的研究最早可以追溯到古典经济学。该学派代表亚当·斯密（1776）<sup>②</sup>在《国富论》中用分工带来的规模经济解释企业成长问题。斯密有关企业成长的思想可以概括为市场规模和分工程度决定了企业成长，即不同行业因分工不同，企业成长的机会将不同，因而市场技术结构决定企业成长及其规模。

### （二）新古典经济学

新古典经济学的企业成长理论就是企业规模调整理论，该理论认为企业成长的动力和原因在于对规模经济以及范围经济的追求。新古典理论中的企业成长的过程就是企业调整产量达到最优规模水平的过程，而且这个过程是在利润最大化目标既定，所有约束条件已知的情况下，根据最优化规则进行的被动选择，企业没有发挥任何主动性的余地。<sup>③</sup>

在新古典经济学中，企业被抽象成一个生产函数，企业成长过程就是在利润最大化目标既定且约束条件已知的情况下企业调整产量达到最优规模水平的

① 韩太祥：《企业成长理论综述》，《金融研究》2002年第5期。

② 亚当·斯密：《国富论》，商务印书馆，1997年，第5-14页。

③ 纳尔逊·温特：《经济变迁的演化理论》，商务印书馆，1997年，第54页。

过程。马歇尔（1890）在坚持规模经济决定企业成长观点的同时，通过引入外部经济、企业家生命的有限性和处于垄断地位的企业面临竞争的挑战这三个因素，认为企业规模的扩大会导致企业灵活性下降，从而竞争力下降，成长的负面效应最终会超过正面效应，使企业失去成长势头，更重要的是随着企业的成长，企业家的精力和寿命均会对企业成长形成制约，而且新企业和年轻企业家的进入竞争，会对原有企业的垄断地位形成挑战，从而会制约行业垄断结构的维持。斯蒂格勒（1975）以企业的功能划分为基础，根据产业生命周期分析了企业成长的一般规律，重新解释了基于规模经济效应的企业成长。在一个产业的形成初期，市场规模较小，这个阶段的企业成长主要通过企业内部的分工来实现，企业大多是“全能”企业。随着产业和市场的扩大，原有企业通过专业化程度的提高来实现规模的扩大，从而实现企业成长，这时的企业表现为“专能”企业。<sup>①</sup>

### （三）新制度经济学

新制度经济学则通过研究企业性质来揭示企业成长，即成长动因是为了节约交易费用，强调合适的制度安排及制度创新对企业成长的重要性，通过组织和流程再造可以增强企业的竞争力和成长性。企业成长的制度变迁理论，对企业成长制度变迁理论的探讨。其代表人物钱德勒（1977，1992）从历史和宏观角度分析，认为从组织制度上可以把企业分为古典企业和现代企业。企业成长中由古典企业向现代企业的这种制度变迁，不仅对企业本身意义重大，而且对社会经济体制的转变也具有决定性作用。企业制度变迁是随企业经营规模扩张而出现的，同时它又是维持和促进规模扩张的必要条件，由于企业成长意味着一部分原先的市场交易内部化于企业之中，这就需要企业内部的行政协调机制的相应发达。因此，企业成长的重要方面就是企业内部组织结构的变革。

从新制度经济学来看，企业成长就是企业边界扩大的过程，分析企业成长因素也就是探讨决定企业边界的因素，企业成长的动因在于节约市场交易费用。企业的边界可以分为纵向边界、横向边界、多样化经营边界，新制度经济学的企业成长论主要分析纵向边界的扩展。

其中，后凯恩斯主义在微观经济问题上的分析独具特色，它把企业目标定义为增长最大化，其价格理论也不是关注如何通过价格机制来确定企业产品的

<sup>①</sup> 纳尔逊·温特：《经济变迁的演化理论》，商务印书馆，1997年，第55页。

稀缺性，而是关注通过价格来保证企业的增长潜力。在企业成长方面的贡献是，在企业增长率最大化的目标假设下，构建一个把企业产量决策、投融资决策和定价决策融为一体的企业成长模型。通常企业根据对未来市场需求增长和变化的预期形成投资计划，企业根据计划的投资支出水平决定加价规模，该加价规模将给企业带来计划投资支出所需要的保留利润，因此，企业的定价决策服从于企业成长的投资计划，如何确定加价规模成为企业的关键问题，为此必须结合融资成本的权衡综合考虑。

关于企业成长理论的论述可谓百家争鸣，其中后凯恩斯主义的成长理论已经初步涉及到了融资成本对企业成长产生影响，合理的融资结构会直接降低融资成本。

## 二、管理学领域企业成长理论

管理学领域的研究是从资源基础、核心能力、产业组织理论、创新管理、财务管理、生命周期理论多角度逐步演进的。资源基础观认为企业的成长性受到企业内部资源的制约。核心能力观则认为企业成长来源于对各种资源、技术、知识等核心能力的整合。产业组织理论在“结构—行为—绩效”（SCP）范式基础上，建立“五力模型”：一个产业中的潜在进入者、替代者、买方、供应方和在位竞争者的五种力量共同决定了产业结构和竞争程度，进而决定了该产业最终的获利潜力，最终决定了企业的成长性。创新管理理论以熊彼特为代表，强调了创新为企业成长提供了持久的源动力。财务管理理论将企业的成长性使用财务指标计量，实现了从定性分析到定量分析。生命周期理论从企业生命周期的各个阶段分析了企业成长及老化的本质及特征。

Greiner（1972）<sup>①</sup>提出的企业生命周期理论认为企业的成长过程根据一定的标准可以被划分为几个阶段，企业就像生物体一样具有生命周期。对企业生命周期的研究最主要在于生命周期阶段的划分依据，以及各阶段中企业应该采取的策略。本文主要使用了生命周期理论对中小企业板上市公司样本的选取了处于成长期的中小企业。

---

<sup>①</sup> Larry E.Greiner: Evolution and Revolution as Organization Grow, *Harvard Business Review*, 1972, pp. 322-329.

严格的说, Penrose (1959)<sup>①</sup>是第一个真正意义上以企业成长为专门研究对象, 提出系统的企业成长理论的人, 类似于Penrose这样系统化研究企业成长的理论并不多见。Penrose的企业内在成长理论, 作为一种企业内生成长理论, 始终以单个企业为研究对象, 探究了决定企业成长的因素和企业成长的机制, 建立了一个企业资源、企业能力、企业成长的分析框架。Penrose认为企业能力决定了企业成长的速度、方式和界限。企业能力的关键是管理能力, 它是限制企业成长率的基本因素。Penrose成长理论则强调资源、能力与企业成长三者的关系, 因此优化融资结构可以促进企业的成长。以Prahalad和Hamel (1990)<sup>②</sup>为代表的提出的企业核心能力理论对企业资源论作了进一步引申, 认为企业的竞争优势(即决定企业成长的因素)来源于企业配置、开发和保护其资源的能力, 他们将这一能力称为企业的核心能力, 实际上这一理论与Penrose的资源论在本质上是一致的。

此外, 还有Chandler (1987) 提出的管理成长理论则认为, 现代企业的成长是为了适应技术变革和市场扩大的形势在管理结构方面出现的反应。Chandler认为技术发展和市场扩大是推动企业成长的根本, 这两个因素的共同作用引起了企业生产与分配领域的根本变化, 促成了企业的成长。此外, 还有Hannan和Freeman (1977)<sup>③</sup>为代表的组织生态学理论认为外在的环境因素决定了企业的生存、成长和衰亡。知识基础论的代表Demsetz (1988) 企业看作知识的集合体, 他认为企业的知识决定了企业配置资源等活动的能力, 从而使企业能够在市场竞争中获得优势。战略学派创始人Porter (1990)<sup>④</sup>认为竞争是企业成败的关键因素, 企业与同行业其他企业相比的竞争优势是推动企业成长的主导力量。而竞争优势来源于企业推行的战略——成本领先、差异化和集中化。

管理学领域对企业成长理论的研究较为深入, 不同的观点形成了很多流派, 每个流派的观点对企业成长的理论体系都有很大的影响力。上述理论对本文的启发是要从企业内部因素、外部因素考量企业成长问题, 多角度全面的关注各因素对企业成长性的影响。Penrose成长理论则强调资源、能力与企业成长三者的关系, 资金本身是一种重要的资源; 融资和构建合理的融资结构本身就是一

① E. T. Penrose: *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, 1959.

② C. K. Prahalad, Gary Hamel: The Core Competence of the Corporation, *Harvard Business Review*, 1990(66), pp. 689-712.

③ M. T. Hannan, and J. Freeman: *Organizational Ecology*, Harvard University Press, 1989.

④ Michael E. Porter: *The Competitive Advantage of Nations*, The Macmillan Press, 1990.

种核心能力的体现。因此债务融资的优化从Penrose理论的角度来看，必然可以促进企业的成长。

本章在上述各派理论的基础上构建了基于成长的中小企业融资结构优化模型，模型从中国中小企业资金匮乏、融资渠道主要依赖债务融资的实际情况出发，通过两阶段模型推导出中小企业在实现最优成长时的债务融资额度及与之相对应的融资结构。

## 第二章 中小企业成长性的判定

### 第一节 中小企业成长性评价指标体系的建立

研究中小企业融资结构与成长性的关系，首先需要建立起中小企业成长的评价指标体系，作为成长性的衡量重要依据，该体系为后面的分析奠定一定的基础。

#### 一、指标体系的设置原则

本文应用系统论的方法指导指标体系的设置，考虑到中小企业的实际情况，设置中小企业成长性评价指标体系坚持的原则有：

1.客观性。建立的中小企业成长性评价指标体系将本着客观公正的原则反映客观事实，在成长性得分中体现中小企业真实的成长情况。

2.全面性。建立的中小企业成长性评价指标体系，一方面要可以涵盖研究对象的过去、现在及未来三个阶段的发展情况；另一方面要能够考虑到尽可能多的中小企业，具有广泛而全面的适用性，因而避免使用单一的指标进行评价。

3.科学性。建立的中小企业成长性评价指标体系要保证每个指标之间能够互相补充，是一个既完整又灵活可变的科学体系。

4.合理性。建立的中小企业成长性评价指标体系，应尽量避免相关融资结构的财务指标，使后面的分析具有合理性。

#### 二、成长性评价现有研究分析

在现行研究中，各国学者从不同角度研究了上市公司成长性评价的方法。国外对于成长性评价研究时，因为更注重驱动因素的研究，因此财务指标所占的比例不多。其中有 Larry Lang（1994）等在其研究杠杆、投资和公司成长的文献中选取了三个描述成长性的指标：第  $t+1$  年的净投资额/第  $t$  年的固定资



产账面价值,资本支出增长率和员工人数增长率<sup>①</sup>。也有些学者,如 Cooper(1994)<sup>②</sup>和 Peter(1996)将3年期间的雇员人数的相对增长作为测评指标<sup>③</sup>。似乎在选取指标时,学者们倾向选择雇员人数的增长,但是 Churchill 和 Lewis(1983)<sup>④</sup>认为从评价组织结构的复杂性来看,雇员人数的增长虽然是一个直接的指标,但是其缺点在于它要受劳动生产率提高、机器和人工的替代关系等的影响。

由于没有一个普遍适用的比较优良的增长性指标存在,多数学者主张使用多个指标合成评价的指标体系。如美国纽约大学研究中心采用管理能力、产品服务或技术的独特性、产品市场大小等指标来测量风险企业的成长性。Zutshi(2002)<sup>⑤</sup>对新加坡的创业资本的投资评价标准进行了研究,认为企业家的素质、高级管理人员的能力是评价企业成长的决定因素。Frederic、Davidsson 和 William(2003)<sup>⑥</sup>选择以相对和绝对的销售增长、相对和绝对的员工增长、组织成长、并购增长、成长的规则性等19项指标为衡量标准,确定1501家高速成长的公司。

与国外的研究不同,国内更侧重于对财务指标的选取,采用各种模型和方法来进行测算评价。其原因,主要是基于两点考虑:首先是财务指标的数据容易获取;其次是财务指标是公司经营现状的客观记录,其变化归根到底也是来源于公司基本面状况的改善。因此,如果设置恰当,则财务指标是可以反映公司内部那些难以量化的基本特征,从而较为综合地反映公司各个方面基本经营的特征。同时,也有学者基于财务指标反映公司成长性的片面性,在研究中也考虑了非财务指标的选取。<sup>⑦</sup>

选用单一财务指标来评价公司成长性,其思路简单明了,而且计算量小,能够节省大量的人力与物力,但是却难以涵盖公司成长性的各个方面,具有较大的局限性。从以往的研究来看,评价成长性的单一指标主要集中在:P/B(宋

① 李维安、张国萍:《经理层治理评价指数与相关绩效的实证研究——基于中国上市公司治理评价的研究》,《经济研究》2005年第11期,第87-98页。

② Cooper A C, Gimeno-Gascon F J, Woo, C. Y: Initial human and financial capital as predictors of new venture performance, *Journal of Business Venturing*, 1994(9), pp.25-371.

③ 惠思才:《关于上市公司成长性分析》,《财经问题研究》1998年第4期,第49-51页。

④ Churchill C, Lewis V L: The five stages of small business growth, *Harv. Business Review*, 1983, 61(3), pp.30-50.

⑤ Zutshi: Growth of firms in developing countries, *Journal of Development Economics*, 2002(4), pp.463-481.

⑥ Frederic Delmar, Per Davidsson, William B Gartner: Arriving at the High-growth Firm, *Journal of Business Venturing*, 2003, 3(18), pp.189.

⑦ 谷燕:《关于公司成长性研究的综述》,《价值工程》2009年12期,第15页。

剑锋，2000），净利润增长率（岑成德，2002），托宾 Q 值（蒋美云，2005），主营业务收入增长率和净资产增长率（吕长江、金超和陈英，2006），净资产增长率（曾江洪和丁宁，2007）<sup>①</sup>。

表 2-1 上市公司成长性评价指标研究情况比较

理论代表	主要观点	优点	缺点
王寿安、马俊	用每股盈余的成长率来分析股票的成长性。	便于计算。	指标单一、未考虑历史经营因素。
夏晓辉	用主营业务收入增长率、主营利润增长率和净利润增长率评价上市公司成长性。	考虑了历史经营因素，指标更加多样化。	未考虑资产增加、现金实力、资本结构及各指标之间的相关性，净利润为负时，其增长率的计算有失偏颇。
证券日报	用利润总额增长率、主营收入增长率、净资产增长率、净资产收益率、收入现金率等指标评价上市公司成长。	考虑了历史经营因素，指标更加多样化。	未考虑指标之间的相关性和资本结构对成长性的影响
清华大学企业研究中心	用三年主营业务平均增长率、三年利润平均增长率、三年资产平均增长率已经销售增长趋势和利润增长趋势评价公司成长性。	指标比较全面，考虑了公司经营的历史及增长趋势。	未考虑企业的现金实力、资本结构以及指标之间的相关性；净利润为负时，其增长率的计算有失偏颇。

由于单一指标对于公司成长性评价的局限性，更多的学者选用多个指标来进行综合评价。如吴世农、李常青和余玮（1999）选取了影响上市公司成长性的五个关键因素：资产周转率、销售毛利率、负债比率、主营业务收入增长率和期间费用率<sup>②</sup>。王青燕和何有世（2005）使用的则是主营业务增长率、主营业

① 宋剑峰：《净资产倍率、市盈率与公司的成长性》，《经济研究》2000年第8期，第36-45页。

② 吴世农、李常青、余玮：《我国上市公司成长性的判定分析和实证研究》，《南开管理评论》1999年第4

务利润增长率和净利润增长率<sup>①</sup>。马璐和胡江娴(2005)从企业所处的行业状况、企业核心能力、制度体系及市场开发能力四个方面提出了企业成长性的评价指标体系<sup>②</sup>。李定珍、唐红涛和杨潘(2007)以盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力等四方面的13个财务指标,对上市零售企业的成长性进行了评价和排序<sup>③</sup>。符林、刘轶芳和迟国泰(2008)在评价第二产业的11个行业中的411家上市公司时,选取的是净利润增长率、收入增长率、现金实力、资产增长率、偿债能力五项指标综合反映上市公司的成长性<sup>④</sup>。国内各理论代表主要观点及评价如表2-1。

通过上述学者的研究可见,上市公司成长性的评价方法和设计并无统一的标准,国内学者往往根据文章的目的评价成长性,得出公司成长性得分和排序,指明特定上市公司是属于成长性还是非成长性的上市公司。由于公司成长性分析的复杂性,影响成长性的因素太多,仅仅凭几个财务数据来衡量,未免过于片面,而非财务数据选用又难以量化。因此,在评价指标的选择上仍然采取财务指标。

### 三、评价方法的选择与设计

对成长性评价的研究中,比较有代表性的是2000年4月中国企业评价协会会同国家经贸委中小企业司、国家统计局工业交通统计司,共同设立了“中小企业发展问题研究”课题,提出了一项判断中小企业成长性的综合评估方法——“成长型中小企业”评估方法(GEP评估法),建立包括发展状况、获利水平、经济效率、偿债能力和行业成长性五大类指标的综合指标体系。<sup>⑤</sup>该评估方法在中南大学商学院中小企业发展研究中心《中小上市公司成长性研究》课题组的《创新:中小企业成长之道——2006年中小上市公司成长性报告》到《成

期,第49-57页。

① 王青燕、何有世:《影响中国上市公司成长性的主要因素分析》,《统计与决策》2005年第1期,第61-63页。

② 马璐、胡江娴:《企业成长性分析与评价》,《商业研究》2005年第7期,第49-52页。

③ 李定珍、唐红涛、杨潘:《我已上市零售企业成长性评价实证研究》,《财贸经济》2007年第11期,第77-81页。

④ 符林、刘轶芳、迟国泰:《上市公司的成长性判定方法与实证研究》,《财经问题研究》2008年第6期,第71-77页。

⑤ 国家经济贸易委员会中小企业司,国家统计局工业交通司,中国企业评价协会联合课题组:《成长型中小企业评价的方法体系》,《北京统计》2001年第5期,第9页。

长的逻辑——2011年中小上市公司成长性研究报告：中小上市企业成长扫描》等6年的报告中多次使用，充分证明了其科学合理性。因此，本文沿用GEP评估法，并在此基础上进行适当改进，借鉴财务分析框架的三大逻辑切入点：盈利质量、资产质量、现金流量。同时，本文针对成长性，特别引入了规模扩张能力，构成成长性的分析框架。

表 2-2 成长性评价指标体系表

盈利能力 增长能力	F1	净利润平均增长率	
	F2	资产收益平均增长率	资产收益率 = 净利润 × 2 / (期初资产总额 + 期末资产总额) × 100%
	F3	净资产收益平均增长率	净资产收益率 = 净利润 × 2 / (期初净资产总额 + 期末净资产总额) × 100%
	F4	销售净利润率平均增长率	销售净利润率 = (净利润 / 销售总额) × 100%
规模 扩张 能力	F5	主营业务收入平均增长率	
	F6	总资产平均增长率	
	F7	净资产平均增长率	
运营 能力	F8	总资产平均周转率	总资产周转率 = 营业收入 × 2 / (期初资产总额 + 期末资产总额) × 100%
	F9	固定资产平均周转率	固定资产周转率 = 营业收入 × 2 / (期初固定资产总额 + 期末固定资产总额) × 100%
	F10	净资产平均周转率	净资产周转率 = 营业收入 × 2 / (期初净资产总额 + 期末净资产总额) × 100%
现金 流量 增加 能力	F11	经营活动净现金流 平均增长率	
	F12	销售现金比率平均增长率	销售现金比率 = (经营活动现金净流量 / 主营业务收入) × 100%

Higgins (1977)<sup>①</sup>首次从财务管理学的角度构建了可持续成长模型分析企业可持续成长的问题，并将可持续成长率的概念定义为：“企业的可持续成长率为不消耗其财务资源的基础上，企业销售率增长的最大值”。本文从财务角度出发分析中小企业成长性，一方面可以保证实证分析的可行性，另一方面财

<sup>①</sup> Robert C Higgins: How much growth can a firm afford? *Financial Management*, 1977, No. 6, pp. 7-16.

务数据更为直观体现企业生命体特征。本文采用纵向指标的几何平均值，时间跨度为3年，使用12个常用的财务指标从盈利、规模扩张、运营、现金流四方面的成长反映了中小企业成长性，具体指标如表2-2。

## 第二节 中小企业成长性评价方法的选择

### 一、样本的选择

由于证监会《关于做好与新会计准则相关财务会计信息披露工作的通知》中明确要求2007年起上市公司全面使用新的企业会计准则，公允价值的引入对资产、利润等项目产生较大影响。为了保证数据的可比性，因而本文选取了2007-2010年4年的数据，而选择的中小企业板上市公司，普遍都处于成长期。数据具体选择如下：

- 1.根据国家统计局统计上大中小型企业划分标准（表1），选择在2008年1月1日满足表内条件的中小板上市企业；
- 2.剔除极值情况，即业绩较差的ST、PT公司；
- 3.为保证报表数据的完整性和准确性，剔除财务报表信息不完整、2008-2010年年间任一年报审计中非标准无保留意见的企业、被证监会处罚过信息披露违法违规的企业；
- 4.剔除特殊行业的公司，如金融类企业；
- 5.根据国家统计局统计标准，在计算增长率时剔除基期为负数的数据。

最后取得了140家样本公司，数据来源于国泰安CSMAR金融经济数据库，使用SPSS12.0对简单运算数据，分析企业的成长性，再用Eviews5.0（计量经济学软件包）进行主成分分析。

### 二、成长性实证方法的选择

影响企业成长性的指标众多，因而一般都采用综合评价方法，即计算企业成长性综合得分。目前比较常用的有：单一指标法、加权评分法、功效系数法、二维判断法、突变级数分析法、主成分分析法等。考虑到成长性评价体系的12

个指标之间的关系比较错综复杂和模糊不清，难以直接对各指标设置权重，因而不适用单一指标法、加权评分法、功效系数法、二维判断法。相较而言，不需要单独分析权重的突变级数法和主成分分析法具有一定的优势，并且计量软件可以实现自动、客观的设置各个指标的权重，使实证结果更为真实准确。

但是，突变级数分析法只适用于评价指标必须为非负，而衰退或亏损的公司存在评价指标为负的情况，无法准确的在模型中进行统一计量，有失公允。而主成分分析法减少变量个数的同时，也适用于负数的评价指标。而主成分分析法需要通过 KMO(Kaiser-Meyer-Olkin)检验和巴特利特球形检验(Bartlett Test of Sphericity)。KMO 检验来判断各因子之间的偏相关性，取值在 0 到 1 之间，越接近 1 越好。Kaiser 给出了常用的 KMO 度量标准：越接近 1 越好，0.9 以上表示非常适合；0.8-0.9 之间表示适合；0.7-0.8 之间表示一般；0.6-0.7 之间表示不太适合；0.5 以下表示极不适合。使用本文的成长性评价指标体系得到的 KMO 检验值为 0.806，比较适当；巴特利特球形检验值显著性为 0.000，通过检验。主成分分析的目的之一是减少变量的个数，但对应保留多少个主成分并没有确切的回答。通常需要综合考虑样本总方差的量、特征值的相对大小以及各成分对现实的阐述，一般所取  $m$  使得累积贡献率达到 85%以上为宜。本文选择特征值大于 1 的 5 个主成分来代替原来的 12 个变量，累积贡献率为 85.24%，评价效果较好。综上，使用主成分分析法来评价中小企业成长性较为合适。

### 三、成长性评价模型描述

在本评价模型中采用了主成分分析法，从而剔除了各指标相关性的影响。主成分分析法（因子分析）是将多个实测变量转换为少数几个不相关的综合指标的多元统计方法。影响事物变化的因素常常有很多，而主成分分析就是利用各因素之间的相关性将影响事物变化的很多因素归纳为少数几个综合指标的方法。

设原始变量为  $F_1$ 、 $F_2$ 、 $F_3$ 、 $F_4$ 、 $F_5$ 、 $F_6$ 、 $F_7$ 、 $F_8$ 、 $F_9$ 、 $F_{10}$ 、 $F_{11}$ 、 $F_{12}$ 。

主成分变量为  $C_1$ 、 $C_2$ 、 $C_3$ 、 $C_4$ 、 $C_5$ 。

主成分与原始变量之间的关系可表示为：

$$C_1 = B_{101} F_1 + B_{102} F_2 + B_{103} F_3 + B_{104} F_4 + \cdots + B_{112} F_{12} + e_1$$

$$C_2 = B_{201} F_1 + B_{202} F_2 + B_{203} F_3 + B_{204} F_4 + \cdots + B_{212} F_{12} + e_2$$

$$C_3 = B_{301} F_1 + B_{302} F_2 + B_{303} F_3 + B_{304} F_4 + \cdots + B_{312} F_{12} + e_3$$

$$C_4 = B_{401} F_1 + B_{402} F_2 + B_{403} F_3 + B_{404} F_4 + \cdots + B_{412} F_{12} + e_4$$

.....

$$C_m = B_{m01} F_1 + B_{m02} F_2 + B_{m03} F_3 + B_{m04} F_4 + \cdots + B_{m12} F_{12} + e_m$$

即矩阵  $C=BF+e$

如果残差  $e$  可以忽略不计，且原始变量为  $F_1$ 、 $F_2$ 、 $F_3$ 、 $F_4$ 、 $F_5$ 、 $F_6$ 、 $F_7$ 、 $F_8$ 、 $F_9$ 、 $F_{10}$ 、 $F_{11}$ 、 $F_{12}$  彼此不相关，则可以形成特殊的因子分析，即主成分分析法。数学模型为  $C=BF+e$ ，其中  $C$  为主成分向量， $B$  为主成分变换矩阵， $F$  为原始变量。具体步骤为：

第一步，首先进行数据标准化处理。如果第  $i$  个样本对应原始变量的值  $F_{i01}$ 、 $F_{i02}$ 、 $F_{i03}$ 、 $\cdots$ 、 $F_{i12}$ ，则标准化后值为  $F'_{ij} = (F_{ij} - F_j) / \sigma_j$ ，其中  $\sigma_j$  为标准差；

第二步，计算各指标之间的相关系数矩阵  $R$ ；

第三步，计算  $R$  特征值  $\lambda_1, \lambda_2, \cdots, \lambda_n$ 。根据  $\lambda_1 / (\lambda_1 + \lambda_2 + \cdots + \lambda_n)$  求出各主成分的贡献率，根据累积贡献率选取前  $n$  个主成分，一般原则为累积贡献率  $> 85\%$ 。本研究是用 Eviews 软件包来完成上述分析过程，在分析的同时还可以得到用原变量表示的主因子计算公式，利用公式可以算出样本的每一主因子得分。

### 第三节 中小企业成长性的综合评价

本文选取了 140 家样本公司，按照主成分分析法对样本公司的 2008-2010 年成长性进行测算，得出相应的综合评价。

主成分分析法 (principal components analysis, 简称 PCA) 由 Hotelling 于 1933 年首先提出。它通过投影的方法，实现了数据的降维，在损失较少数据信息的基础上把多个指标转化为几个有代表意义的综合指标。考虑到样本总方差

的量、特征值的相对大小以及各成分对现实的阐述，一般所取  $n$  个主成分，使得累积贡献率达到 85% 以上为宜。结合表 2-3，由表 2-4 可知，前五个主成分对原始变量方差的累计贡献率为 85.9%，能较好地评价上市公司的成长性，实现了将 12 维数据变量降至 5 维的目的。

表 2-3 样本公司元素相关系数表

	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	F10	F11	F12
F1	0.97	0.82	0.97	0.53	0.39	0.13	0.19	0.19	0.05	-0.12	0.33
F2		0.88	0.99	0.36	0.19	0.07	0.16	0.23	0.02	-0.09	0.34
F3			0.89	0.33	0.21	0.03	0.08	0.08	0.08	-0.04	0.18
F4				0.35	0.24	0.11	0.17	0.16	0.08	-0.07	0.33
F5					0.76	0.17	0.17	0.04	-0.03	-0.17	0.05
F6						0.35	0.09	-0.19	0.30	-0.12	-0.10
F7							0.27	-0.22	0.27	0.15	-0.10
F8								-0.13	-0.03	0.18	0.13
F9									-0.52	-0.50	0.19
F10										-0.12	-0.12
F11											-0.10

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

表 2-4 主成分特征值及贡献率分析结果

主成分	特征值	贡献率	累计贡献率
第 1 主成分 C1	4.333	0.361	0.361
第 2 主成分 C2	2.176	0.181	0.542
第 3 主成分 C3	1.487	0.124	0.666
第 4 主成分 C4	1.193	0.099	0.766
第 5 主成分 C5	0.920	0.077	0.859
第 6 主成分 C6	0.771	0.064	0.907
第 7 主成分 C7	0.618	0.052	0.958
第 8 主成分 C8	0.205	0.017	0.975
第 9 主成分 C9	0.148	0.012	0.988
第 10 主成分 C10	0.136	0.011	0.999
第 11 主成分 C11	0.010	0.001	1.000
第 12 主成分 C12	0.003	0.000	1.000

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

本文使用 C1、C2、C3、C4、C5 代表前 5 个主成分，它们对应的特征向量



见表 2-4。

5 个主成分的线性组合方程式，如下：

$$C1 = -0.472F1 - 0.458F2 - 0.416F3 - 0.459F4 - 0.279F5 - 0.212F6 - 0.082F7 - 0.108F8 - 0.086F9 - 0.037F10 + 0.076F11 - 0.168F12$$

$$C2 = 0.0272F1 + 0.110F2 + 0.046F3 + 0.059F4 - 0.206F5 - 0.412F6 - 0.422F7 - 0.178F8 + 0.519F9 - 0.418F10 - 0.230F11 + 0.252F12$$

$$C3 = 0.034F1 + 0.145F2 + 0.150F3 + 0.159F4 - 0.421F5 - 0.440F6 + 0.043F7 + 0.292F8 - 0.304F9 - 0.040F10 - 0.589F11 + 0.179F12$$

$$C4 = -0.023F1 - 0.099F2 - 0.216F3 - 0.130F4 + 0.346F5 + 0.134F6 + 0.197F7 + 0.560F8 + 0.206F9 - 0.580F10 + 0.196F11 + 0.137F12$$

$$C5 = 0.044F1 + 0.042F2 + 0.206F3 + 0.0277F4 + 0.194F5 + 0.094F6 - 0.267F7 - 0.360F8 - 0.057F9 - 0.397F10 + 0.454F11 - 0.581F12$$

$$C = 0.361C1 + 0.181C2 + 0.124C3 + 0.099C4 + 0.077C5$$

根据成长函数运算，可以得到各样本企业的成长性综合得分，如表 2-5。指标标准化使得成长综合得分分布基本上是呈正态分布的，其中得分的正负不代表实际意义，会出现有的 C 值为负值的结果，不会影响到可比性。

表 2-5 前五个主成分对应的特称向量

主成分 特征向量	第 1 主成分 C1	第 2 主成分 C2	第 3 主成分 C3	第 4 主成分 C4	第 5 主成分 C5
F1	-0.472	0.027	0.034	-0.023	0.044
F2	-0.458	0.110	0.145	-0.099	0.042
F3	-0.416	0.046	0.150	-0.216	0.206
F4	-0.459	0.059	0.159	-0.130	0.028
F5	-0.279	-0.206	-0.421	0.346	0.194
F6	-0.212	-0.413	-0.440	0.134	0.094
F7	-0.082	-0.422	0.043	0.197	-0.267
F8	-0.108	-0.178	0.292	0.560	-0.360
F9	-0.086	0.519	-0.304	0.206	-0.057
F10	-0.037	-0.417	-0.040	-0.580	-0.397
F11	0.076	-0.230	0.589	0.196	0.454
F12	-0.168	0.252	0.179	0.137	-0.581

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

表 2-6 样本中小企业板上市公司成长性排名

证券代码	证券简称	C	证券代码	证券简称	C	证券代码	证券简称	C
002107	沃华医药	1.978	002195	海隆软件	0.395	002090	金智科技	-0.100
002019	鑫富药业	1.746	002070	众和股份	0.393	002048	宁波华翔	-0.106
002102	冠福家用	1.168	002138	顺络电子	0.382	002151	北斗星通	-0.108
002018	华星化工	1.164	002180	万力达	0.380	002055	得润电子	-0.111
002047	成霖股份	1.159	002064	华峰氨纶	0.378	002040	南京港	-0.120
002053	云南盐化	1.051	002100	天康生物	0.378	002198	嘉应制药	-0.123
002134	天津普林	1.042	002153	石基信息	0.375	002014	永新股份	-0.128
002143	高金食品	0.972	002140	东华科技	0.370	002147	方圆支承	-0.145
002025	航天电器	0.915	002056	横店东磁	0.362	002015	霞客环保	-0.146
002188	新嘉联	0.855	002189	利达光电	0.360	002092	中泰化学	-0.152
002175	广陆数测	0.852	002049	晶源电子	0.351	002149	西部材料	-0.154
002141	蓉胜超微	0.850	002202	金风科技	0.349	002087	新野纺织	-0.162
002043	兔宝宝	0.690	002106	莱宝高科	0.339	002099	海翔药业	-0.163
002194	武汉凡谷	0.690	002115	三维通信	0.337	002193	山东如意	-0.165
002084	海鸥卫浴	0.689	002082	栋梁新材	0.336	002117	东港股份	-0.178
002044	江苏三友	0.685	002136	安纳达	0.334	002164	东力传动	-0.184
002034	美欣达	0.678	002098	浔兴股份	0.333	002011	盾安环境	-0.185
002196	方正电机	0.660	002035	华帝股份	0.331	002060	粤水电	-0.187
002059	世博股份	0.613	002158	辰州矿业	0.330	002177	御银股份	-0.202
002159	汉钟精机	0.589	002073	软控股份	0.325	002013	中航精机	-0.212
002150	江苏通润	0.572	002029	七匹狼	0.309	002071	江苏宏宝	-0.212
002197	证通电子	0.556	002079	苏州固锝	0.270	002121	科陆电子	-0.213
002045	广州国光	0.551	002096	南岭民爆	0.263	002132	恒星科技	-0.236
002184	海得控制	0.540	002063	远光软件	0.249	002163	中航三鑫	-0.238
002093	国脉科技	0.539	002007	华兰生物	0.147	002168	深圳惠程	-0.241
002116	中国海诚	0.531	002085	万丰奥威	0.141	002005	德豪润达	-0.274
002046	轴研科技	0.529	002033	丽江旅游	0.079	002066	瑞泰科技	-0.295
002110	三钢闽光	0.527	002058	威尔泰	0.069	002001	新和成	-0.297
002191	劲嘉股份	0.503	002061	江山化工	0.030	002101	广东鸿图	-0.331
002037	久联发展	0.490	002023	海特高新	0.022	002038	双鹭药业	-0.335
002179	中航光电	0.485	002162	斯米克	0.015	002008	大族激光	-0.354
002083	孚日股份	0.469	002201	九鼎新材	0.013	002024	苏宁电器	-0.360
002109	兴化股份	0.468	002004	华邦制药	-0.007	002118	紫鑫药业	-0.369
002199	东晶电子	0.465	002036	宜科科技	-0.010	002154	报喜鸟	-0.373
002185	华天科技	0.460	002120	新海股份	-0.013	002003	伟星股份	-0.378

## 中小企业成长性的债务融资因素研究

002148	北纬通信	0.446	002017	东信和平	-0.020	002078	太阳纸业	-0.382
002028	思源电气	0.438	002026	山东威达	-0.032	002131	利欧股份	-0.422
002022	科华生物	0.436	002091	江苏国泰	-0.045	002123	荣信股份	-0.469
002190	成飞集成	0.428	002144	宏达高科	-0.045	002080	中材科技	-0.520
002067	景兴纸业	0.427	002104	恒宝股份	-0.051	002054	德美化工	-0.570
002128	露天煤业	0.424	002041	登海种业	-0.071	002081	金螳螂	-0.585
002095	生意宝	0.422	002127	新民科技	-0.080	002050	三花股份	-0.644
002130	沃尔核材	0.417	002105	信隆实业	-0.083	002039	黔源电力	-0.750
002009	天奇股份	0.409	002103	广博股份	-0.087	002031	巨轮股份	-1.000
002152	广电运通	0.408	002088	鲁阳股份	-0.089	002006	精功科技	-1.042
002032	苏泊尔	0.404	002129	中环股份	-0.096			
002161	三特索道	0.402	002021	中捷股份	-0.098			

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

### 第三章 中小企业债务融资与成长性的实证分析

“国内的中小企业融资虽然存在优先股权融资，其次债务融资，最后内源融资的情况，但高成长性中小企业使用股权融资的比例仍然低于低成长性中小企业，债务融资作为国内外中小企业主要的融资方式，发挥了不可替代的作用。”

①本文试图分析中小企业的融资结构或债务融资是否造成成长性陷阱，就必须先分析其与成长性的关系。

#### 第一节 中小企业债务融资与成长性实证分析的研究设计

##### 一、度量融资风险方法的选择

本文的基础假设是负债比例达到一定程度时，债务融资将带来信用风险、破产风险等，这些风险将抵消财务杠杆、权益代理成本降低等好处，最终阻碍企业成长。因而在设计债务融资与成长性分析的初始，首先应选择出合适的度量融资风险方法。目前度量负债带来的融资风险的方法主要有一元判定模型、多元线性判定模型（Z 计分模型）、多元概率比模型、联合预测模型、人工神经网络（ANN）模型、Merton 型违约模型等。这些模型主要是通过财务数据与指标进行实证的，不同的变量以及不同的模型选择会造成完全不同的判定结果。

目前，在财务危机研究领域，公认 Altman（1974）的 Z 记分模型和 Merton（1974）的经典违约模型是最准确和稳定的两种模型。但对于中国企业来说，石晓军（2004）认为“Merton 型违约模型对于中国的现实情况而言，过于简化，不能直接运用于中国的实际。Merton 型违约模型揭示的关于资产价值波动与信用风险关系的重要结论在中国没有找到坚实的统计证据。”<sup>②</sup>在此基础上，比较 Z 记分模型和 Merton 模型可以发现：对于中国的中小企业，Z 计分模型衡量财务危机更为稳定。

因此，本文采用 Z 记分模型度量中小企业的债务融资风险，在此基础上进

① 韩文强：《基于成长的我国中小企业融资结构优化研究》，中南大学博士学位论文，2008年，第89页。

② 石晓军、陈殿左：《债权结构、波动率与信用风险——对中国上市公司的实证研究》，《财经研究》2004年第9期，第31页。

行实证分析。

## 二、债务融资相关变量的选择

本文实证分析债务融资与成长性的关系，考虑债务融资就不可以缺失对股权融资的考量，因此选取成长性、融资结构作为主要变量，将其他影响因素设置为控制变量：

### （一）成长性

为克服常用的净资产收益率等静态绩效指标无法衡量动态的成长，选择主成分分析法得到的公司成长性得分 C 来代表中小企业成长性。

### （二）融资结构

融资结构的界定上分为“广义”和“狭义”，二者区别集中在是否考虑“流动债务资金”，即偿还期在 1 年之内或者一个经营周期内的债务。考虑到中国上市公司流动负债占负债总额较高，采用广义的融资结构，将流动负债纳入融资结构的研究范围。债务值的衡量方法主要有两种，一种是账面价值，另一种是市场价值。由于市场信息不完全，不能有效的衡量公司债务的市场价值，最后选取了 Fama 和 French (2002) 的方法，使用账面价值衡量中小板上市公司的融资结构。围绕着融资结构，选取了三个有关成长性的解释变量进行说明。

#### （1）资产负债率

资产负债率 (Debt Asset Ratio) 是指公司年末的负债总额同资产总额的比率，文中用 DAR 表示：

$$\text{资产负债率} = (\text{负债总额} / \text{资产总额}) \times 100\%$$

#### （2）长期负债率

长期负债是会计分录的内容，中国《企业会计准则》明确规定是指期限超过 1 年的债务。1 年内到期的长期负债在资产负债表中列入短期负债<sup>①</sup>。实证中也将 1 年内到期的长期负债视为流动负债。文中将长期资产负债率用 LDAR 表示：

$$\text{长期负债率} = (\text{长期负债} / \text{资产总额}) \times 100\%$$

<sup>①</sup>中华人民共和国财政部：《企业会计准则》，第三十五条，2006 年。

### （3）流动负债

中国《企业会计准则》第 36 条规定，“流动负债是指将在一年或者超过一年的一个营业周期内偿还的债务，包括短期借款、应付账款、应交税金和一年内到期的长期借款等”<sup>①</sup>。按照《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对融资 (Financing) 的解释，流动负债均属于融资行为。文中将流动负债率表示为 SDAR：

$$\text{流动负债率} = (\text{流动负债} / \text{资产总额}) \times 100\%$$

### （4）股利支付率

股利支付率 (Dividend Payment Ratio)，又称股息发放率，是指发放的股利占净收益的比重。过高的股利分配率，不利于扩大再生产，最终影响到公司的成长性。因而，假定股利支付率与成长性呈负相关，用 DPR 表示。

$$\text{股利支付率} = (\text{每股股利} / \text{每股净收益}) \times 100\%$$

上述解释变量由理论模型推导而来，同时，模型还加入了一些控制变量：

### （5）公司规模

公司规模 (Size) 指人员数量、资产等方面所具有的规模。考量公司的成长性和融资结构，因而选取公司资产为主要的考察对象。Marsh (1982)<sup>②</sup>认为资产多的公司由于较低的信息不对称性水平、较小的破产可能性、较少的代理问题，更容易取得长期借款。反之，小公司由于资产较少，不具备上述优势、缺乏规模经济，更倾向于使用短期债务，债权人试图通过限制债务期限的长度来控制借贷给小公司的风险。国内学者段升森和张玉明 (2011) 发现：国内中小上市公司的资产规模与绩效之间存在显著的 U 型关系，而与成长潜力存在倒 U 关系。<sup>③</sup>吕长江和王克敏 (2002) 认为，“处于成长阶段、资产规模逐渐扩大的绩优公司善于发挥财务杠杆效应，以降低权益代理成本，资产负债率与公司绩效正相关。”<sup>④</sup>实证中使用上市公司年末总资产的自然对数来表示该公司的规模，用 SIZE 表示。

① 中华人民共和国财政部：《企业会计准则》，第三十六条，2006 年。

② Marsh&Paul: The choice between equity and debt: An empirical study, *Journal of Finance*, 1982, No.37, pp.121- 144.

③ 参见段升森、张玉明：《企业规模与成长性：基于非线性视角与我国中小上市公司经验数据》，《中国科技论》2011 年第 10 期，第 75-81 页。

④ 吕长江、王克敏：《上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究》，《会计研究》2002 年第 3 期，第 39 页。

公司规模 =  $\text{Ln}(\text{年末总资产})$

(6) 实际所得税税率

实际所得税税率 (the Effective Tax Rate) 指企业实际纳税额占应纳税所得额的比例, 用 ETR 表示, 由于债务具有税盾的作用, 直接影响到企业借债行为, 最终影响到融资结构。

实际所得税税率 =  $(\text{实际缴纳的企业所得税额} / \text{应纳税所得额}) \times 100\%$

(7) 上市时间

“按照企业生命周期理论, 随着上市时间的延长, 企业从创业期过渡到成熟期, 公司各项治理会从不规范到规范, 其成长性和治理效率会随着时间而发生波动。企业在成长各阶段特点和生长经营状况不同, 决定了企业在不同阶段具有不同的融资需求和模式。”<sup>①</sup> 实证中使用中小板上市公司上市时间到 2010 年 12 月 31 日的天数的自然对数来表示该公司的上市时间, 用 AGE 表示。

(8) 是否为高科技企业

中小企业是创新的源泉之一, 在中国中小企业科技开发能力不足, 核心能力和核心盈利模式不足的情况下, 考虑企业的成长性的同时, 融资结构产生影响过程中考量中小企业是否为高科技企业是必要的。

中国国内学界对于何为高科技企业尚无统一定义, 而政府相关部门于 2008 年发布的一份文件基于研发经费的投入标准对高科技企业作了界定: “企业为获得科学技术 (不包括人文、社会科学) 新知识, 创造性运用科学技术新知识, 或实质性改进技术、产品 (服务) 而持续进行了研究开发活动, 且近三个会计年度的研究开发费用总额占销售收入总额的比例符合如下要求: 最近一年销售收入小于 5000 万元的企业, 比例不低于 6%; 最近一年销售收入在 5000 万元至 20000 万元的企业, 比例不低于 4%; 最近一年销售收入在 20000 万元以上的企业, 比例不低于 3%。其中, 企业在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例不低于 60%。”<sup>②</sup> 本文界定的高科技企业除基于上述标准外, 还包括 2007 年 12 月 31 日前通过高新技术企业认证或被相关单位评选为国家、省地市级的企业。本文将是否高科技企业用变量 TECH 表示, 设置 TECH=0

① 韩文强:《基于成长的我国中小企业融资结构优化研究》, 中南大学博士学位论文, 2008 年, 第 110 页。

② 中华人民共和国科技部、财政部、国家税务总局:《高新技术企业认定管理办法》, 第十条, 2008 年 4 月。

为非高科技企业，TECH=1 为高科技企业。

变量的具体表达见表 3-1:

表 3-1 变量名称、符号、公式表

变量	符号	公式
被解释变量		
公司的成长性得分	C	
解释变量		
资产负债率	TDAR	$(\text{负债总额}/\text{资产总额}) \times 100\%$
流动负债率	SDAR	$(\text{流动负债}/\text{资产总额}) \times 100\%$
长期负债率	LDAR	$(\text{长期负债}/\text{资产总额}) \times 100\%$
股利分派率	DPR	$(\text{每股股利}/\text{每股净收益}) \times 100\%$
控制变量		
公司规模	SIZE	总资产的自然对数
上市时间	AGE	上市天数的自然对数
实际所得税率	ETR	实际缴纳的企业所得税额/应纳税所得额
是否为高科技企业	TECH	高科技企业: TECH=1; 其他: TECH=0

### 三、融资风险样本的选取和数据来源

以 2008 年为基期，考察中小板上市企业 2008-2010 年的成长状况，因而数据基期选择了 2008 年年初的数据。沿用第二章里选取的 140 家样本公司，数据主要来源于国泰安 CSMAR 金融经济数据库，部分缺失数据来源于公司年报。数据的统计及标准化过程采用了 Excel 进行处理，使用 Eviews5.0（计量经济学软件包）为分析工具，分析企业的成长性与融资结构的关系。

## 第二节 中小板上市企业债务融资与成长性关系实证研究

### 一、变量的描述统计

表 3-2 变量的描述统计

变量	样本数	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
Z	140	0.328	24.076	3.488	2.921	2.511
C	140	-1.042	1.978	0.182	0.256	0.477



TDAR	140	0.027	0.795	0.362	0.349	0.163
SDAR	140	0.027	0.702	0.323	0.297	0.153
LDAR	140	0.000	0.582	0.039	0.010	0.068
DPR	140	0.000	1.389	0.281	0.204	0.312
SIZE	140	19.204	23.510	20.679	20.583	0.732
AGE	140	10.550	10.583	10.569	10.573	0.012
ETR	140	-0.016	0.786	0.169	0.142	0.109
TECH	140	0.000	1.000	0.593	1.000	0.493

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

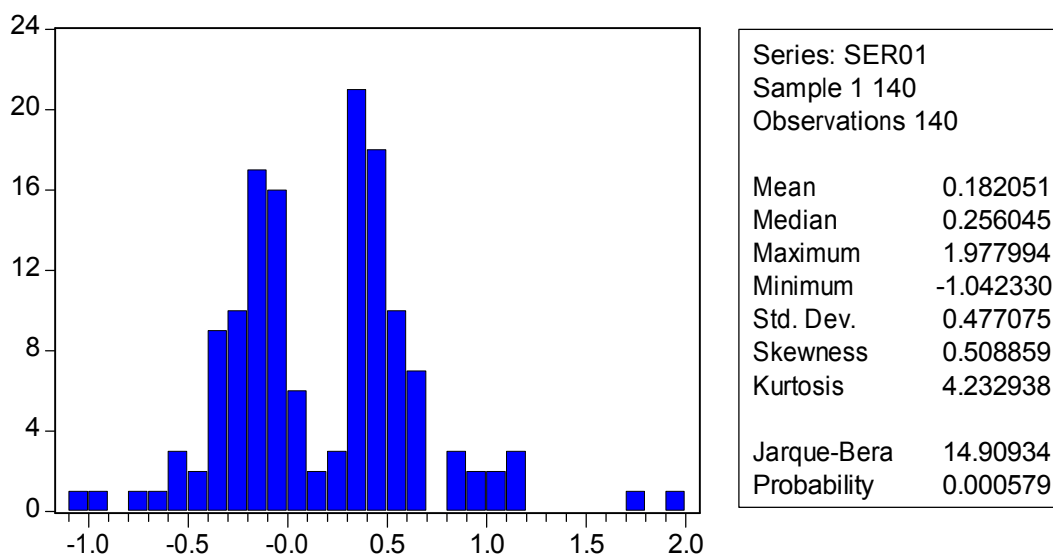


图 3-1 成长性得分 C 的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

从表 3-2、图 3-1 可以发现样本公司的成长性得分 C 分布基本满足偏正态分布，大部分集中在平均水平上下，成长优势不显著。平均值稍低于中位数，且将近一半以上的公司的成长性低于平均数，说明大部分成长性得分低中小上市公司的成长性较差，拉低了整体的平均水平。如图 3-1 中所示，只有少数公司的成长性得分远高于其他公司。

如图 3-2 所示，财务危机风险 Z 值大部分集中在 2-3 之间，中位数为 2.92，略低于 Altman（1968）判定的 2.99 企业健康值，平均值 3.49 则远高于 2.99，表明中国中小企业板 50%左右的上市公司的整体财务危机风险比较低，处于健康的水平。仍有一小部分企业，存在一部分有较大的风险，甚至是破产的风险，Z 值接近 0。

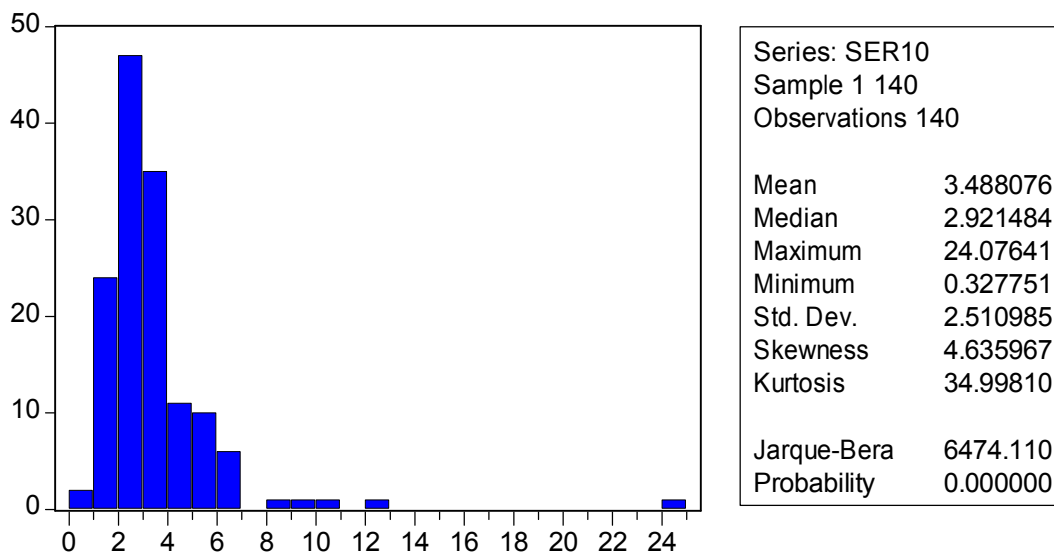


图 3-2 财务危机风险 Z 值的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

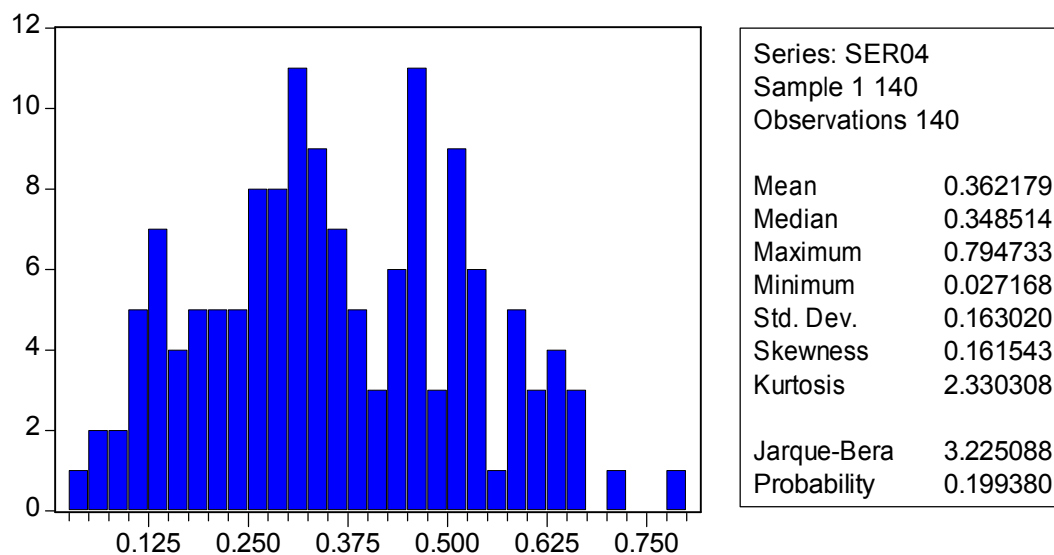


图 3-3 资产负债率 DAR 的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

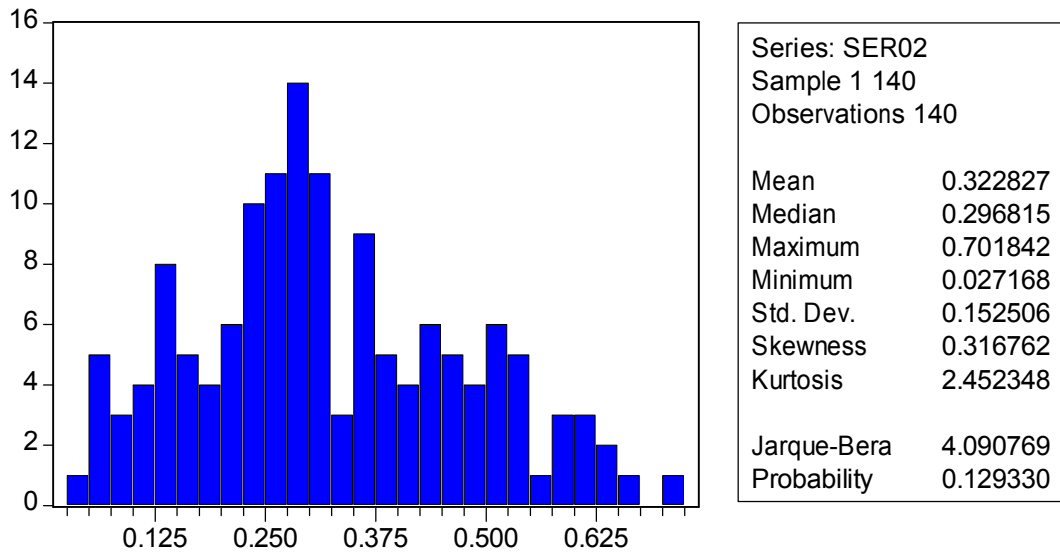


图 3-4 流动负债率 SDAR 的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

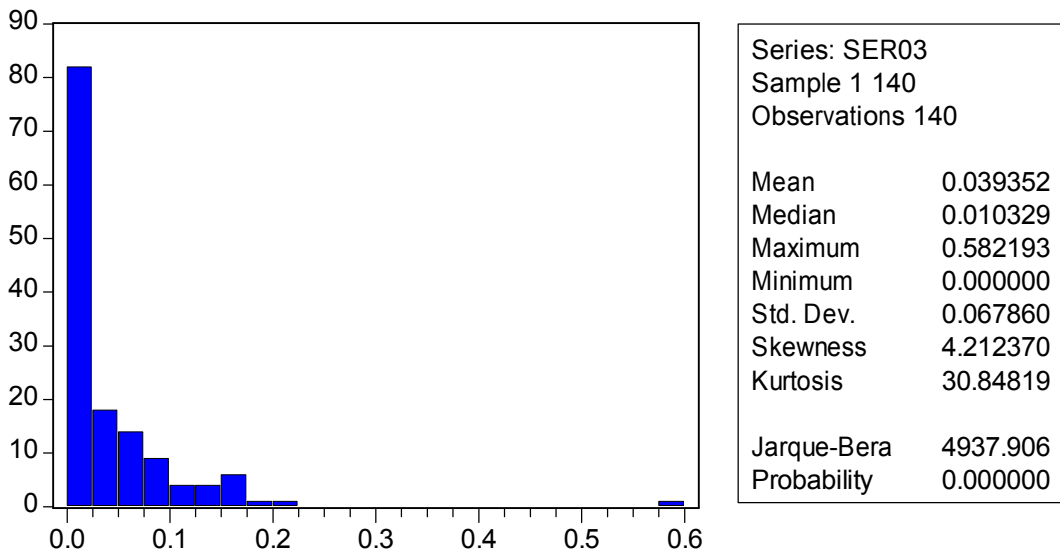


图 3-5 长期负债率 LDAR 的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

从表 3-2、图 3-2、图 3-4、图 3-5 中反映整体、长期、短期负债水平指标来

看，中国中小企业板上市公司的债务融资率并不高，平均在 36%左右，其中流动负债率在 32%，长期负债率在 4%左右。这与美国企业 58%、日本企业 69%、德国企业 73%、法国企业 71%、意大利企业 70%、英国企业 54%、加拿大企业 56%平均资产负债率存在较大差距<sup>①</sup>。中国中小企业债务融资水平偏低，并非只存在于样本中小企业中，而是一个普遍现象。这主要源于中国的股票市场发展不完善，企业进行股权融资的成本远远低于债务融资的成本<sup>②</sup>。中国中小企业平均 4%左右的长期资产负债率说明中国中小企业的负债结构以流动负债为主。

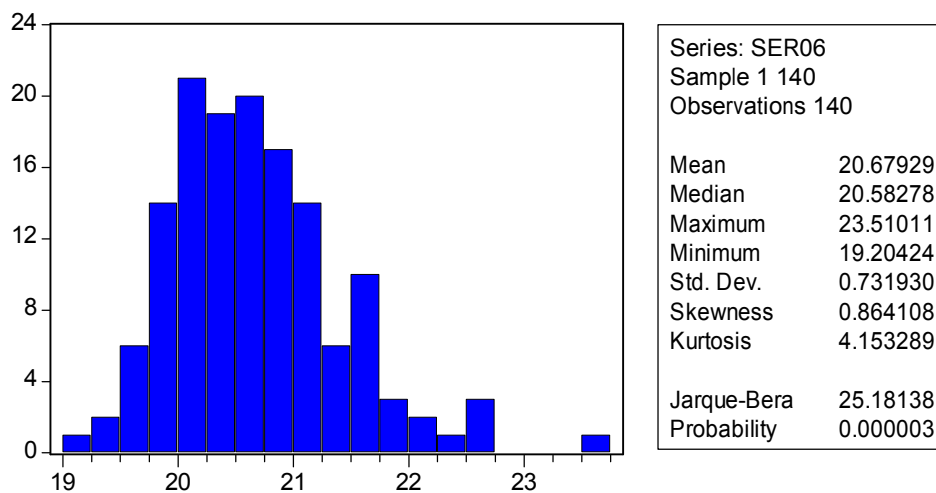


图 3-6 公司规模 SIZE 的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

由图 3-6 可以发现，公司规模基本呈现正态分布，比较多的公司集中在中间部分。

<sup>①</sup> Rajan G Raghuram and Luigi Zingale: What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 1995, Vol.50, No.1, pp.1421-1460.

<sup>②</sup> 黄少安、张岗：《中国上市公司股权融资偏好分析》，《经济研究》2001 年第 11 期，第 12-20 页。

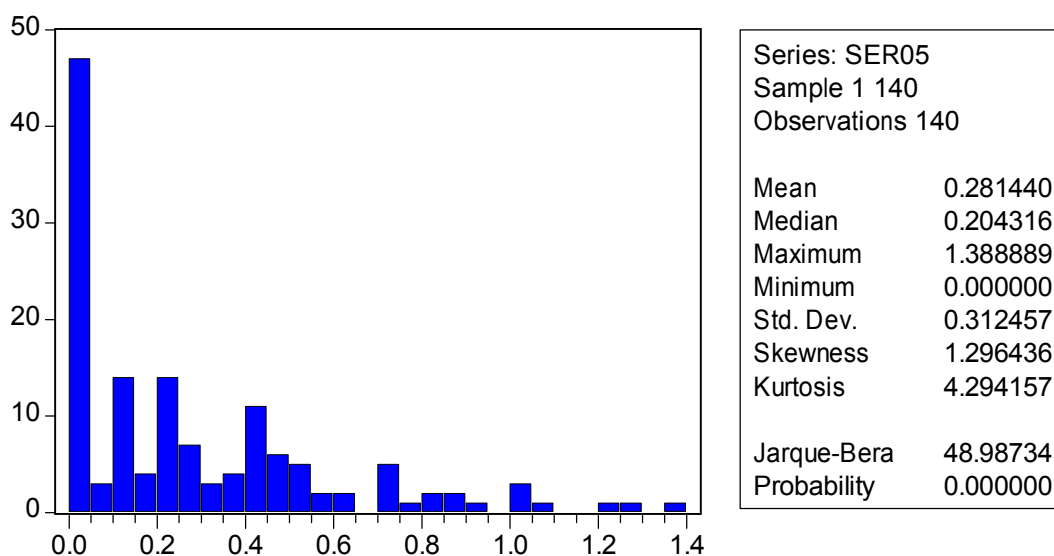


图 3-7 股利分派率 DPR 的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

由图 3-7 可以看出集中在最小值 0 的数目较多，说明大部分公司都是连续 3 年不派发股利的。最大值远远大于最小值、均值、中位数，且三者比较接近，说明大部分样本公司的股利支付率较低，只有少部分公司的股利支付率较高。

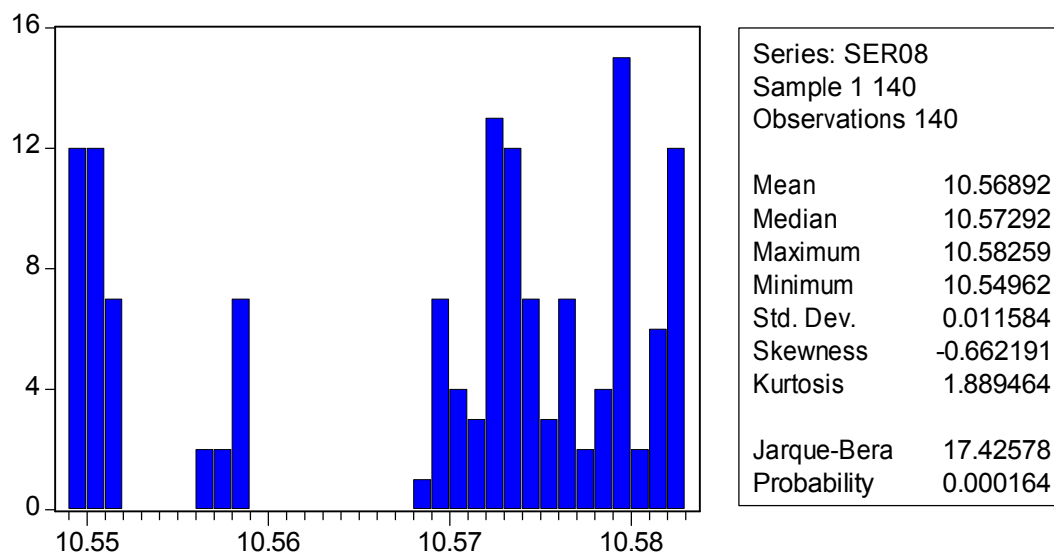


图 3-8 上市时间 AGE 的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

从图 3-8 可以看出，最大值、最小值、均值、中位数都比较接近，说明大部分样本中小企业上市公司上市时间比较接近，由于中小企业板 2004 年 6 月 25 日才正式揭牌，时间较短，处理后的数据差异性不大。具体的模型中可以不考虑上市时间因素。

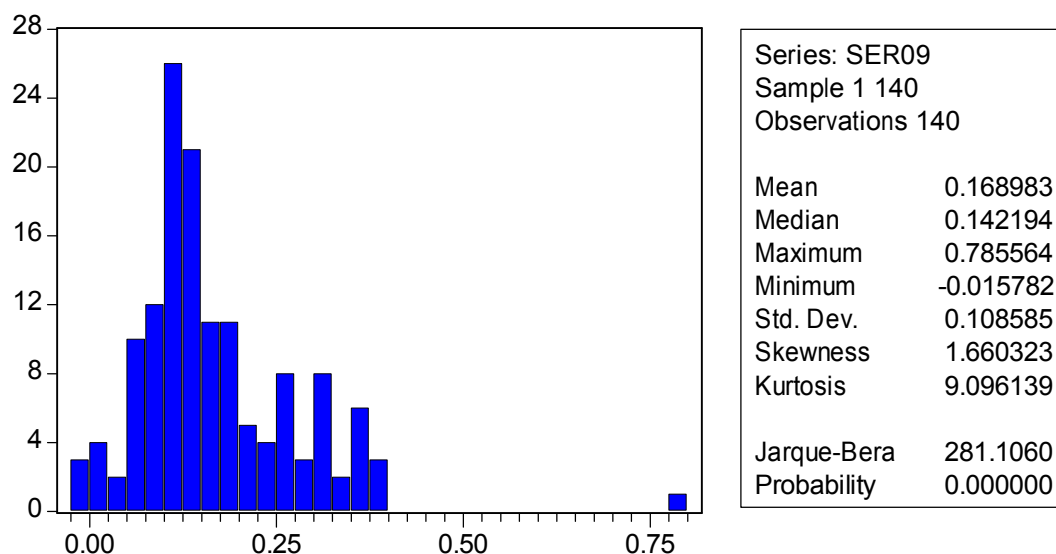


图 3-9 实际所得税税率 ETR 的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

如图 3-9 所示，实际所得税税率 ETR 的频数分布平均值和中位数分别为 16.9%、14.2%，均低于中国法定的 25% 的所得税率，说明中国中小上市公司大部分均享受到了税收优惠政策。但仍有部分样本企业的税率较高，远高于 25% 的水平，对于实际所得税率最大值远远高于其他数值的情况，在模型处理时排出考虑该样本。

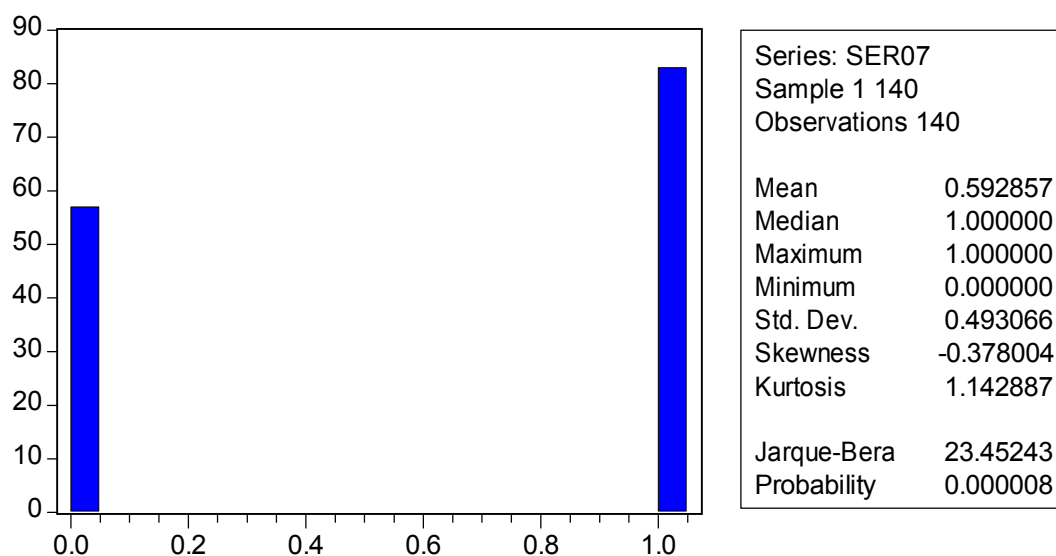


图 3-10 高科技企业 TECH 的频数分布

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

从图 3-10 可以发现 140 家样本中小企业上市公司中，83 家公司为高科技企业，另外有 57 家企业为非高科技企业。可见中小企业上市公司中，大部分为高科技企业。

## 二、相关性分析

根据上面的分析，在剔除了极值的情况下，对 139 组数据为避免多重共线性，在模型处理前进行相关性分析。

表 3-3 线性回归变量相关系数表

	TDAR	SDAR	LDAR	DPR	SIZE	ETR	TECH
C	-0.152	-0.119	-0.099	0.090	-0.068	-0.046	-0.045
TDAR		0.907	0.371	0.141	0.243	0.334	-0.217
SDAR			-0.054	0.063	0.366	0.359	-0.146
LDAR				0.196	0.259	0.002	-0.193
DPR					-0.014	0.042	-0.109
SIZE						0.166	-0.368
ETR							-0.046

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

如表 3-3, 1%显著水平下的双侧检验 Pearson 相关系数矩阵显示, TDAR 与 SDAR 高度相关, 与 LDAR 有一定的相关性, 而 SDAR 与 LDAR 之间几乎不存在相关性。由于本文设计 SDAR 与 LDAR 作为 TDAR 的替代变量, 进行稳健性检验, 因此三者并不会同时出现在一个计量模型中。多重共线性的拇指规则(The Rule of Thumb)认为存在多重共线性的变量之间一般相关系数可以达到 0.8。除了 TDAR、SDAR 与 LDAR 之外, 最高相关度是-0.368, 小于 0.80 的临界点, 初步可以判断变量之间不应存在多重共线性。是否为高科技企业 TECH 与实际所得税税率 ETR 之间显著负相关, 说明高科技中小上市公司享受较多的税收优惠, 这与国家大力扶持高科技中小企业政策相符。SIZE 与 TDAR、SDAR、LDAR 显著正相关, 是由于企业的总资产中包含了负债, 因此四者两两可以产生了相关关系。DPR 与长期负债率 LDAR 之间显著正相关, 说明股权融资与长期负债有一定的促动性, 长期负债多的公司往往股利支付率也越高。另外, 所有自变量中只有 DPR 与 C 显著正相关, 其余变量均与 C 负相关, 说明股利支付率越高的企业成长性越高。

### 三、成长性与融资结构实证分析

表 3-4 模型一和模型二回归系数及显著性检验表

解释变量	模型一	T 统计量	模型二	T 统计量
被解释变量				
常数项	0.251	0.182	0.179	0.129
TDAR	-0.551	-1.775*		
SDAR			-0.471	-1.454
LDAR			-1.030	-1.618
DPR	0.163	1.257	0.181	1.375
ETR	0.006	0.088	0.010	0.139
SIZE	0.041	0.092	-0.012	-0.027
TECH	-0.067	-0.764	-0.073	-0.834
	$R^2$	0.041	$R^2$	0.046
	F 统计量	1.136	F 统计量	1.067
	DW 统计量	2.160	DW 统计量	2.167

注: \*表示  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ .

资料来源: 国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据, 经 Eviews5.0 处理所得。



为验证成长性与融资结构的关系，本文建立了如下计量模型：

#### 模型一

$$C = \beta_1 + \beta_2 \text{TDAR} + \beta_3 \text{DPR} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{ETR} + \beta_6 \text{TECH} + \varepsilon \quad (\text{式 3.1})$$

#### 模型二

$$C = \partial_1 + \partial_2 \text{SDAR} + \partial_3 \text{LDAR} + \partial_4 \text{DPR} + \partial_5 \text{SIZE} + \partial_6 \text{ETR} + \partial_7 \text{TECH} + \varepsilon \quad (\text{式 3.2})$$

其中， $\varepsilon$  为随机变量，即白噪声，代表公司成长的其他变量。对样本公司进行回归得到结果表 3-4。

由表 3-4 可知，对 139 个样本融资结构与成长性的线性回归分析，模型 1 和模型 2 均没有通过 F 检验， $R^2$  非常低，回归方程本身不显著。同时在所有的自变量中，只有资产负债率 TDAR 在 10% 的水平上显著负相关，其余的变量均不显著，说明对于所有的样本来说，实际税率均与成长性负相关，企业的税率越低，成长越高。

### 第三节 考虑融资风险的债务融资与成长性关系实证研究

在整体回归方程不显著的基础上，增加考虑企业债务融资风险和其对风险控制能力，从而影响到融资结构与企业成长性的关系。假设企业有较大的债务融资风险时，债务融资会影响其成长，因而债务融资与成长性负相关；反之，企业有较小的债务融资风险时，债务融资会促进其成长，存在正相关。可能在不区分两者的情况下，才导致了整体回归方程不显著。

#### 一、融资风险度量的方法<sup>①</sup>

在度量财务风险的方法上，国内外学者进行了广泛的、深入的研究。研究表明，财务风险度量的方法可以从定性分析和定量分析两个方面进行。

在定性分析法中主要有专家调查法和“四阶段症状”分析法（张友棠，2004）。

1. 专家调查法：又称为德尔斐分析法（Delphi Method）或专家评估法，

<sup>①</sup> 刘芳：《基于 Z-score 模型的企业财务风险度量》，吉林大学硕士学位论文，2011 年，第 7-12 页。

1964年由美国兰德公司的达尔基与赫尔默正式提出。Delphi是古希腊传说中阿波罗神殿所在地，这种方法是在专家个人判断和专家会议方法的基础上发展起来的一种直观预测方法，即由企业组织专家对内外环境进行分析，辩明企业是否存在财务风险及其产生原因，预测财务危机发生的可能性，特别适用于在客观资料或数据缺乏情况下的长期预测，以及其它方法难以进行的技术预测。

财务风险度量的定性分析法中采用的标准调查法，一般是先由专家选取对企业财务风险形成，同时对绝大多数企业都有意义、普遍适用的问题原因进行分析，以判断危机发生的可能性。由于标准调查法研究的问题是“标准化”的，常见问题一般不会遗漏，但有时会导致个别企业可能存在的一些特殊问题无法发现。

2. “四阶段症状”分析法：“四阶段症状”分析法是按照企业陷入财务危机的严重程度，分为潜伏期，发作期、恶化期及实现期四个阶段。根据每个阶段不同的症状表现，构建指标体系，断定所处阶段的方法。在潜伏期表现为盲目扩张，缺乏有效的管理制度；发作期表现为自有资金不足，利息负担过重，债务拖延偿付；恶化期的表现是资金周转困难、债务到期违约不支付；在实现期，企业资不抵债，丧失偿债能力，宣布倒闭。这种方法简单明了，但实际操作中很难将这四个阶段做出清晰的划分，特别是财务危机每个阶段的症状表现，可能在各个阶段都有相似或互有关联的表现。

3. 其他的定性分析方法。在定性分析方法中，除上述两种主要的方法外，还有几种方法在企业进行财务风险度量时可以进行应用。

(1) 三个月资金周转表：这是进行短期财务风险度量的重要方法之一。企业是否制定了三个月资金周转表，是否经常检查销售额对付款票据兑现额的比率，是判断企业财务危机的有利方法；

(2) 流程图分析法：这是一种动态分析方法，通过流程图找到企业生产经营和财务活动的关键点，找到企业潜在风险的环节，有针对性的采取防范措施降低财务风险；

(3) 管理评分法（杜胜利，1999）：又称为“A记分”法，由美国学者约翰·阿吉蒂提出。阿吉蒂管理评分法的理论基础是：由于管理不善所导致的企业灾难，其管理不善的种种表现就可以比财务反映提前若干年被发现，这种管理评分法试图把定性分析定量化。这一过程需要进行认真的分析，深入企业及

其车间，细致地对企业高层管理人员进行调查，全面了解企业管理的各个方面，把与财务风险有关的因素列出来，并依据这些对企业财务失败的影响程度进行赋值，并用所得记分总额与标准对照来确定该企业财务风险的程度。

除上述定性分析法外，财务风险度量的方法还有定量分析法。定量分析法可分为三类：第一类方法是以财务报表的绝对额出发进行研究，从量上分析相关指标是否资不抵债，以收益性指标为负值来识别企业是否陷入财务危机；第二类方法是通过计算一系列财务指标（如资产负债率、总资产周转率等）得出的结论判断企业的财务风险程度；第三类方法则是引入数学模型的概念，利用统计分析的原理，对每个财务比率指标赋予相对数，建立函数方程来计算一个综合值，以综合值的大小来确定企业财务危机的程度。计算机的运用，更有利于这一方法的进一步研究。目前，国内外对财务风险预测的研究主要侧重于第三类方法，主要有：单变量分析法、多元判别分析法、逻辑分析法（Logit 法、Probit 分析法）和神经网络分析法（ANN 分析法）。

## 二、多元 Z 值判断模型介绍

纽约大学经济研究院 Altman 教授（1968）在《金融杂志》发表的《财务比率、判别分析和公司破产预测》中提出了预测企业破产的多元 Z 值判断模型，属于典型的多元判别分析法模型。Altman 选取 1946-1965 年间美国 66 家制造企业作为样本，分成两组，每组 33 家企业，其中一组由破产企业组成，另一组为非破产企业。同时使用 22 个财务指标作为变量，采用逐步判别分析法。后经过对不同的方程以及各个变量的显著性观测与相关性检验，最终确定选用 5 个财务指标。根据每一个指标对财务危机的影响程度赋予不同的权值（即每个指标的函数），加权汇总建立了 Z-score 模型。该模型所用财务数据取自《穆迪行业指南》。

多元 Z 值判断模型的内容：

$$Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.999X_5$$

其中 Z 代表判别函数；

$X_1$ =营运资金/资产总额=(期末流动资产-期末流动负债)/期末总资产；

$X_2$ =留存收益/资产总额=(期末盈余公积+期末未分配利润)/期末总资产；

$X_3$ =息税前利润/资产总额=(税前利润+利息支出)/期末总资产；

X4=普通股和优先股市场价值总额/负债账面价值总额；

X5=销售收入/资产总额。

X1 反映的是企业资产的变现能力和规模。作为企业的劳动对象的营运资本，具有变现能力强、周转速度快、投资风险小、获利能力高等特点。企业的营运资金如果持续减少，表明企业资金周转不灵，可能出现短期偿债危机。

X2 为留存收益/资产总额。这一指标反映了企业的累积获利能力。期末留存收益由企业在经营过程中形成的税后利润累积而成，是没有分配给所有者而留存在公司中的利益，包含盈余公积和未分配利润两部分。与老企业相比，新企业资产与收益较少，X2 较小，而财务失败的风险较大。

X3 为 EBIT/期末总资产。该指标主要从企业资金来源方面评价对资产的使用效益，是反映企业财务失败的最有力依据之一。与通常所说的总资产息税前利润率不同。通常意义的总资产息税前利润率的分子为平均资产总额，可避免期末大量购进资产时使 X3 降低的可能性，但无法客观反映一年中资产的获利能力。

X4 为普通股和优先股市场价值总额/负债账面价值总额。这一指标测定的是财务结构。分母为负债的账面价值；分子以股东权益的市场价值取代账面价值。但需要注意的是，虽然这种替代能更客观地反映公司价值，但由于股东权益市场价值对于非上市公司不适用，Altman 本人也重新将评估变量确定为权益账面价值。

X5 为销售收入/资产总额，即总资产周转率，其中销售收入指销售收入净额，这是衡量企业盈利能力的财务指标。由于企业总资产的营运能力集中反映在总资产的经营水平上，因此，总资产周转率可以用来反映企业全部资产的使用效率：这也就意味着，总资产周转率高的企业，其利用全部资产进行经营的成果好；反之，企业的总资产周转率低，表明企业利用全部资产进行经营效率低下，最终将影响企业的盈利能力。应当注意的是，如果企业总资产周转率长期处于较低的状态，就应当采取措施提高各项资产的利用程度，而对那些确实无法提高利用率的闲置资产应采取措施及时进行处理，加快资产周转速度。

Altman 在多元 Z 值判断模型的基础上，认为如果公司的 Z 值低于 1.81 时，公司有很大的财务危机风险；但当  $1.81 < Z < 2.99$  时，公司的财务状况极不稳定；当  $Z > 2.99$  时，公司的财务状况良好，破产的可能性极小。此后，Altman 教授

从这一模型的运用中发现，时间越长，发生破产的可能性越大。模型预测效果的准确性也会降低。检验结果同时表明：尽管该模型是依据制造业企业的资料提出的，但它对其他类型的公司同样适用。

就中国而言，赵健梅、王春莉（2003）认为：“多元 Z 值判断模型所选用的财务指标及模型对中国公司的财务危机有较好的预测作用。模型的分类能力和超前预测能力比较令人满意。”<sup>①</sup>

### 三、实证分析

上述研究的目的是界定破产风险的边界，而本文所定义的融资风险较大的边界，在  $Z > 1.81$  的不至于破产的企业中，仍然会存在一部分公司由于财务危机风险，使得融资结构与成长性具有负的相关性。因此，理论上本文界定的融资风险较大的边界应该高于区分破产企业与非破产企业的 1.81 的 Z 值。Z 值作为一个相对值的指标，会受到样本差异的影响，本文以 1.81、2.99 为基准点，寻找能够界定融资风险较大的边界的 Z 值，若该点使得融资结构与成长性的关系相反，则满足假设。

由表 3-5、表 3-6 可以看出，模型 2 中使用长期负债比例和流动负债比例代替融资结构进行回归模型，与模型一分类回归的结果基本一致。当  $Z > 2.49$  和当  $Z < 2.09$  时，模型的 F 检验最显著， $R^2$  最高，并且变量 TDAR、SDAR、LDAR 的 t 检验值较显著，而且与成长性得分回归系数相反，假设成立，由此，可以将  $Z < 2.09$  定义为财务风险较大，存在成长性陷阱，将  $Z > 2.49$  定义为财务风险较小。如图所示，当  $Z > 2.49$  时，资产负债比率、长期负债比率和流动负债比率均与成长性得分显著正相关，SDAR 的系数大于 LDAR 的系数，说明对于融资风险较小的企业，长期负债比起流动负债，更有利于促进成长。当  $Z < 2.09$  时，长期负债比例和流动负债比例均与成长性得分显著负相关，股利分配率与成长性得分显著正相关，SDAR 的系数小于 LDAR 系数，说明对于融资风险大的企业，长期负债比起流动负债，更加阻碍成长。

<sup>①</sup> 赵健梅、王春莉：《财务危机预警在我国上市公司的实证研究》，《数量经济技术经济研究》2003 年第 7 期，第 137 页。

表 3-5 分类后模型一的回归系数及显著性检验

	Z<1.81	Z<2.09	Z<2.99	Z>2.99	Z>2.49
C	-4.289 (-1.039)	-2.235 (-0.561)	-8.187 (-0.503)	-3.287 (-1.361)	-5.289 (-1.099)
TDAR	-0.755** (-2.226)	-0.761** (-2.162)	-0.576 (-1.122)	1.131** (-2.003)	1.755** (-2.026)
DPR	-0.009 (-0.107)	-0.007 (-0.084)	-0.065 (-0.473)	-0.002 (-0.020)	-0.009 (-1.107)
ETR	-0.129 (-1.265)	-0.137 (-1.264)	-0.131 (-0.711)	-0.133 (-1.148)	-0.325 (-1.265)
SIZE	4.528 (1.062)	2.634 (0.580)	3.775 (0.531)	6.952 (1.375)	1.511 (1.062)
TECH	0.824 (1.661)	0.619 (1.143)	1.278 (1.171)	0.117 (0.749)	0.424 (1.661)
R <sup>2</sup>	0.169	0.151	0.045	0.196	0.369
F 统计量	1.629	1.036	0.48	1.209	2.129
DW 统计量	1.96	1.96	2.01	1.99	2.22
N	17	30	64	76	98

注：\*表示  $p < 0.1$ ，\*\*  $p < 0.05$ 。

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

表 3-6 分类后模型二的回归系数及显著性检验

	Z<1.81	Z<2.09	Z<2.99	Z>2.99	Z>2.49
C	7.667 (2.023)	3.832 (1.212)	0.105 (0.055)	-7.287 (-1.361)	-3.187 (-0.503)
SDAR	-1.866 (-1.092)	-1.078 (-0.751)	-0.142 (-0.253)	0.131 (-0.233)	0.076 (-1.922)
LDAR	-4.360** (-2.774)	-2.708* (-1.909)	-1.210 (-1.590)	0.267** (2.568)	0.165** (-2.230)
DPR	1.469** (3.408)	0.604* (1.978)	0.295* (1.736)	-0.002 (-0.020)	-0.065 (-0.473)
ETR	-0.324 (-1.768)	-0.153 (-0.99)	0.003 (0.034)	-0.133 (-1.148)	-0.131 (-0.711)
SIZE	0.971 (1.051)	0.832 (0.923)	0.299 (0.579)	6.952 (1.375)	3.775 (0.531)
TECH	0.171 (0.538)	-0.143 (-0.615)	-0.148 (-1.298)	-0.004 (-0.008)	1.278 (1.171)
R <sup>2</sup>	0.684	0.307	0.106	0.096	0.245
F 统计量	3.612	2.736	1.212	1.209	0.48
DW 统计量	1.47	2.06	2.082	1.87	2.01
N	17	30	64	76	98

注：\*表示  $p < 0.1$ ，\*\*  $p < 0.05$ 。

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据，经 Eviews5.0 处理所得。

## 第四节 中小板上市企业债务融资与“成长陷阱”的关系

### 一、考虑债务融资风险的中小企业“成长陷阱”模型

中小企业的成长性，意味着可持续的成长性，因而在第四节通过研究债务融资与“成长陷阱”的关系进一步完善对中小企业债务融资与成长性的分析。

“成长陷阱”是指高成长性的企业无法保持成长性，企业成长性大幅下降，低速增长甚至停止增长，更有甚至会快速消亡。出现这种情况的原因，主要是忽略了企业债务融资的带来的融资风险隐性成本，高成长性企业便发生“成长陷阱”的现象。

中小企业“成长陷阱”模型模型假设成立初期，企业没有负债，全部依赖

债务融资实现企业的成长，即资产负债率随企业债务融资的增加而增加。随着债务融资的增加，信用风险的增加，最终加大公司出现财务危机的概率。财务危机平时不易被股东、管理者等发现，但一旦发生，公司价值迅速下降。

在上述假设的基础上，不考虑融资风险隐性成本建立公司成长函数  $G_1$ ，考虑了融资风险隐性成本后的公司成长函数  $G_2$ ，其中  $I$  为投入报酬率函数， $S$  为股权融资额， $D$  为债务融资额， $r$  为利率， $R$  为债务融资风险函数。假设使用债务融资额进行投资，随着投资增加，边际报酬率递减，即投入报酬率函数

$I = k_1 \times D + \varepsilon$ ， $k_1 < 0$ 。假设信用风险随债务增加而增加，信用风险函数

$R = k_2 \times D$ ， $k_2 > 0$ 。

$$G_1 = I \times (C + D) - r \times D \quad (\text{式3.3})$$

$$G_2 = I \times (C + D) - r \times D - R \quad (\text{式3.4})$$

对公司成长函数  $G_1$  一阶求导，令  $G_1' = 0$ ，得  $k_1 \times C + 2k_1 \times D - r + \varepsilon = 0$

$$\text{即 } D = D_1 = \frac{-k_1 \times C + r - \varepsilon}{2k_1} \quad (\text{式3.5})$$

对公司成长函数  $G_2$  一阶求导，令  $G_2' = 0$ ，得  $k_1 \times C + 2k_1 \times D - r + \varepsilon - k_2 = 0$

$$\text{即 } D = D_2 = \frac{-k_1 \times C + r - \varepsilon + k_2}{2k_1} \quad (\text{式3.6})$$

由式3.5-式3.6，可得：

$$D_1 - D_2 = -\frac{k_2}{2k_1} > 0 \quad (\text{式3.7})$$

$$G_2'' = G_1'' = 2k_1 < 0 \quad (\text{式3.8})$$

最终可以得到， $D_1 > D_2$ ，且  $G_1 < G_2$

由上述推导可知，考虑了融资风险的隐性成本后，中小企业在  $D_2$  处实现债务融资带来的最快成长；在不考虑信用风险的情况下，中小企业在  $D_1$  处实现债务融资带来的最快成长。而在  $D_2$  和  $D_1$  之间，成长性下降的中小企业在忽略财务风险隐性成本的情况下被误认为仍在继续成长，企业会出现“成长陷阱”，但过多的信用风险将拖慢这部分中小企业的成长速度，并增大它们发生财务危机的可能。



## 二、债务融资风险与“成长陷阱”的关系

根据公司债务融资中财务风险的大小，判断其是否出现“成长陷阱”。理论上，过多的融资风险会拖慢企业的成长速度，并且企业发生财务危机的概率，出现“成长陷阱”。排除处于灰色区域的公司，将Z值2.49以上的公司划分为I组，即正常公司；将Z值2.09以下的公司划分为II组，即“成长陷阱”公司。选取2010年、2011年两年的净利润增长率、总资产增长率、主营业务利润率、主营业务利润增长率四个直观反映企业成长能力和盈利能力的财务指标，验证I组的中小板上市企业的成长质量和能力是否高于II组的中小板上市企业。

根据表2-5列示，分别选取前60名、前50名、前40名进行分组对比，可得表4-1。

表 4-1 高成长性中小板上市公司的 I、II 组平均值比较

		净利润增长率 (%)		总资产增长率 (%)		主营业务利润率 (%)		主营业务利润增长率 (%)	
		2010年	2011年	2010年	2011年	2010年	2011年	2010年	2011年
中小企业板上市公司									
前60名	I组	9.90	8.12	21.13	21.03	25.01	20.01	15.11	14.23
	II组	6.79	5.11	17.28	15.01	17.89	18.89	13.34	14.31
前50名	I组	10.12	9.13	23.77	21.24	26.13	23.33	16.78	14.99
	II组	7.15	5.67	14.39	13.58	17.99	15.46	14.18	15.87
前40名	I组	10.82	9.16	33.47	23.95	26.55	24.56	23.68	20.16
	II组	7.91	6.12	21.39	11.87	18.04	16.11	14.99	13.11

资料来源：国泰安 CSMAR 金融经济数据库数据。

通过表 4-1 的对比可以发现，前 60 名、前 50 名、前 40 名的 24 组高成长性中小企业板上市公司财务数据中 I 组有 23 次优于 II 组，说明 II 组公司由于存在“成长陷阱”，当前和未来的盈利能力和成长能力均低于 I 组公司。I 组公司仅有一次财务指标劣于 II 组公司的情况，二者的数值也非常接近。描述性分析可以发现 Z 值能够比较合理的界定“成长陷阱”。

## 结 论

### 一、主要研究结论

**结论 1:** 立足于现代融资结构理论和 Penrose 企业成长理论和经典的多元 Z 值判定模型, 借鉴国内外有关中小企业融资结构与公司绩效关系的实证研究。采用多元 Z 值判定模型对中小企业上市公司进行分类, 建立回归计量模型, 发现考虑债务融资风险后, 债务融资对中小企业成长性产生影响: 当  $Z > 2.49$  时, 资产负债率和长期负债率均与成长性得分显著正相关; 当  $Z < 2.09$  时, 资产负债率和长期负债率均与成长性得分显著负相关。

**结论 2:**  $Z > 2.49$  时, 负债与成长性得分显著正相关的情况下, 流动负债率 SDAR 系数对于企业的成长性不具显著性影响, 长期负债率 LDAR 系数具有显著性影响, 说明对于融资风险较小的企业, 长期负债比起流动负债更有利于促进成长。当  $Z < 2.09$  时, 负债与成长性得分显著负相关的情况下, 流动负债率 SDAR 系数不具显著性影响, 长期负债率 LDAR 系数具有显著性影响, 说明对于融资风险大的企业, 长期负债比起流动负债更加阻碍成长。

**结论 3:** 中小企业上市公司的企业规模、上市时间、实际所得税税率、是否为高科技企业并没有对成长性产生显著影响。在  $Z < 2.09$  时, 股利分配率与成长性得分显著正相关, 对于融资风险较大时, 采用股权融资并支付股利, 比较有利于促进中小企业成长。

**结论 4:** 使用统计学中的主成分分析法对 140 家中小企业上市公司的 2008-2010 年的成长性进行评价分析, 得出中小企业上市公司的成长排名。对高成长性的前 60、50、40 名企业对比, 当  $Z < 2.09$  时, 即债务融资风险大, 高成长性企业容易陷入成长陷阱; 当  $Z > 2.49$  时, 即债务融资风险小的情况下, 高成长性企业更容易保持可持续增长。

### 二、结论的政策内涵

#### (一) 强化债务融资, 选择性支持中小企业

2012 年中国“两会”(全国人大与全国政协会议)上, 解决中小企业的融资

难再次成为热点,而根据结论 1,不是面对融资困难的中小企业都适合债务融资。对于债务融资风险大的企业,长期负债和短期负债都不利于其成长;对于对于债务融资风险小的企业,长期负债和短期负债能够促进成长。因而在强调扶持中小企业债务融资的同时,应当根据债务融资风险,选择性支持一部分中小企业。银监会前主席刘明康在 2012 年 3 月 4 日的全国政协会议指出:“中小企高死亡率是一个很正常的事情,即使是到了扩张发展阶段,也有平均 17%的倒闭机会。在中小企的最初阶段要求商业银行全力支持,明显不太可能。”<sup>①</sup>停止干预银行信贷分配决策,政府部门可以通过其他途径来扶持中小企业,例如对目标企业进行相关补贴,不增加企业财务风险的同时扶持企业,从而更好地促进中小企业成长。作为银行端,可采用多元 Z 值判断模型对客户进行分类管理,调整优化小微金融的业务结构,建立差别化的风险定价体系,选择性支持债务融资风险较小的中小企业。

对于债务融资风险较小的企业,发展债务市场将是此类中小企业未来的融资机会所在。中国资本市场在结构上只有股权融资的直接市场,欠缺对债务融资的扶持。中国目前有创业板、中小板、主板,但是在债市上面,规模很小,整个债务市场对企业融资的支持程度比较低,对中小企业的扶持程度更低。而私募债券将给中小企业带来比较大的机会,私募债券市场的发展和成熟将对促进中小企业融资起到很好的推动作用。

## (二) 拓宽融资渠道,化长期负债为新型的“流动负债”

由结论 1 和结论 2 可知,对于债务融资风险较大的企业,负债对其成长有显著的阻碍作用,尤其是长期负债,因而应该充分利用融资租赁等新型的融资方式。将阻碍企业成长性明显的长期负债变为分期归还的抵押短期借款,且这种表外融资的方式不会影响企业的资产负债表中的负债比率,却可以改善中小企业的财务状况帮助其提高其他融资能力,降低企业融资风险,从而更好的推动企业较快的成长。

第二次世界大战以后出现的现代融资租赁业务,作为当时金融方面的创新融资方式,与其他金融工具相比,大大降低了融资风险,同时也融合了融资功能、投资功能、促销功能和资产管理多种功能。面对当前经济形势,中国放松对中小企业的贷款政策,但各商业银行却适当地紧缩银根,中小企业的融资困

<sup>①</sup> 陈净:《政协委员“对质”融资难》,《国际金融报》2012 年 3 月 5 日第 1 版。

境可以通过融资租赁方式得到改善。融资租赁的门槛低、程序简单、期限长等优点，中小企业利用租赁物资带来的经济效益，一方面可以偿还租赁的本金及利息，另一方面可以增加企业的现金流。

### **（三）动态评估风险，及时调整融资结构**

根据结论1和结论3，债券融资对中小企业不同债务风险条件下，可能促进也可能阻碍成长，因而企业应该内部强化对融资结构的控制，通过财务数据合理地、动态地评估自身的债务融资风险状况。时点上的动态调整，当债务融资风险小时，可以选择银行贷款、发行债券、资产证券化、融资融券等多元化债务融资方式获取资金，用于扩大再生产，提高企业自身的成长性。而当融资风险大时，应该减少债务融资、缩减投资。通过提高中小企业的变现能力、盈利能力等方式，降低中小企业对债务融资的依赖。对已有的债务，及时偿还，降低资产负债率。对必要的融资需求，可以采用吸引风险投资、私募股权融资等股权融资方式。

及时调整融资结构，在可操作性上具有一定的难度。一方面，可以加强财务管理，做好投资预算，对企业融资行为从融资前、中、后三个阶段全面管理。另外一方面，短期债务具有较强的灵活性，便于中小企业调整其融资结构。

### **（四）降低中小企业债务融资风险，避免陷入“成长陷阱”**

由结论4可以发现，降低中小企业债务融资风险能够有效的保持企业的成长性，避免中小企业进入成长陷阱。从企业自身降低债务融资风险：

#### **1. 树立正确的风险观念建立防范机制**

建立财务“预防”机制，正确把握企业负债经营的“度”。企业进行负债经营决策时，应该考虑企业举债的规模和偿债能力。建立企业财务预警的“诊断”机制，要对企业的负债进行分析，从三个方面来看：第一，负债经营有利于提高经营者业绩，使企业获得负债资金效应，降低资金成本，提高权益资本收益水平。第二，负债经营可以迅速筹集资金，弥补企业内部资金不足，增强经济实力。第三，负债经营给企业带来更大的风险和破产的危机。因而，在建立企业财务预警制度时，应把握好负债经营的“度”。估计可能筹集的资金量，

并以此安排企业的生产经营活动，从而把企业的生产经营和资金筹集有机地联系在一起避免由于两者脱节造成企业的资金周转困难，防范企业的筹资风险。

## **2. 保持和提高资产流动性**

企业可以根据自身的经营需要和生产特点来决定流动资产规模，但在某些情况下可以采取相对地提高资产的流动性。企业在合理安排流动资产结构的过程中，不仅要确定理想的现金余额，还要提高资产质量。永远保持资产流动性不低于警戒水平。通过现金到期债务比(经营现金净流量/本期到期债务)、现金债务总额比(经营现金净流量/债务总额)及现金流动负债比(经营现金净流量/流动负债)等比率来分析、研究筹资方案。通过提高这些比率来增加企业承担债务的能力。

## **3. 建立风险预测体系**

企业必须立足市场，建立一套完善的风险预防机制和财务信息网络，及时对财务风险进行预测和防范，对事态发展的形式、状态进行监测，定量测算财务风险临界点，及时对可能发生的或已发生的与预期不符的变化进行反映。制定适合企业实际情况的风险规避方案，通过合理的筹资结构来分散风险，如充分利用财务杠杆原理来控制负债比率，从而控制投资风险；采用总资本成本比较法选择总资本成本最小的融资组合，进行现金流量分析，保证偿还债务所需资金的充足；通过控制经营风险来减少筹资风险，使企业按市场需要组织生产经营，及时调整产品结构，不断提高企业的盈利水平，避免由于决策失误而造成的财务危机，把风险减少到最低限度。

## 附录

多元线性回归主要数据表

证券代码		C	成长性排名	F1 净利润增长率	F2 资产报酬率增长率	F3 净资产收益率增长率	F4 销售净利率增长率	F5 主营业务收入增长率	F6 总资产增长率	F7 净资产增长率	F8 总资产周转率	F9 资产周转率	F10 净资产周转率	F11 现金流量净额增长率	F12 销售现金比率增加率
002001	新和成	-0.297	126	1.477	0.934	0.377	0.975	0.254	0.345	0.108	0.063	-0.165	-2.381	1.434	0.527
002003	伟星	-0.378	134	0.292	0.079	-0.025	0.118	0.156	0.182	0.053	-0.395	-2.951	0.956	-1.687	0.320
002004	华邦制药	-0.007	82	-0.153	-0.231	-0.281	-0.179	0.032	0.077	0.337	-3.911	-3.264	-0.058	-0.738	-0.028
002005	德豪润达	-0.274	124	0.726	0.337	0.116	0.565	0.103	0.387	0.555	0.992	0.213	-0.401	-2.234	0.895
002006	精功科技	-1.042	144	2.925	2.449	2.807	2.135	0.252	0.176	-0.113	-2.756	1.903	-1.884	-1.997	0.916
002007	华兰生物	0.147	74	0.811	0.320	0.158	0.183	0.532	0.390	-0.098	-1.441	1.452	-2.002	-2.113	-0.018
002008	大族激光	-0.354	130	0.318	-0.067	-0.112	0.030	0.279	0.327	0.054	-0.739	-3.390	0.662	-1.580	0.543
002009	天奇股份	0.409	46	0.269	-0.030	0.018	-0.063	0.355	0.318	-0.036	-0.728	1.734	-2.335	-2.104	1.046
002011	盾安环境	-0.185	114	0.104	-0.124	-0.126	-0.044	0.155	0.337	0.297	-1.629	-2.764	0.193	-1.412	0.067
002013	中航精机	-0.212	117	0.177	0.018	0.020	-0.047	0.235	0.074	-0.320	-0.045	-0.481	1.204	-2.358	0.419
002014	永新股份	-0.128	104	0.294	0.138	0.108	0.211	0.069	0.093	0.105	0.515	0.698	0.106	-0.466	0.070
002015	霞客环保	-0.146	106	-0.153	-0.343	-0.303	-0.332	0.268	0.304	0.043	-1.557	-4.321	0.405	-1.454	0.480
002017	东信和平	-0.020	85	-0.070	-0.202	-0.203	-0.100	0.034	0.183	0.756	-3.307	-2.635	-0.073	-0.698	-2.794
002018	华星化工	1.164	5	-2.237	-2.041	-2.064	-2.231	0.004	0.113	1.937	-21.436	-3.228	-0.468	-0.475	-1.794
002019	鑫富药业	1.746	3	-1.943	-1.809	-1.804	-2.191	-0.208	0.108	-1.802	-6.610	0.542	-1.434	-2.383	-1.649
002021	中捷股份	-0.098	97	-0.070	-0.201	-0.145	-0.096	0.077	0.129	0.188	-2.222	-3.280	0.139	-1.348	0.574
002022	科华生物	0.436	40	0.235	0.009	-0.036	-0.013	0.251	0.211	-0.057	-0.761	1.375	-2.218	-2.173	0.030
002023	海特高新	0.022	79	0.128	-0.081	-0.094	0.097	0.028	0.284	1.168	1.427	0.069	-0.636	-3.098	0.091
002024	苏宁电器	-0.360	131	0.392	-0.054	-0.166	0.128	0.234	0.393	0.189	-0.361	-2.242	0.838	-1.720	-0.161
002025	航天电器	0.915	10	0.102	-0.094	-0.086	-0.126	0.260	0.113	-0.244	0.015	-1.398	-5.503	0.579	0.128
002026	山东威达	-0.032	86	0.041	-0.025	-0.017	-0.052	0.099	0.070	-0.110	-0.058	-0.192	0.490	-2.368	0.174
002028	思源电气	0.438	39	0.249	0.020	-0.080	0.075	0.162	0.126	-0.079	-1.662	1.766	-2.020	-2.046	0.021
002029	七匹狼	0.309	70	0.419	0.088	0.075	0.044	0.359	0.187	-0.195	-1.505	0.977	-1.866	-2.241	-0.207
002031	巨轮股份	-1.000	143	0.066	-0.053	-0.106	-0.124	0.217	0.113	-0.196	-0.002	-0.770	5.855	-2.967	-0.174
002032	苏泊尔	0.404	48	0.272	0.050	0.007	0.024	0.242	0.184	-0.087	-1.359	1.501	-2.034	-2.106	-0.270
002033	丽江旅游	0.079	76	-0.342	-0.498	-0.457	-0.386	0.073	0.251	0.512	-3.215	-2.845	-0.040	-0.759	-0.602
002034	美欣达	0.678	19	-0.095	-0.103	-0.121	-0.139	0.051	-0.071	-2.114	-5.337	0.362	-1.408	-2.573	0.040
002035	华帝股份	0.331	67	1.032	0.939	0.793	0.888	0.077	0.076	-0.002	-1.702	8.086	-2.681	-1.692	0.464
002036	宜科科技	-0.010	83	-0.191	-0.247	-0.225	-0.224	0.042	0.054	0.081	-3.000	-4.331	0.130	-1.311	-1.168
002037	久联发展	0.490	32	0.421	0.117	0.221	0.064	0.335	0.327	-0.008	-1.169	4.211	-2.533	-1.844	-0.574

中小企业成长性的债务融资因素研究

002038	双鹭药业	-0.335	128	0.270	-0.018	-0.061	0.021	0.245	0.286	0.054	-0.748	-3.401	0.657	-1.578	0.118
002039	黔源电力	-0.750	142	1.199	0.226	0.234	0.312	0.676	0.814	0.064	-0.669	-3.188	0.683	-1.598	0.039
002040	南京港	-0.120	102	0.107	-0.017	0.080	0.101	0.005	0.141	2.014	5.543	0.401	-0.583	-2.133	0.122
002041	登海种业	-0.071	91	1.147	0.742	0.760	0.491	0.440	0.248	-0.175	-1.923	1.225	-1.860	-2.149	0.084
002043	兔宝宝	0.690	15	-0.029	-0.034	-0.070	-0.046	0.018	-0.001	-1.316	-19.280	1.447	-1.422	-1.994	-0.700
002044	江苏三友	0.685	18	-0.032	-0.059	-0.067	-0.026	-0.007	0.016	-2.309	-9.047	0.576	-1.399	-2.344	-0.348
002045	广州国光	0.551	25	0.127	-0.069	-0.104	-0.119	0.279	0.247	-0.040	-0.591	1.462	-2.352	-2.172	-1.993
002046	轴研科技	0.529	29	0.110	-0.134	-0.075	-0.162	0.324	0.300	-0.025	-0.653	1.962	-2.443	-2.076	0.204
002047	成霖股份	1.159	6	-1.742	-1.740	-1.725	-1.793	-0.064	-0.009	-0.470	10.198	-3.789	-1.719	-0.232	-0.458
002048	宁波华翔	-0.106	99	0.373	0.228	-0.002	0.271	0.080	0.139	0.201	0.695	0.512	-0.097	-1.575	0.197
002049	晶源电子	0.351	60	0.066	-0.004	-0.057	-0.071	0.147	0.027	-0.430	0.969	-2.311	-2.336	0.004	-0.082
002050	三花股份	-0.644	141	0.976	0.203	0.066	0.260	0.568	0.746	0.095	-0.612	-2.861	0.672	-1.617	0.115
002053	云南盐化	1.051	7	-0.484	-0.490	-0.479	-0.489	0.009	-0.003	-1.717	-31.458	1.636	-1.373	-1.943	-0.082
002054	德美化工	-0.570	139	0.585	0.304	0.204	0.371	0.156	0.173	0.035	-0.219	-2.845	1.351	-1.780	-0.265
002055	得润电子	-0.111	101	0.073	-0.105	-0.017	-0.028	0.104	0.219	0.283	-1.701	-2.818	0.183	-1.402	-2.349
002056	横店东磁	0.362	58	0.269	0.083	0.063	0.018	0.246	0.143	-0.165	-1.442	1.059	-1.902	-2.216	0.071
002058	威尔泰	0.069	77	0.105	0.099	0.054	0.096	0.008	0.013	0.182	4.583	1.933	-0.250	-1.506	0.067
002059	云南旅游	0.613	21	-0.519	-0.515	-0.522	-0.426	-0.162	-0.034	-0.406	2.159	-2.745	-2.083	-0.088	-0.296
002060	粤水电	-0.187	115	0.058	-0.187	-0.105	-0.128	0.213	0.290	0.109	-1.608	-3.454	0.290	-1.438	0.131
002061	江山化工	0.030	78	-0.150	-0.283	-0.199	-0.209	0.074	0.170	0.316	-2.737	-3.054	0.037	-1.230	-2.511
002063	远光软件	0.249	73	0.507	0.196	0.155	0.036	0.455	0.319	-0.111	-1.301	1.270	-1.992	-2.162	0.072
002064	华峰氨纶	0.378	54	-0.056	-0.133	-0.209	-0.095	0.043	0.029	-0.127	1.133	-3.075	-2.395	-0.080	-0.203
002066	瑞泰科技	-0.295	125	0.366	-0.086	-0.089	-0.030	0.409	0.496	0.067	-1.215	-3.626	0.440	-1.495	-2.735
002067	景兴纸业	0.427	42	0.180	0.023	0.037	-0.109	0.325	0.063	-0.422	0.314	-1.906	-2.824	0.140	-1.426
002070	众和股份	0.393	51	0.218	0.012	-0.079	-0.075	0.317	0.174	-0.182	-0.373	0.270	-1.898	-2.915	-0.489
002071	江苏宏宝	-0.212	118	0.500	0.392	0.368	0.381	0.086	0.135	0.163	0.748	0.663	-0.039	-1.390	-0.071
002073	软控股份	0.325	69	0.409	0.066	0.015	-0.021	0.440	0.337	-0.085	-0.769	1.080	-2.120	-2.252	-0.160
002078	太阳纸业	-0.382	135	0.169	0.024	0.015	0.003	0.165	0.173	0.016	-0.879	-4.830	0.765	-1.541	0.430
002079	苏州固锝	0.270	71	0.371	0.236	0.269	0.143	0.200	0.117	-0.163	-1.997	1.307	-1.868	-2.127	1.202
002080	中材科技	-0.520	138	0.557	0.100	0.024	0.092	0.426	0.484	0.043	-0.733	-3.574	0.696	-1.580	1.214
002081	金螳螂	-0.585	140	0.627	0.321	0.248	0.310	0.242	0.354	0.135	-0.213	-2.164	1.166	-1.814	0.452
002082	栋梁新材	0.336	64	0.337	0.204	-0.004	0.132	0.181	0.124	-0.119	-1.889	1.516	-1.929	-2.084	0.993
002083	孚日股份	0.469	34	0.082	-0.014	-0.052	-0.054	0.143	0.056	-0.271	0.225	-1.940	-3.051	0.163	-0.002
002084	海鸥卫浴	0.689	17	-0.090	-0.146	-0.136	-0.069	-0.022	0.052	-2.329	-6.217	0.387	-1.396	-2.534	-0.022
002085	万丰奥威	0.141	75	0.357	0.363	0.266	0.320	0.028	-0.022	-1.927	9.005	-2.672	-1.667	-0.146	0.155
002087	新野纺织	-0.162	109	0.094	-0.075	-0.080	-0.071	0.178	0.236	0.099	-1.551	-3.505	0.312	-1.447	-1.878
002088	鲁阳股份	-0.089	95	-0.026	-0.209	-0.250	-0.121	0.108	0.225	0.276	-2.112	-2.971	0.121	-1.344	0.009
002090	金智科技	-0.100	98	0.024	-0.077	-0.070	-0.166	0.228	0.133	-0.164	-0.036	-0.396	1.222	-2.456	-2.454
002091	江苏国泰	-0.045	88	0.306	0.170	0.101	0.194	0.093	0.157	0.190	0.357	0.235	-0.131	-1.822	-1.624
002092	中泰化学	-0.152	107	0.096	-0.216	-0.288	-0.081	0.192	0.323	0.189	-1.626	-3.049	0.233	-1.424	-0.058

中小企业成长性的债务融资因素研究

002093	国脉科技	0.539	27	0.203	-0.115	-0.150	-0.149	0.414	0.396	-0.015	-0.763	2.733	-2.530	-1.975	-0.036
002095	生意宝	0.422	44	0.064	-0.026	-0.024	-0.183	0.303	0.085	-0.344	0.346	-2.002	-2.796	0.118	-0.094
002096	南岭民爆	0.263	72	0.487	0.233	0.215	0.168	0.273	0.177	-0.135	-1.778	1.360	-1.915	-2.121	0.222
002098	浔兴股份	0.333	66	-0.063	-0.110	-0.105	-0.112	0.055	0.034	-0.147	1.057	-2.929	-2.405	-0.064	1.460
002099	海翔药业	-0.163	110	0.398	0.338	0.314	0.380	0.013	0.063	0.707	5.973	1.036	-0.442	-1.753	0.505
002100	天康生物	0.378	55	0.305	-0.088	-0.077	-0.143	0.523	0.431	-0.062	-0.659	1.197	-2.220	-2.229	0.022
002101	广东鸿图	-0.331	127	0.354	0.141	-0.004	0.102	0.229	0.296	0.089	-0.489	-2.768	0.782	-1.656	-2.280
002102	冠福家用	1.168	4	-2.486	-2.205	-2.310	-2.256	0.183	0.248	0.106	-2.740	-3.959	0.131	-1.321	-2.277
002103	广博股份	-0.087	94	-0.104	-0.184	-0.163	-0.182	0.096	0.134	0.119	-2.192	-3.640	0.184	-1.370	0.058
002104	恒宝股份	-0.051	90	0.179	0.114	0.037	-0.045	0.235	0.084	-0.291	-0.125	-0.245	0.251	-2.008	0.041
002105	信隆实业	-0.083	93	0.146	0.114	0.102	0.100	0.042	0.053	0.085	0.559	0.874	0.161	-0.431	0.403
002106	莱宝高科	0.339	62	0.253	0.125	0.116	-0.010	0.266	0.133	-0.206	-0.610	0.437	-1.895	-2.631	0.116
002107	沃华医药	1.978	2	-2.403	-2.107	-2.044	-2.578	-0.111	0.120	-2.027	-8.314	0.601	-1.417	-2.331	-2.277
002109	兴化股份	0.468	35	0.001	-0.132	-0.177	-0.134	0.155	0.074	-0.219	0.365	-2.186	-2.815	0.088	-0.182
002110	三钢闽光	0.527	30	-0.396	-0.455	-0.428	-0.461	0.121	0.059	-0.213	1.402	-2.873	-2.270	-0.075	0.060
002115	三维通信	0.337	63	0.325	-0.092	-0.107	-0.148	0.555	0.323	-0.165	-0.485	0.432	-1.962	-2.656	0.131
002116	中国海诚	0.531	28	0.116	-0.147	-0.058	-0.115	0.261	0.238	-0.030	-0.619	1.739	-2.412	-2.115	0.045
002117	东港股份	-0.178	112	0.115	-0.104	-0.205	-0.030	0.150	0.235	0.161	-1.519	-3.111	0.270	-1.443	0.170
002118	紫鑫药业	-0.369	132	0.534	-0.084	-0.193	-0.014	0.556	0.780	0.120	-1.156	-3.129	0.393	-1.501	-2.390
002120	新海股份	-0.013	84	-0.125	-0.246	-0.269	-0.158	0.039	0.100	0.369	-3.458	-3.107	-0.035	-0.776	-0.441
002121	科陆电子	-0.213	119	0.201	-0.215	-0.248	-0.137	0.391	0.543	0.115	-1.421	-3.308	0.325	-1.462	-1.828
002123	荣信股份	-0.469	137	0.526	-0.107	-0.110	-0.008	0.538	0.585	0.028	-1.090	-4.386	0.590	-1.513	-0.175
002127	新民科技	-0.080	92	0.386	0.134	-0.043	0.264	0.097	0.279	0.423	0.604	0.126	-0.406	-2.476	0.633
002128	露天煤业	0.424	43	0.483	0.208	0.095	0.145	0.295	0.284	-0.013	-1.279	3.673	-2.421	-1.870	0.305
002129	中环股份	-0.096	96	-0.066	-0.322	-0.262	-0.244	0.234	0.380	0.176	-1.783	-3.166	0.211	-1.405	-0.547
002130	沃尔核材	0.417	45	0.165	-0.041	-0.074	-0.039	0.212	0.126	-0.159	-0.387	0.345	-1.962	-2.784	0.246
002131	利欧股份	-0.422	136	0.347	0.102	-0.010	0.170	0.151	0.179	0.058	-0.287	-2.707	1.112	-1.743	0.582
002132	恒星科技	-0.236	120	0.041	-0.262	-0.245	-0.219	0.333	0.374	0.039	-1.410	-4.301	0.450	-1.471	0.270
002134	天津普林	1.042	8	-1.689	-1.628	-1.606	-1.620	0.113	0.002	-0.730	15.765	-3.785	-1.622	-0.246	-0.560
002136	安纳达	0.334	65	0.286	0.124	0.143	0.060	0.213	0.066	-0.323	-2.112	0.870	-1.744	-2.261	0.411
002138	顺络电子	0.382	52	0.198	-0.068	-0.074	-0.152	0.413	0.223	-0.185	-0.327	0.208	-1.860	-3.077	-0.118
002140	东华科技	0.370	57	0.420	0.086	0.083	0.126	0.261	0.189	-0.102	-1.640	1.523	-1.976	-2.091	-1.535
002141	睿胜超微	0.850	13	-0.114	-0.230	-0.218	-0.218	0.134	0.131	-0.006	-0.583	3.643	-2.842	-1.921	-2.007
002143	高金食品	0.972	9	-1.886	-1.735	-1.752	-1.870	0.019	0.141	0.958	-9.782	-3.170	-0.313	-0.538	-2.241
002144	宏达高科	-0.045	89	0.244	0.033	-0.153	0.183	0.052	0.298	0.795	1.115	0.120	-0.525	-2.637	1.318
002147	方圆支承	-0.145	105	0.078	-0.248	-0.338	-0.106	0.205	0.393	0.243	-1.683	-2.906	0.200	-1.410	-0.017
002148	北纬通信	0.446	38	0.143	-0.043	-0.073	-0.109	0.282	0.070	-0.370	0.265	-1.894	-2.927	0.156	-0.222
002149	西部材料	-0.154	108	0.145	-0.290	-0.264	-0.128	0.314	0.558	0.212	-1.537	-2.936	0.241	-1.434	-2.255
002150	江苏通润	0.572	23	0.006	-0.194	-0.185	-0.155	0.190	0.162	-0.053	-0.356	0.884	-2.355	-2.386	-0.216
002151	北斗星通	-0.108	100	0.029	-0.302	-0.369	-0.208	0.299	0.422	0.122	-1.585	-3.353	0.284	-1.439	-1.781



中小企业成长性的债务融资因素研究

002152	广电运通	0.408	47	0.271	-0.031	-0.137	-0.024	0.302	0.198	-0.131	-0.626	0.682	-2.029	-2.438	-0.394
002153	石基信息	0.375	56	0.312	0.000	-0.049	0.011	0.297	0.190	-0.138	-1.299	1.112	-1.949	-2.206	-0.040
002154	报喜鸟	-0.373	133	0.430	-0.117	-0.174	0.029	0.390	0.492	0.080	-0.770	-3.124	0.595	-1.575	0.161
002158	汉钟精机	0.330	68	0.364	0.115	0.076	0.113	0.225	0.110	-0.213	-1.990	1.107	-1.822	-2.181	0.105
002159	三特索道	0.589	22	0.096	-0.032	-0.020	-0.130	0.259	0.105	-0.259	0.071	-1.651	-3.848	0.326	0.546
002161	远望谷	0.402	49	0.233	-0.032	-0.039	-0.018	0.256	0.175	-0.118	-0.637	0.754	-2.057	-2.398	0.243
002162	斯米克	0.015	121	-0.177	-0.261	-0.245	-0.204	0.035	0.076	0.301	-3.851	-3.339	-0.046	-0.759	-0.752
002163	中航三鑫	-0.238	80	0.203	-0.265	-0.254	-0.077	0.304	0.626	0.272	-1.480	-2.759	0.231	-1.437	0.005
002164	东方传动	-0.184	122	0.146	-0.158	-0.264	-0.059	0.218	0.337	0.157	-1.501	-3.125	0.277	-1.446	-0.254
002168	深圳惠程	-0.241	113	0.213	-0.139	-0.172	-0.024	0.243	0.393	0.173	-1.351	-2.983	0.302	-1.466	0.255
002175	广陆数测	0.852	123	-0.363	-0.421	-0.432	-0.352	-0.029	0.012	-1.751	-13.059	0.954	-1.418	-2.141	0.311
002177	御银股份	-0.202	12	0.163	-0.198	-0.318	-0.063	0.242	0.335	0.115	-1.447	-3.329	0.320	-1.458	0.278
002179	中航光电	0.485	116	0.181	-0.165	-0.104	-0.127	0.353	0.311	-0.042	-0.635	1.476	-2.324	-2.163	-0.118
002180	万力达	0.380	33	-0.118	-0.218	-0.255	-0.193	0.093	0.028	-0.327	1.879	-2.790	-2.141	-0.085	0.346
002184	海得控制	0.540	53	-0.123	-0.258	-0.312	-0.224	0.131	0.078	-0.158	0.516	-2.483	-2.688	0.027	-1.960
002185	华天科技	0.460	26	0.116	-0.061	-0.099	-0.066	0.194	0.137	-0.110	-0.351	0.471	-2.102	-2.647	0.129
002188	新嘉联	0.855	37	-0.469	-0.510	-0.542	-0.512	0.086	-0.007	-1.440	-11.512	1.000	-1.443	-2.130	0.955
002189	利达光电	0.360	11	-0.221	-0.272	-0.324	-0.271	0.068	0.006	-0.568	6.433	-3.246	-1.796	-0.179	-0.208
002190	成飞集成	0.428	59	0.115	-0.050	-0.072	-0.074	0.205	0.121	-0.161	-0.215	0.102	-1.778	-3.597	-0.288
002191	劲嘉股份	0.503	41	0.192	0.003	-0.060	0.069	0.115	0.103	-0.038	-1.606	2.479	-2.156	-1.955	0.120
002193	山东如意	-0.165	31	0.007	-0.222	-0.142	-0.003	0.011	0.251	1.856	-2.335	-2.080	-0.038	-0.737	-2.629
002194	武汉凡谷	0.690	111	-0.023	-0.176	-0.223	-0.010	-0.014	0.043	-2.457	-4.407	0.215	-1.365	-2.852	-0.310
002195	海隆软件	0.395	16	0.214	-0.018	-0.049	-0.024	0.243	0.125	-0.199	-0.462	0.325	-1.889	-2.799	-0.067
002196	方正电机	0.660	50	-0.110	-0.140	-0.200	-0.173	0.077	-0.010	-1.510	-7.943	0.739	-1.453	-2.253	-0.148
002197	证通电子	0.556	20	0.040	-0.237	-0.181	-0.190	0.285	0.217	-0.087	-0.355	0.598	-2.189	-2.542	-1.716
002198	嘉应制药	-0.123	24	0.011	-0.120	-0.161	-0.039	0.052	0.070	0.103	-2.032	-3.701	0.221	-1.391	-0.027
002199	东晶电子	0.465	103	0.075	-0.075	-0.095	-0.079	0.167	0.113	-0.121	-0.204	0.189	-1.975	-3.187	-0.041
002201	九鼎新材	0.013	36	-0.197	-0.299	-0.314	-0.240	0.056	0.109	0.246	-3.131	-3.335	0.021	-1.185	0.016
002202	金风科技	0.349	81	0.554	-0.164	-0.212	-0.128	0.783	0.725	-0.025	-0.821	2.183	-2.386	-2.030	-0.608

## 参考文献

- [1] 艾缙:《中小企业话题大热 亚太经合组织关注》,《江南时报》,2008年7月25日第16版。
- [2] 曹廷求、孙文祥、于建霞:《资本结构、股权结构、成长机会与公司绩效》,《南开管理评论》2004年第1期。
- [3] 鲍静海:《我国中小企业金融制度创新研究》,人民出版社,2008年。
- [4] 陈净:《政协委员“对质”融资难》,《国际金融报》,2012年3月5日第1版。
- [5] 陈共荣、谢建宏、胡振国:《中国转轨经济中资本结构与企业价值的相关性分析》,《系统工程》,2005年第1期。
- [6] 程惠霞:《国际 M&A 浪潮与中小银行发展》,《当代经济科学》2002年第1期。
- [7] 陈晓红:《中小企业融资与成长》,经济科学出版社,2007年。
- [8] 陈晓红:《中小企业成长性评价方法有效性研究——来自沪深股市的实证》,《当代经济科学》2005年第5期。
- [9] 陈晓红、余坚、何鹏等:《寻找成长的理由——2005年中小上市公司成长性报告》,《资本市场》2005年第7期。
- [10] 陈晓红、曾江洪、韩文强等:《创新,第中小企业成长之道——2006年中小上市公司成长性报告》,《资本市场》2006年第7期。
- [11] 段升森、张玉明:《企业规模与成长性:基于非线性视角与我国中小上市公司经验数据》,《中国科技论》2011年第10期。
- [12] 董黎明:《上市公司债务融资结构、行为、绩效研究》,立信会计出版社,2010年。
- [13] 冯根福、吴林江、刘世彦:《我国上市公司资本结构形成的影响因素分析》,《经济学家》2000年第5期。
- [14] 符林、刘轶芳、迟国泰:《上市公司的成长性判定方法与实证研究》,《财经问题研究》2008年第6期,第71-77页。
- [15] 高正平:《中小企业融资新论》,中国金融出版社2004年版。

- [16] 谷燕:《关于公司成长性研究的综述》,《价值工程》2009年第12期。
- [17] 国家经济贸易委员会中小企业司,国家统计局工业交通司,中国企业评价协会联合课题组:《成长型中小企业评价的方法体系》,《北京统计》2001年第5期。
- [18] 郭蕊:《企业可持续成长能力的关键纬度及分析模型》,《科学学与科学技术管理》2005年第11期。
- [19] 韩文强:《基于成长的我国中小企业融资结构优化研究》,中南大学博士学位论文,2008年。
- [20] 韩太祥:《企业成长理论综述》,《金融研究》2002年第5期。
- [21] 何斌、刘佳:《从马克思经济理论谈我国中小企业融资战略选择》,《商场现代化》2009年第4期。
- [22] 贺力平:《克服金融机构与中小企业之间的不对称信息障碍》,《改革》1999年第2期。
- [23] 胡竹枝:《中国中小企业融资:供求、效率与机制分析》,中国经济出版社,2006年。
- [24] 黄少安、张岗:《中国上市公司股权融资偏好分析》,《经济研究》2001年第11期。
- [25] 惠思才:《关于上市公司成长性分析》,《财经问题研究》1998年第4期,第49-51页。
- [26] 孔德兰:《中小企业融资结构与融资策略研究》,中国财政经济出版社2009年版。
- [27] 赖国毅:《上市公司成长性研究》,四川大学博士学位论文,2006年。
- [28] 刘芳:《基于Z-score模型的企业财务风险度量》,吉林大学硕士学位论文,2011年。
- [29] 李柏洲、马永红、孙立梅:《中小企业成长理论评述及其创新研究》,《科技进步与对策》2006年第12期。
- [30] 李炳金:《中小企业资本结构影响因素的实证分析——基于2005-2009年中小板上市公司平衡面板数据》,《贵州财经学院学报》2011年第6期。
- [31] 李定珍、唐红涛、杨潘:《我已上市零售企业成长性评价实证研究》,《财贸经济》2007年第11期。

- [32] 李维安、张国萍:《经理层治理评价指数与相关绩效的实证研究——基于中国上市公司治理评价的研究》,《经济研究》2005年第11期,第87-98页。
- [33] 李新华:《中小企业融资难的內因、外因及对策》,《上海金融》2010年第6期。
- [34] 李朕:《基于金融约束理论的中国碳金融发展思路研究》,新疆财经大学博士学位论文,2012年。
- [35] 连玉君、程建:《不同成长机会下资本结构与经营绩效之关系研究》,《当代经济科学》2006年第3期,第97-103页。
- [36] 林毅夫、孙希芳:《信息、非正规金融与中小企业融资》,《经济研究》2005年第7期。
- [37] 林毅夫、李永军:《中小金融机构发展与中小企业融资》,《经济研究》2001年第1期。
- [38] 刘淑莲:《企业融资方式、结构与机制》,中国财政经济出版社,2002年。
- [39] 刘新华、线文:《我国中小企业融资理论述评》,《经济学家》2005年第2期。
- [40] 陆正飞:《企业适度负债的理论分析与实证研究》,《经济研究》1996年第2期。
- [41] 罗正英:《信誉链假说:中小企业融资能力的放大》,《上海经济研究》2003年第5期。
- [42] 吕长江、王克敏:《上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究》,《会计研究》2002年第3期。
- [43] 马璐、胡江娴:《企业成长性分析与评价》,《商业研究》2005年第7期。
- [44] 美国小企业发展中心:《中小企业的困境与对策:美国55位专家的解决方案》,中华工商联合出版社,1999年。
- [45] 纳尔逊·温特:《经济变迁的演化理论》,商务印书馆,1997年。
- [46] 欧晓辉:《债权融资结构与公司绩效研究——基于对成长型产业类上市公司的实证分析》,西南财经大学硕士学位论文,2007年。
- [47] 彭十一:《经济转型期我国中小企业融资问题研究》,中国农业出版社,2008年。
- [48] 邱先磊:《基于资源与动态环境的中小型民营企业进化研究》,天津大学博士学位论文,2009年。

- [49] 史建平：《中国中小企业金融服务发展报告(2010)》，中国金融出版社，2011年。
- [50] 宋剑峰：《净资产倍率、市盈率与公司的成长性》，《经济研究》2000年第8期。
- [51] 陶秋燕：《中小企业成长力系统研究》，中国经济出版社，2010年。
- [52] 童勇：《中国上市公司融资结构研究》，复旦大学博士学位论文，2006年。
- [53] 托马斯·赫尔曼、凯文·穆尔多克、约瑟夫·斯蒂格利茨：《金融约束：一个新的分析框架》，中国经济出版社，1998年。
- [54] 王德胜、余大胜：《基于成长视角的中小企业评价研究》，经济科学出版社，2008年。
- [55] 汪辉：《上市公司债务融资：公司治理与市场价值》，《经济研究》2003年第8期。
- [56] 王青燕、何有世：《影响中国上市公司成长性的主要因素分析》，《统计与决策》2005年第1期。
- [57] 王霄、张捷：《银行信贷配给与中小企业贷款》，《经济研究》2003年第7期。
- [58] 吴世农、李常青、余玮：《我国上市公司成长性的判定分析和实证研究》，《南开管理评论》1999年第4期。
- [59] 文远华：《中国经济转型时期信贷配给问题研究》，上海人民出版社，2005年。
- [60] 夏英：《浙江地方金融集体革命》，《南方周末》2002年8月8日，第三版。
- [61] 亚当·斯密：《国富论》，商务印书馆，1997年。
- [62] 杨杜：《企业成长论》，中国人民大学出版社，1995年。
- [63] 杨娟：《中小企业融资结构：理论与中国经验》，中国经济出版社，2008年。
- [64] 杨润秋：《我国民间金融对民营中小企业金融支持的研究》，中南大学博士学位论文，2007年。
- [65] 杨思群：《小企业金融：理论与政策》，《财贸经济》2000年第3期。
- [66] 伊迪丝·彭罗斯：《企业成长理论》，上海人民出版社，2007年。
- [67] 于东智：《转轨经济中的上市公司治理》，中国人民大学出版社，2002年。
- [68] 于涛：《制造业上市公司成长性与融资结构实证检验》，《求索》，2007年第9期。

- [69] 袁晓李:《湖北省中小企业融资问题研究》, 华中师范大学硕士学位论文, 2007年。
- [70] 曾江洪:《公司治理与中小上市公司成长》, 经济科学出版社, 2010年。
- [71] 曾江洪、崔晓云、俞岩:《社会资本对中小企业成长性影响的实证研究》, 《中南大学学报》2011年第5期。
- [72] 赵健梅、王春莉:《财务危机预警在我国上市公司的实证研究》, 《数量经济技术经济研究》2003年第7期。
- [73] 赵利光、刘丹:《不同增长机会下融资决策与公司价值关系的实证研究》, 《中国管理科学》2005年第10期。
- [74] 张捷:《结构转换期的中小企业金融研究》, 中国经济科学出版社, 2003年。
- [75] 张静、梅强:《解决中小企业融资难问题的思考》, 《现代经济探讨》2002年第1期。
- [76] 张杰:《民营经济的金融困境与融资次序》, 《经济研究》2000年第4期。
- [77] 浙江省中小企业局:《我省中小企业新情况新问题调研报告》, 2011年6月16日。
- [78] 中华人民共和国财政部:《企业会计准则》, 第三十六条, 2006年。
- [79] 中华人民共和国工业和信息化部:《“十二五”中小企业成长规划》, 2011年9月23日。
- [80] 中华人民共和国科技部、财政部、国家税务总局:《高新技术企业认定管理办法》, 2008年4月。
- [81] 周首华、陆正飞、汤谷良:《现代财务理论前沿专题》, 东北财经大学出版社, 2000年。
- [82] 周兆生:《中小企业融资的制度分析评》, 《财经问题研究》2003年第5期。
- [83] 朱德林、胡海鸥:《中国的灰黑色金融——市场风云与理性思考》, 立信会计出版社, 1997年。
- [84] 庄亚明、李金生:《企业成长的内生能力模型与实证研究》, 《科研管理》2008年第9期。
- [85] Aghion,P.and P.Bolton: An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, *Review of Economic Studies*, 1992(59).
- [86] Alberto, Miguel de and Pindado Julio: Determinants of Capital Structure:New Evidence from Spanish Panel Data, *Journal of Corporate Finance*, 2001, No.7.

- [87] Angelina P, Salvo R D, Ferri G: Availability and Cost for Small Business: Customer Relationship and Credit Corporations, *Journal of Banking and Finance*, 1998(22).
- [88] Baltensperger, E. Credit Rationing: Issues and Questions. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1978, Vol.10, No.2.
- [89] Barth, James R. Dongyun Lin and Keven Yost: Small and Medium Enterprise Financing in Transition Economies, *Atlantic Economic Journal*, 2011, No.39.
- [90] Berger, A.N., and E. Bonaeorsi di Patti, Capital Structure and Firm Performance: a New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry. *Journal of Banking Finance*, 2006, Vol.30, No.4.
- [91] Bester, H: Screening versus Rationing in Credit Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, 1985(75).
- [92] Bester, H: The Role of Collateral in Credit Markets with Imperfect Information, *European Economic Review*, 1987(31).
- [93] Chittenden, Francis, Graham Hall and Patrick Hutchinson: Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation, *Small Business Economics*, 1996.
- [94] Chittenden, Francis, Graham Hall and Patrick Hutchinson: Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation, *Small Business Economics*, 1996.
- [95] Churchill, C., Lewis V L: The Five Stages of Small Business Growth, *Harvard Business Review*, 1983, 61(3).
- [96] Coleman, Susan and Alicia Robb: Capital Structure Theory and New Technology Firms: Is there a match? *Management Research Review*, 2012, vol.35, no.2.
- [97] Constantinides, George M., and B. D. Grundy: Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals, *Review of Financial Studies*, 1989(2).
- [98] Cooper, A. C., Gimeno-Gascon F J, Woo, C.Y: Initial human and financial capital as predictors of new venture performance, *Journal of Business Venturing*, 1994(9).
- [99] Delmar, Frederic, Per Davidsson, William B Gartner: Arriving at the High-growth Firm. *Journal of Business Venturing*, 2003, 3(18).
- [100] Diamond, Douglas W.: Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, July 1984, 51(3).

- [101] Durand, D.: Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, *Conference on Research in Business Finance*, 1952.
- [102] Frank, M. Z. and Goyal, V. K: *Capital Structure Decision*, Working paper, 2003.
- [103] Hannan, M.T.and J.Freeman: *Organizational Ecology*, Harvard University Press, 1989.
- [104] Higgins, Robert C.: How much growth can a firm afford? *Financial Management*, 1977, No.6.
- [105] Hussain, Iftikhar, Zeeshan Farooq and Waheed Akhtar: SMEs development and failure avoidance in developing countries through public private partnership. *African Journal of Business Management*, 2012, Vol.6, No.4.
- [106] Jensen, Michael C. & Warner, Jerold B.:The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors, *Journal of Financial Economics*, 1988 Vol. 20(1-2).
- [107] Jensen, M.C.and W. Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 1976(3).
- [108] Kraus, Alan, Robert H. Litzenberger: A State-Preference Model of financial Leverage, *Journal of Finance*,1973(28).
- [109] Krishnaswami, Sudha, Paul A. Spindt, Venkat Subramaniam: Information Asymmetry, Monitoring, and the Placemet Structure of Corporate Debt, *Journal of Financial Economics*, 1996(51).
- [110] Marsh and Paul: The Choice between Equity and Debt:An Empirical Study. *Journal of Finance*, 1982, No.37.
- [111] Masulis, Ronald W: The Impact of Capital Structure change on Firm values: Some Estimates. *Journal of Finance*, 1983, Vol 38, No.1.
- [112] Meuleman, Miguel and Wouter De Maeseneire: Do R&D subsidies affect SMEs' access to external financing? *Research Policy*, 2012, Vol.4, No.3.
- [113] Myers, Stewart C:The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 1984(3).
- [114] Myers, S.C.and Majluf, N.S.1984.Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 1984(13).



- [115] Ozkan. A.: Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data, *Journal of Business Finance & Accounting*, 2001, No.28.
- [116] Penrose, E. T.: *The theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, 1959.
- [117] Porter, Michael E.: *The Competitive Advantage of Nations*, The Macmillan Press, 1990.
- [118] Raghuram, Rajan G. and Luigi Zingales: What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 1995, No.50.
- [119] Roberto, Alvarez E: Exposure to foreign markets and plant—level innovation evidence from Chile and Mexico, *Journal of International Trade & Economic Development*, 2004, Vol.13, No.1.
- [120] Ross.S:The Determination of Financial Structures:An Incentive Signalling Approach, *Bell Journal of Economics*,1977(8).
- [121] Schmidt-Mohr, U: Rationing versus collateralization in the Competitive and Monopolistic Credit Markets with Asymmetric Information, *European Economic Review*, 1997(41).
- [122] Stiglitz and Weiss: Credit Rationing in Market with Imperfect Information, *American Economics Review*,1981, No.7.
- [123] Strahan Philip E., and James R Weston: Small Business Lending and the Journal of Changing Structure of the Banking Industry , *Journal of Banking and Finance*, 1998, No.22.
- [124] Susan Coleman and Alicia Robb: Capital structure theory and new technology firms: is there a match? *Management Research Review*, 2012, Vol.35, No.2.
- [125] Whette, H.C.: Collateral in Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, 1983(73).
- [126] Williamson, S.D.: Costly Monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing, *Journal of Monetary Economics*,1986(9).
- [127] Zingales, L.: What do we know about optimal capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 1995, Vol.5, No.50.
- [128] Zutshi: Growth of firms in developing countries, *Journal of Development Economics*, 2002(4).

## 后 记

自 2007 年 8 月进入对外经济贸易大学任教以来，在这样一所以研究国际经济问题见长的教育部直属重点大学，作为一名国际关系专业出身的博士，鉴于学校的学科优势和办学特色，基于自身在国际关系领域的既有研究基础，我开始将研究领域转向国际政治经济学，并且将东亚区域合作作为重点研究方向。

在东亚区域合作中，由于宏观层次的政府行为受制于中日关系等政治因素，因此我对微观层次的市场行为产生越来越大的研究兴趣。中小企业与政府宏观外交政策的直接联系相对较弱，作为重要的民间外交平台，在微观市场行为中正是重要的主体。由此，我萌生了以中小企业为研究对象进行爱知大学博士学位论文写作的想法。这篇论文不仅体现了我过去几年来在国际政治经济学领域的研究成果，而且能够为今后的深入研究夯实根基。

经过多年不懈的努力，这篇论文终于在今天完工。这篇论文虽然在经济学领域可能仍显浅薄，但对我而言，却是从微观市场角度着手深入进行东亚区域合作等国际政治经济学相关研究的一个新起点。在此，首先向恩师加加美光行教授致以深深的敬意与谢意。自 2005 年 4 月入学爱大以来，加加美老师在学习和生活上一直给予我无微不至的关怀。在论文写作过程中，从论文选题直至最终定稿，加加美老师都提出了很多富有价值的意见。如果没有加加美老师的耐心指导和帮助，很难想象我能最终顺利完成爱知大学的学业。加加美老师对教学和研究工作热情与执着，不仅深深影响着我的治学道路，也让我对如何当好一名老师有了非常直接和深刻的体会。加加美老师对学生的关心与爱护，将始终是我克服困难不断前行的不竭动力。

在此还要感谢爱知大学的马场毅教授、李春利教授、周星教授、高桥五郎教授和山本一巳教授等众多老师。尽管此处由于篇幅有限，无法一一列出，但他们都在我的求学道路上留下了值得珍藏的记忆。他们堪称学习和生活中难得的良师益友，不仅在课堂上向我传授了宝贵的知识，而且在我留学爱大期间提供了长辈一般温暖的关爱和朋友一般热情的帮助。和加加美老师一样，如果没有这些老师的鼓励和帮助，也很难想象我能最终顺利完成爱知大学的学业。在此，衷心祝愿所有关心和帮助过我的爱大教职员工身体健康、生活幸福！

光阴似箭，回眸往昔，距我成为爱大一员至今已逾八年。在这期间，我已

由爱知大学与中国人民大学联合培养的一名博士生成长为对外经济贸易大学的副教授、硕士生导师。此时此刻，希望这篇博士论文不仅能为我九年的爱大学子生涯画上圆满的句号，而且能为我今后的研究工作翻开新的一页。

熊李力

2013年9月13日于北京