

氏 名 (本籍)	熊 李力 (中国)
学 位 の 種 類	博士 (学術)
学 位 記 番 号	甲第 78 号
学 位 授 与 の 日 付	平成 26 年 3 月 20 日
学 位 授 与 の 要 件	学位規則第 4 条第 1 項該当
学 位 論 文 題 目	中小企業成長性的債務融資因素研究
論 文 審 査 委 員	主査 愛知大学教授 加々美 光行 副査 愛知大学教授 李 春 利 副査 愛知大学教授 周 星 副査 愛知大学教授 高 橋 五 郎

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

審査結果の要旨

(1) 本論文の意義：

- ① 本論文は改革開放以来、とくに 1990 年代以後の中国の高度成長を一貫して支えてきた中小企業について、140 の上場中小企業をサンプルに選択し、企業に対する「債務融資」が、どのように成長を可能にしてきたか、また逆に成長にブレーキをかける要因となってきたかを、統計数量的分析、とくに多変数回帰分析によって明らかにした。
- ② 多変数回帰分析は通例 $F(X_n)$ の関数によって分析するが、本論文ではこの $F(X_n)$ を Z 値と呼び、その閾値のいかんによって、債務融資の増加が成長を促進し、逆に成長を阻害するとする。
- ③ 本論文の意義は、一般に中小企業にとって成長を持続可能とする要因は何かを、統計数量的に明らかにした点にある。

(2) 本論文の概要：

- ① 本論文の中心命題は、多変数回帰関数の Z 値すなわち $F(X_n)$ が 2.49 を上回る時には、債務融資が増加するとともに企業負債が増加しても、むしろ企業成長率は、この負債増と正の相関をする、すなわち負債増が成長を阻害せず、かえって成長を刺激するとする。
- ② 一方、関数 Z 値が 2.09 を下回る時には、負債増によって一時的に株式配当率（利潤分配率）が上昇しようとも、企業成長率を阻害する要因として働くと分析する。
- ③ この Z 値を決定する変数としては、資産負債率（負債総額÷資産総額%、以下同じ）、流動資産率、長期負債率、株式利潤配当率などが数えられている。つまり資産負債、流動資産、長期負債、株式配当などが高水準に既に達している企業は、持続的成長が可能で、逆に低水準にとどまっている企業は、債務融資を増やす場合、将来的に破綻する危険が高いということが結論される。

(3) 本論文の問題点：

- ① 債務融資の成長効果分析として、資産負債、流動資産、長期負債などを変動要因（変数）として選択するとしたことは理解できるが、関数 Z 値の閾値を 2.49 と 2.09 に設定したことの合理的説明はなされていない。基本的には選択された 140 の上場中小企業の実態が経験的にそうした結論に至っているとするのみである。
- ② 選択された 140 の企業は上場の順位（ランク）で選択したとしているが、中小企業の多数はむしろ非上場企業である。非上場企業を分析の対象にしなくても誤差は大きくないと言い得る根拠は何か。
- ③ 本論文の著者は、従来、愛知大学博士後期課程における研究テーマは「公共外交」に置き、指導教授の下で学位論文の作成に努めていた。ところが最終的に学位申請にあたり提出してきた論文は「中小企業の債務融資に関する成長要因分析」という、本来のテーマと異なる内容になった。この点に関して、本論文は、本分析

は外交問題と無縁ではないと説明している。具体的にはまず尖閣諸島問題などをめぐって日中関係が極度に緊張する状況下に、「東アジア共同体」あるいは「東アジア地域協力」の持つ意味が増大しているとする。その上で「東アジア共同体、地域協力」を左右するのは、成長を支える中小企業だとする。というのは大型企業は中央政府の統制を受け易く、また日中関係始め、東アジア外交関係の動向の影響を蒙りやすいのに比して、中小企業の成長はそうした外交関係の影響から相対的に自立しており、中国の国内経済の成長だけでなく、東アジア経済の発展を支える有効な要因だとする。そうした現状の認識から、博士論文のテーマを「中小企業の成長可能性分析」にシフトしたと説明する。

(4) 結論：

本委員会は2013年12月5日に予備審査委員会を開催し、本審査に入ることを可とした。その後2013年1月28日に本学位申請者と口頭試問を行うとともに、本審査委員会を開催して、上記に指摘したような問題点は抱えているが、審査委員会として最終的に本論文を学位授与に値するとの判定に至った。

以 上