

中小板企业财务结构的决定： 一个实证研究

杨其静 李小斌

内容提要 本文不仅基于经典模型对中小板上市企业的财务结构做了检验,而且还考察了企业的所有制背景和政企关系对这些企业财务结构的影响。研究发现,(1)与总杠杆相比,长期负债率更能反映当前中小板上市公司的财务结构特征;(2)长期负债率与企业资产的可担保性、企业规模等指标呈显著的正相关关系;(3)杠杆水平与第一大股东持股比例呈现显著负相关;(4)国有股背景显著地增加了企业获取长期负债的能力;(5)以“政府补贴”作为反映企业与政府关系的指标,则无证据显示密切的政治关系能增进企业获取银行贷款的能力。

关键词 资本结构 中小板 权衡理论 优序理论 政治关系

杨其静,中国人民大学经济学院企业与组织研究中心副教授 100872

李小斌,中国人民大学经济学院研究生 100872

关于影响公司资本结构的因素及其机理,经济学家们已经提出了很多理论,而且利用各国公司资本结构的数据做了大量的实证研究。近些年来,国内相关的实证研究也已不少。不过,基本上都是针对主板上市公司,且大多数研究都是以非全流通等特殊制度环境为背景,考察上市公司是否存在股权融资偏好^[1]。相对而言,针对中小板企业资本结构的经验研究就寥寥可数了。究其原因,除了成立时间较短而可获得的数据有限外,另一个重要原因是学者们通常认为,中小板与主板之间并不存在根本性差别,因为两者所遵循相同的基本法律规范和发行上市标准。然而,实际情况却是,中小板企业的财务结构与主板企业相比存在着显著差异。其中可能的原因是,

中小板主要是一些规模较小、成长性更强的企业,且制度性历史包袱较少,市场化程度更高。因此,有必要针对中小板上市企业融资结构的经验研究。这不但有利于深化我们对企业资本结构的理解,而且还可能探讨诸如政企关系、所有制歧视还是规模歧视等一些重要问题。

一、资本结构的决定因素:一个综述

虽然 Miller 和 Modigliani(1958)开创了现代资本结构理论,但企业价值与资本结构无关的结论却依赖于一系列苛刻的假设条件,以至于遭到大量的质疑。一方面,若考虑到不同融资工具所面临税负、破产成本和代理成本等方面的差异,那么企业将在不

同的融资工具之间权衡并由此形成最佳的资本结构 (Myers, 1977; Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986)。另一方面,如果进一步认识到融资工具在信息不对称条件下可能还扮演着信号传递功能(Leland and Pyle, 1977; Ross, 1977),那么为了避免信息传递不力所导致风险贴水的过多让渡,企业对融资工具的选择将呈现一定的优先次序,即内源融资,债务融资,权益融资(Myers and Majluf, 1984; Myers, 1984)。

由于视角不同,两种理论对于公司资本结构就存在着一些截然不同的推断。权衡理论强调,企业会优先考虑负债以降低代理成本,除非破产威胁足够高时才考虑其他融资方式。因此,该理论预言,企业的财务杠杆与企业规模、获利能力以及可担保性(通常用有形资产比率来衡量)正相关,却与成长性负相关。因为那些规模大、可担保资产多、盈利能力强具有强的偿付能力,而那些高成长性企业往往伴随着更高的风险。与之相对应,优序理论却得出了相反的预言。该理论认为,那些盈利能力强的企业具有丰富的内源融资资源,那些规模大、固定资产比例高的企业,投资者的信息不对称性较低而容易权益融资,且不必优先考虑债务融资来限制管理层。相反,那些成长性强的企业不但资金缺口大,而且外部投资者在企业项目选择上面临着更严重的信息不对称性,因此会更多地选择债务融资,以免股价被严重低估。由此,我们不难发现,对权衡理论的支持往往是对优序假说的证伪,而目前的检验对优序假说也只是部分支持。

迄今为止,绝大部分的实证检验都是围绕这两种假说而展开。然而,实证结果显示,在不同国家,尽管企业规模、盈利能力、成长性等因素对企业资本结构有显著影响,但作用方向却并不尽一致(Rajan and Zingales, 1995; Fama and French, 2002; Lemmon and Zender, 2004)。中国学者对主板企业的实证研究也呈现出这种现象。比如,洪锡熙、沈艺峰(2000),王娟、杨凤林(2002)实证研究显示杠杆同盈利能力正相关,但后者也发现杠杆与企业规模负相关^[2]。肖泽忠、邹宏(2008)发现,企业杠杆与企业规模、担保价值正相关,与成长性负相关,但同时也发现杠杆却与盈利能力负相关。相反,黄贵海、宋敏(2004)更多地支持了优序理论,即发现财务杠杆与公司规模、有形资产比率以及盈利能力负相关,但与成长性正相关^[3]。该现

象其实是在提醒我们,除了一般的市场因素外,公司财务结构还受到特定的政治经济制度、行业、成长阶段和治理结构等因素的影响。比如,在中国长期以来,上市公司受到股权分置和一股独大等特殊制度安排的困扰,导致上市公司有强烈的股权融资偏好(黄少安、张岗, 2001; 肖泽忠、邹宏, 2008),但国有股比例未必对杠杆率有显著影响(肖泽忠、邹宏, 2008)。在治理结构方面,管理层持股比例也通常被认为是一个影响公司财务结构的重要变量。吕长江、王克敏(2002)的实证研究显示,资产负债率与管理股权比例显著负相关,但黄贵海、宋敏(2004)认为,中国上市公司的管理层持股比例很小,很难预期它对公司的资本结构有显著影响。

除此之外,企业与政府的政治联系也被视为影响司融资能力和财务结构的重要因素,因为这种联系越紧密,企业就越容易得到政府的帮助而增强了其获得债务融资的能力。在实证中,学者们习惯于将控股股东的国家性质或者国家股比例视为体现企业的政治联系的指标,并且得到企业财务杠杆与之正相关的结论(李朝霞, 2003; 肖泽忠、邹宏, 2008)^[4]。即便是民营控股企业,当其含有少数国家股时,企业也更容易获得银行贷款快(Firth et al, 2009)。不过,当改革使得银行已基本上独立于地方政府时,虽然国有股比例可体现某种政企关系,但这中关系未必能够转变为企业与银行的特殊关系,至少其中的机制并不清楚。考虑到中国特殊的财政联邦主义和地方政府间竞争,地方政府对企业的帮助已不限于国企(Montinola, et al, 1995; Jin et al, 2005),而帮助的手段包括政府补贴,优惠政策等。一些实证研究发现,补贴不但没有倾向于农林业等行业或者公用事业单位,甚至企业的国有背景对补贴的影响也不显著,政府补贴更多地是为了维护本地上市公司的“壳资源”(陈晓、李静, 2001; 唐清泉、罗党论, 2007)^[5]。因此,我们认为,企业的政府补贴收入可能更准确地反映政企关系的指标,而且,由于政府补贴收入增强了企业偿付债务能力,从而可增进银行对企业的信任。

综上所述,除了公司规模、可担保资产、盈利能力、成长性等常规因素外,企业的治理结构、所有权性质、政企关系等制度因素也会对企业财务结构的形成产生影响。不过,无论是财务结构的权衡理论还是优序理论,都没有得到实证研究的一致支持。其中

的原因可能是,企业所生存的制度背景、板块、行业和成长阶段等因素会影响到其资本结构。

纵观国内现有的实证研究,基本都是围绕着主板上市公司展开,而针对中小板企业的实证研究聊聊可数。即便有,也非常简单,比如刘建勇、汤浩(2008)只是通过简单的统计分析得出了与张捷、王霄(2002)相似的结论,即中小企业在融资过程中面临主要是规模歧视而非所有制歧视。然而,尽管所遵循的基本法律规范和上市标准相同,中小板企业的资本结构与主板企业存在显著的差异。比如,2006年底的数据显示,平均而言,中小版企业的留存收益融资率为23.00%,总资产负债率为39.30%,其中有息债务率16.95%,而相应的,主板企业的留存收益融资率为19.31%,总资产负债率为48.81%,其中有息

债务率为31.40%。因此,有必要单独依据经典理论分析影响中小板上市企业资本结构的因素。由于分析的对象是已经在中小板上市的企业,因此分析重点将放在企业的债务(尤其是长期债务)选择和内源融资(盈余留存融资率)的决定。此外,由于中小板在2004年才创立,因此我们选用了2007年的截面数据而不是面板数据展开分析。

二、计量模型及分析

1. 模型和指标设定说明

以企业的融资结构为因变量,企业的规模、成长性、盈利能力以及一系列公司治理变量和政企关系变量为自变量(见表1),本文将要估计的回归模型如下:

表1 模型变量设定说明

变量类型	指标类别	变量名称	变量简称	计算公式
被解释变量	融资结构指标	总负债率	LV	总负债率=总负债/总资产
		长期负债融资率	LVL	长期负债融资率=长期负债合计/内外源融资
		盈余留存融资率	ARINF	盈余留存融资率=留存收益/内外源融资
解释变量	可担保性	资产担保价值	T	T=固定资产/总资产
	企业成长性	主营业务收入增长率	GROWTH	TA=(营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	公司规模	总资产规模	LST	LST=ln(总资产)
	公司盈利	总资产收益率	ROA	ROA=净利润/总资产
	水平	净资产收益率	ROE	ROE=净利润/(总资产-总负债)
	股权结构	高管持股比例	TOPCLASS	TOPCLASS=高管持股数/总股数
		流通股比例	OUTSTOCK	OUTSTOCK=流通股数/总股数
		第一大股东持股比例	TOPSHARE	TOPSHARE=第一大股东持股数/总股数
		国有股比例	NATION	NATION=(国家股数+国有法人股数)/总股数
	政企关系	补贴率	SUBSIDY	SUBSIDY=补贴收入 ^[6] /营业收入

$$Y_{it} = \alpha \cdot overall_{it-1} + \beta \cdot profit_{it-1} + \gamma \cdot share_{it-1} + \theta \cdot background_{it-1} + \varepsilon$$

其中, Y_i 是融资结构向量,代表不同时期、不同企业的资本结构特征。 Y_i 包含三个指标,分别是:总负债率(LV)、长期负债融资率(LVL)和盈余留存融资率(ARINF)。

Overall代表了一簇我们感兴趣的与融资结构相关的代表公司总体特征的变量,具体包括可担保价值(T)、成长性(TA)以及公司规模(LST), β profit是公司盈利能力向量,包括总资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE), γ share是公司治理结构向量,由下面个变量组成:高管持股比例(TOPCLASS)、流通股比例(OUTSTOCK)、第一大股东持股比例(TOPSHARE)、前3大股东持股比例平方和(H3)以及国有股比例(NATION), θ background代表政企关系,由企业得到的政府补贴率(SUBSIDY)作为其工具变量, ε 是误差项。

我们对解释变量作了滞后处理,主要出于以下考虑:第一,由于企业决策不免带有时滞性,上期的状况可能对企业当期的资本结构影响更大;第二,避免当期杠杆对经营绩效、治理结构的影响所带来的难以控制的内生性。

2. 数据来源和预处理

我们所使用的上市公司的数据主要来源于国泰安经济金融研究(GTA)数据库,对于缺失数据,则通过上市公司的公开信息进行了补充。在国泰安数据库中,上市公司的财务数据是从其上市当年开始搜集的。因而,尽管越到近期观测值越多,但同时数据的连续可得性会受到影响。最终,我们在数据的可得性和观测数之间做了权衡,在天相证券投资分析系统中选取了2007年1月1日前在中小板上市并连续三年无亏损的94家非金融类企业作为研究对象。再从GTA中导出其2007年12月31日的因变量截

面数据和上年 12 月 31 日的自变量截面数据。经过处理,各变量描述如下:

表 2 变量的基本统计描述

变量简称	样本量	Mean	Std. Dev.	Min	Max
lv	94	0.41	0.17	0.06	0.71
lvl	94	0.03	0.05	0.00	0.20
arinf	94	0.25	0.10	0.04	0.61
t_1	94	0.27	0.15	0.03	0.72
lst_1	94	20.56	0.64	19.31	22.90
growth_1	94	0.27	0.39	-0.31	2.79
roa_1	94	0.06	0.03	0.00	0.18
roe_1	94	0.11	0.05	0.00	0.35
sub_1	94	0.01	0.01	0.00	0.06
topclass_1	94	0.02	0.07	0.00	0.50
outstock_1	94	0.38	0.15	0.16	0.72
top1_1	94	0.35	0.13	0.08	0.72
nation_1	94	0.14	0.23	0.00	0.75

为了避免回归中可能出现的严重共线性问题,我们求出各解释变量的协方差矩阵(见表 3)。从该表来看,指标的选取是比较合理的,大部分变量之间的相关性都在 0.3 以下。回归中不会存在严重的多重共线性。

3. 经验实证结果

回归(1)到(3)寻找企业杠杆率和各解释变量的关系。我们发现,无论采用 ROA 还是 ROE 作为企业经营绩效的度量指标,财务杠杆和担保价值、企业规模以及盈利能力的关系都是显著的。其中,企业规模的影响是正向的,而盈利能力、企业担保价值和财务杠杆的变化方向则相反。此外,股权集中度指标和财务杠杆的变化方向是相反的,并且这种趋势比较显著。

表 3 施行权力 解释变量相关矩阵

	t_1	lst_1	growth_1	roa_1	sub_1	topclas_1	outstock_1	top1_1	nation_1
t_1	1								
lst_1	0.1267	1							
growth_1	0.0976	0.2677	1						
roa_1	-0.1743	-0.2561	0.0178	1					
sub_1	-0.1147	-0.1100	-0.0862	0.1331	1				
topclass_1	-0.0787	-0.0514	-0.0324	0.0641	0.2075	1			
outstock_1	0.1714	-0.2003	-0.0111	0.0263	-0.1316	-0.1039	1		
top1_1	-0.0596	0.1547	-0.1143	-0.2163	-0.152	-0.1905	-0.3242	1	
nation_1	-0.0435	-0.0706	-0.0544	-0.0278	-0.1562	-0.1287	-0.1205	0.3863	1

表 4 企业融资结构的影响因素分析

	被解释变量					
	lv(1)	lv(2)	lv(3)	lvl(4)	lvl(5)	arinf(6)
t_1	-0.20** (-2.49)	-0.20** (-2.18)	-0.20** (-2.46)	0.09** (2.84)	0.09** (2.66)	-0.19*** (-2.84)
lst_1	0.12*** (6.31)	0.17*** (7.72)	0.12*** (6.28)	0.02* (1.86)	0.22** (2.63)	0.01 (0.46)
growth_1	0.05* (1.79)	0.06* (1.82)	0.05* (1.78)	-0.01 (-0.63)	-0.01 (-0.44)	-0.02 (-0.69)
roa_1	-2.51*** (-7.23)		-2.43*** (-7.04)	-0.28* (-1.89)		1.04*** (3.54)
roe_1		-1.13*** (-4.34)			-0.18* (-1.82)	
sub_1	-0.39 (-0.38)	-0.38 (-0.32)	-0.44 (-0.42)	0.14 (0.32)	0.16 (0.37)	-0.81 (-0.93)
topclass_1	0.15 (0.93)	0.18 (0.96)	0.17 (1.04)	0.03 (0.40)	0.03 (0.45)	0.02 (0.18)
outstock_1	-0.03 (-0.36)	-0.02 (-0.16)	-0.04 (-0.41)	-0.05 (-1.50)	-0.05 (-1.47)	0.02 (0.23)
top1_1	-0.24** (-2.31)	-0.22* (-1.84)		-0.08* (-1.85)	-0.08* (-1.90)	-0.07 (-0.87)
H3_1			-0.29** (-2.04)			
nation_1	0.06 (1.02)	0.05 (0.74)	0.05 (0.97)	0.06** (2.44)	0.05** (2.40)	-0.05 (-1.01)
R ² (Adjusted)	0.58	0.44	0.57	0.17	0.16	0.18
样本量	94	94	94	94	94	94

说明:本文计量结果由 stata10.0 给出。括号内为 t 值,*、**、*** 分别表示 10%、5%、1%显著性水平。下同。

从回归(4)和(5)来看,对企业长期债务比率有显著影响力的主要是资产担保价值、企业规模和国有股权比例。资产担保价值对长期杠杆的影响是显著为正的,这和它对总负债率的作用方向相反。值得注意的是,国有股权比例显著地正向作用于长期债务比率。

回归(6)进一步探究影响企业内源融资决策的因素。回归显示,资产担保价值和盈利能力对内源融资率的影响相当显著。其中,资产担保价值越大,内源融资率越低,盈利能力越强,内源融资率越高。

我们比较关注的政企关系的衡量指标补贴率在所有的回归中都是不显著的。这说明,至少没有证据表明,密切的政企关系能帮助企业优先获取银行贷款,从而改变企业的资本结构。

综上所述,中小板上市企业融资结构的主要影响因素包括资产担保价值、企业规模、盈利能力和国有股权比重。其中,国有股权比重主要影响企业获取长期贷款的能力,而对总杠杆水平的影响比不显著。这意味着,那些传统的解释变量对于中小板企业的财务结构决定同样具有解释力。

4. 稳健性

我们采用如下方法来检验上述结论的稳健性:第一、尽可能多地挖掘能够描述相应控制变量的指标。比如对于盈利能力,除了总资产利润率以外,还可以用净资产利润率、主营业务利润率等进行回归;对于股权集中度,除了第一大股东持股比率以外,我们又用赫芬达尔指数 H3、H5、H10 进行了回归;成长能力我们除了用主营业务收入增长率以外,还使用了总资产增长率进行回归。第二、之前为了避免当期解释变量间存在内生性,我们对解释变量作滞后一期处理。实际上,对于时滞长短的判断是直观性的。为不失一般性,我们又用当期被解释变量重复了之前的回归。结果表明,我们主要关注的几个基本结论:财务杠杆、长期杠杆、内源融资率同企业担保价值、公司规模、盈利能力、治理结构之间的关系都得出了相似的结果。限于篇幅,部分回归结果将在附录部分给出。

三、进一步讨论

1. 非治理因素对融资结构的影响

本文的一个目的就是检验权衡理论和优序理论

对我国中小板上市企业融资结构的预测效果。表 5 归纳了一些常规因素对中小板企业财务杠杆的影响结果。从中可以发现,无论是权衡理论还是优序理论都不能完全解释当前我国中小板上市企业的融资结构。

表 5 检验结果和理论预测结果的对比

	检验结果		理论预测	
	杠杆水平	长期杠杆水平	优序理论	权衡理论
资产担保价值	-	+	-	+
成长性	+	n/a	+	-
总资产规模	+	+	-	+
盈利能力	-	-	-	+

注:“+”、“-”分别表示正、负影响,“n/a”表示该影响没有通过显著性检验而不确定。

(1) 尽管实证结果显示企业担保价值与杠杆水平负相关,而符合优序理论的预测,但这种相关性很弱。相反,企业担保价值和长期有息负债率表现出非常显著的正相关性(见表 4)。究其原因可能是,总负债中的许多短期债务往往不需要企业提供担保品,且不少短期债务是维持企业运转所需的“被动负债”,即并不是公司刻意的融资行为(黄贵海、宋敏,2004)。从这个意义上讲,那些用于投资和支撑成长的长期有息负债,更能表现公司的融资决策和担保价值之间的内在联系。

(2) 以营业收入增长率来衡量的成长性在对总杠杆的回归中系数为正,但这种显著性很微弱,而在对长期杠杆的回归中则是不显著的。当然,这并不能说明成长性对企业的融资结构不造成影响,只能说在我们的指标体系下这种关系得不到证实,因为如何刻画成长性至今仍存在较大争议。比如,总资产增长率或托宾 Q 也通常用来衡量企业的“成长前景”,而且甚至出现这样的情形,同样的指标在不同的模型中代表不同的影响因素^[7]。

(3) 我们的实证结果显示,公司规模对总财务杠杆和长期杠杆水平有正向影响,而符合权衡理论的预测。事实上,这也是绝大多数实证研究的结论(比如, Harris and Raviv, 1990; 黄贵海、宋敏, 2004)。

由此可见,对于企业长期杠杆的形成,权衡理论可能更具解释力。然而,即便如此,实证结果也显示长期杠杆与盈利能力负相关且这种关系相当显著,因此不符合权衡理论而更符合优序理论。这表明,企业更偏好与内源融资,尤其是考虑到中小板具有不少家族控股的上市公司。由于对控制权发生转移的担心,多数家族企业都选择较低的债务水平,虽然其

边际收益率都很好 (Sonnenfeld and Spence, 1989 ; Poutziouris et al,2000)。

2. 公司治理结构因素对融资结构的影响

我们的研究发现，同公司的总体状况和盈利能力相比较，治理结构对融资结构的影响不那么强烈，但仍然有一些有趣的结果引起了我们的注意（见表6）。总体而言，相对于总负债率，公司治理结构对长期有息负债率的影响更为显著。其中原因可能正如前面所述，由于总负债中包括了相当一部分被动负债，掩盖了主动负债决策中的考虑因素。

表6 公司治理结构对资本结构的影响

	总负债率	长期有息负债融资率
流通股比例	n/a	-
第一大股东持股比例	-	-
高管持股比例	n/a	n/a
国有股比例	n/a	+

(1)流通股比例和长期有息负债的负相关，表明当前中小板企业外部权益融资所带来的替代效应仍大于担保效应。这意味着，权益资本是这些处在高速发展阶段的企业所非常渴望获得的资本。这也就成了这些企业寻求中小板上市的一个最重要目的，并且可以发现这些企业的流通股比例比主板上市企业要高不少。上述事实也从一个侧面证明，相对于资金的可获得性，信息不对称问题并不是中小板企业融资决策中优先考虑的问题。这也就注定了，权衡理论比优序理论更有解释力。

(2) 第一大股东持股比例和长期有息债务融资率负相关。这是因为，股东的持股比例越高，越有激励防备高杠杆所带来的高破产风险。

(3)从理论上讲，随着高管持股比例的增高，其与股东的利益渐趋一致，将更有激励去采用非权益性融资来化解中小企业股价被低估的风险。然而，该推断并未在我们的实证研究中得到证明。其中的一个重要原因可能是，在中小板上市公司中高管持股还非常不普遍。比如，94家样本企业中有多达67家在2006年高管持股比例一项数据为0，其余27家的高管持股比例也都很小。这一现象在主板市场上也存在(黄贵海、宋敏，2004)。

(4) 国有股权比例和长期有息负债融资率显著正相关，而和总负债率不相关(见表4)。这说明，即便国有股权较多的企业确实能获得更多的国家信用支持，但是这种新信用支持也是一种稀缺资源，以至于

企业主要把其用于获取长期债务融资，而不是短期债务融资。

3. 政企关系对企业资本结构的影响

在我国是否存在所谓的“所有制歧视”和“规模歧视”是近年来争论比较热的话题。从本文的检验结果来看，这两种现象可能都是存在。但是这两种现象更多体现的是银行和企业间的关系，而不是政府和企业间的关系。随着银行管理体制的改革，尽管不能排除地方政府对银行的影响，但至少这种影响常常被夸大了。不能正确地分政企关系和银企关系就不能正确地认识地方政府在经济转型过程中的特殊角色。

正如前面所言，政府补贴可能更好地体现了企业与政府的关系，而且非常普遍。然而遗憾的是，在我们的实证研究中并没有得到证明。这说明，至少没有证据表明，密切的政企关系能帮助企业优先获取银行贷款，从而改变企业的资本结构。具体而言，一方面随着改革的深入，银行的利益和地方政府最大化本地产出的动机之间已经出现了分歧。尽管“所有制歧视”仍然存在，但银行已经不再是地方政府扶植本地企业的工具了。另一方面，尽管地方政府补贴是一个普遍的现象，但平均而言补贴只占销售额的1%，不足以改变企业的现金流和偿债能力。

四、结论和局限

本文通过经典模型对中小板上市企业的资本结构做了检验，并在此基础上探讨了所有制背景和政企关系对中小企业融资的影响。本文研究发现，长期杠杆比总杠杆更能体现企业的资本结构特征。长期杠杆同可担保性以及企业规模都呈显著地正相关关系，因而权衡理论对当前中小板上市企业的资本结构决定更有解释力。在治理结构因素中，股权集中度和企业杠杆显著负相关，说明股东的持股比例越高，越有激励防备由于债务无法偿还而带来的破产风险，因而对于债务融资也更加谨慎；国有股背景显著地增加了企业获取长期负债的能力，说明银行对企业的“所有制歧视”的确是存在的。最后，至今仍没有证据表明，密切的政企关系能帮助企业优先获取银行贷款。

不过，本文也存在着一些局限。比如，虽然相对与国有股比例，补贴可能能够更广泛地体现企业与

政府的关系,但是地方政府对企业的补贴形式多种多样,而不同的形式补贴所体现的政企关系,并由此对企业融资能力影响也可能不同。遗憾的是我们无法获得相关的数据。其次,不同地方政府的财力是不一样的,因此补贴率可能也未能非常精确地刻画地方政府与受补贴企业之间关系的紧密程度。此外,我们的数据库中只给出了上市公司的注册地,但其子公司和主要的生产机构可能分散于多个地方并且得到当地政府不同程度的补贴。如果有针对中小企业资本结构的专门调查数据,相信能得出更有说服力的结论。最后,由于我国中小板市场起步较晚,至今只有四年,且样本量较小,加之为了保证数据的完整性,我们不得不把分析对象限制在 07 年以前上市的企业,这给结论的普遍性带来了一定的限制。

注释

[1]肖泽忠、邹宏(2008)对现有研究做了较为全面的综述,且通过实证研究证实主板企业确实存在股权融资偏好。

[2]陆正飞、辛宇(1998)却发现企业规模对杠杆水平并无显著影响。

[3]肖作平、吴世农(2002),沈根祥、朱平芳(1999)等也得出了部分支持优序假说的结论。

[4]Khawaja 等 1(2005) Fraser 等(2006) Claessens 等(2008)对巴基斯坦、巴西等国的实证研究得到类似结论。

[5]陈东华(2003)发现,那些选用具有地方政府背景的人作董事长的上市公司获得了更多的补贴收入。

[6]值得一提的是,补贴收入中的出口退税由国税返还,因此不能用来刻画企业和地方政府的关系。不过,由于数据难以获取,现有研究均未予以区分。而且,在我们的样本中有“出口退税”的企业非常少。此外,我们还尝试用企业“是否获得补贴”(0-1 变量)作解释变量,但结果没有显著变化。

[7]例如托宾 Q 在黄贵海、宋敏(2004)中代表增长前景,在吕长江、王克敏(2002)中则代表经营绩效。

参考文献

- [1] Claessens, S., E. Feijen and L. Laeven, 2008, "Political Connections and Preferential Access to Finance: the Role of Campaign Contributions," *Journal of Financial Economics*, 88: 554-580.
- [2] Fama, E. F., and K. R. French, 2002, "Testing Trade off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt," *Review of Financial Studies*, 15 (1): 1-33.
- [3] Firth, Michael; Chen Lin; Ping Liu; and Sonia M.L. Wong, 2009, "Inside the Black Box: Bank Credit Allocation in China's

Private Sector," *Journal of Banking & Finance*, 33(6): 1144-1155.

[4] Fraser, Donald R.; Hao Zhang; and Chek Derashid, 2006, "Capital structure and political patronage: The Case of Malaysia," *Journal of Banking & Finance*, 30: 1291-1308.

[5] Jensen, Michael C. and William H. Meckling, 1976, "Theory of the Firms: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.

[6] Jensen, Michael C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76: 323-339.

[7] Jin, Hehui, Qian Yingyi, and Barry R. Weingast, 2005, "Regional Decentralization and Fiscal Incentives: Federalism, Chinese Style," *Journal of Public Economics*, 89 (9 - 10).

[8] Khwaja, Asim Ijaz and Atif Mian, 2005, "Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market," *Quarterly Journal of Economics*, 120 (4): 1371-1411.

[9] Leland, Hayne E. and David H. Pyle, 1977, "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *Journal of Finance*, XXXII(2), 371-87.

[10] Lemmon, M., Zender, J., 2004, "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories," Working Paper, University of Colorado.

[11] Modigliani, Franco, and Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 1958, 48, 261-275.

[12] Montinola, G., Y. Qian, and B. R. Weingast, 1995, "Federalism, Chinese Style: The Political Basis for Economic Success in China," *World Politics*, 48(1): 50-81.

[13] Myers, S. and N. Majluf, 1984, "Corporate Financial and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Don't have". *Financial Economics*, vol.13, 187-221.

[14] Myers, Stewart C., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, no.3, 575-592.

[15] Poutziouris p, F. Chittenden, and N. Michaelas, "The Financial Structure, Behavior and Performance of SMEs: Family and Private Companies", Manchester: Small Business and Enterprise Development Conference, April. 2000.

[16] Rajan G. R., and Zingales, Luigi. 1995, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". *Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.

[17] Ross, S., 1977, "The Determination of financial structure: the incentive signaling approach", *Bell Journal of Economics*, 8:23-40.

[18] Sonnenfeld, J.A and Spence, P.L, "The parting patriarch of

a family firm”, 1989, Family Business Review, Vol. 2, No. 4, 355-375.

[19]陈冬华：《地方政府、公司治理与补贴收入——来自我国证券市场的经验证据》〔北京〕《财经研究》2003年第9期。

[20]陈晓、李静：《地方政府财政行为在提升上市公司业绩中的作用探析》〔北京〕《会计研究》2001年第12期。

[21]洪锡熙、沈艺峰：《我国上市公司资本结构影响因素的实证分析》《厦门大学学报》(哲学社会科学版)2002年第3期。

[22]黄贵海、宋敏：《资本结构的决定因素——来自中国的证据》〔西安〕《经济学》(季刊)2004年第1期。

[23]黄少安、张岗：《中国上市公司股权融资偏好分析》〔北京〕《经济研究》2001年第11期。

[24]李朝霞：《影响中国上市公司融资结构的主要因素分析》〔北京〕《数量经济技术经济研究》2003年第10期。

[25]李善民、刘智：《上市公司资本结构影响因素述评》〔北京〕《会计研究》2003年第8期。

[26]刘建勇、汤浩：《中小企业融资难：规模歧视还是所有制歧视——来自中小企业板上市公司的经验数据》〔北京〕《中国管理信息化》2008年第4期。

[27]陆正飞、辛宇：《上市公司资本结构主要影响因素之实

证研究》〔北京〕《会计研究》1998年第8期。

[28]吕长江、王克敏：《上市公司结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究》〔北京〕《会计研究》2002年第3期。

[29]沈根祥、朱平芳：《上市公司资本结构决定因素实证分析》〔北京〕《数量经济技术经济研究》1999年第5期。

[30]唐清泉、罗党论：《政府补贴动机及其效果的实证研究：来自中国上市公司的经验证据》〔北京〕《金融研究》2007年第6期。

[31]王娟、杨凤林：《中国上市公司资本结构影响因素的最新研究》〔北京〕《国际金融研究》2002年第8期。

[32]王霄、张捷：《银行信贷配给与中小企业贷款》〔北京〕《经济研究》2003年第7期。

[33]消泽忠、邹宏：《中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好》〔北京〕《经济研究》2008年第6期。

[34]肖作平、吴世农：《我国上市公司资本结构影响因素实证研究》〔北京〕《证券市场导报》2002年第8期。

[35]张捷、王霄：《中小企业金融成长周期与融资结构变化》〔北京〕《世界经济》2002年第9期。

[36]周勤、徐捷、程书礼：《中国上市公司规模与债务融资关系的实证研究》〔北京〕《金融研究》2006年第8期。

附录：稳健性检验

	被解释变量					
	lv_1(1)	lv_1(2)	lv_1(3)	lv1_1(4)	lv1_1(5)	arinf_1(6)
t_1	-0.07 (-0.91)	-0.04 (-0.44)	-0.07 (-0.90)	0.08** (2.18)	0.07** (2.02)	-0.10* (-1.89)
lst_1	0.14*** (7.25)	0.17*** (7.71)	0.14*** (7.20)	0.02* (1.87)	0.02** (2.62)	0.01 (1.11)
growth_1	0.05* (1.68)	0.05 (1.36)	0.05* (1.68)	0.001 (0.10)	0.003 (0.27)	-0.27 (-1.34)
roa_1	-2.23*** (-6.61)		-2.16*** (-6.44)	-0.28* (-1.85)		1.35*** (5.75)
roe_1		-0.59** (2.24)			-0.18* (-1.76)	
sub_1	-0.53 (-0.53)	-0.71 (-0.60)	-0.57 (-0.57)	0.16 (0.36)	0.18 (0.41)	-0.50 (-0.72)
topclass_1	0.07 (0.42)	0.09 (0.45)	0.08 (0.52)	0.04 (0.56)	0.04 (0.62)	0.08 (0.74)
outstock_1	-0.01 (-0.09)	0.01 (0.10)	-0.01 (-0.14)	-0.03 (-0.89)	-0.03 (-0.86)	0.05 (0.85)
top1_1	-0.21** (-2.10)	-0.15 (-1.25)		-0.02 (-0.37)	-0.02 (-0.43)	-0.04 (-0.59)
H3_1			-0.25* (-1.82)			
nation_1	0.004 (0.07)	-0.006 (-0.10)	0.001 (0.02)	0.06** (2.60)	0.06** (2.56)	-0.03 (-0.79)
R ² (Adjusted)	0.60	0.43	0.59	0.15	0.15	0.30
样本量	94	94	94	94	94	94

说明：本文计量结果由 stata10.0 给出。括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 显著性水平。

〔责任编辑：天 则〕