

# 通用设备制造上市公司融资结构对成长性的影响研究

刘鹏 洪产业

(浙江树人大学 浙江 杭州 310000)

## 一、融资结构概述

### (一) 融资结构的涵义

现有文献主要从广义和狭义两个方面定义融资结构。

指出融资结构不仅仅指资本结构, 广义上被解释为股权资金和债券资金的之间比例关系, 包括债务水平、债务期限结构和短期债务来源。

指出了融资结构包括内部融资、债券融资和股权融资。内部融资是企业自身利润的积累以及不需现金支出的折旧等, 融资成本最低, 但难以满足企业自身发展所需。股权融资成本会稀释企业的控制权, 债券融资成本最低, 但是会带来财务上的风险。认为融资结构是企业资金来源构成及其融资资金数量的比例关系。企业所处的生命周期不同会影响企业的融资结构。

综上所述, 融资结构是指企业通过各种渠道资金形成的资产与负债比例、长短期负债比例、短期负债结构。

### (二) 融资结构相关理论

融资结构理论已经有了一套完整的理论体系。根据西方的现代融资理论大致可以分为三个体系: 一是为早期的早期企业融资理论; 二是以MM理论为中心的现代企业融资理论; 三是以非对称信息为基础的新资本结构理论。以下将这几个代表理论进行介绍。

#### 1. 早期企业融资理论

净收益理论认为企业负债越高越好, 认为企业负债的成本低于权益的成本, 负债融资可以降低企业成本, 提高企业价值。但是这一理论也有它的缺陷, 净收益理论忽略在企业负债不断增加的情况下, 企业的财务风险也会增加。

净经营收益理论的结论与净收益理论完全不同。净经营收益理论认为, 无论企业的财务杠杆如何变化, 企业的加权平均资本成本都是固定不变的。这是因为企业负债成本虽然低于股本成本, 但企业负债增加的同时会增加企业的财务风险, 进而增加企业股权融资的成本, 两者一增一减相互抵消。所以不论企业负债如何都不影响企业的价值, 决定企业价值的应该是企业的营业收益。

上述两个理论通过极端的假设得出了极端的结论, 因此 Durand 又提出了一种折衷的理论。他指出, 一定程度的负债不会太大的加大企业的财务风险, 负债带来的低负债成本效益大于财务风险带来的高股权成本效益。

#### 2. 现代企业融资理论

1958年, 美国经济学家教授提出了著名的MM理论: 在一定的条件下, 企业价值与企业的资本结构无关。MM理论认为, 在一定的假设情况下, 负债的多少不影响企业的价值。在现实生活中, 最初的MM理论中的有些假设是不能成立的。于是 Modigliani 和 Miller 在无税MM理论的基础上进行了进一步的研究, 引入了企业所得税的影响, 得出了新的理论: 负债利息的减税效益会增加企业的市场价值, 负债越多, 企业价值越大, 当企业达到100%负债时, 企业价值最大。

在MM理论的基础上引入了财务成本, 提出了权衡理论。权衡理论认为负债能给企业带来抵税上的好处, 但同时也会带来企业财务上的风险。随着企业负债的不断增长, 企业的现金流会越来越不稳定, 企业可能会面临破产的情况。当负债融资带来的不利的影响超过负债利息带来的抵税效益时, 企业价值会下降。权衡理论认为企业应该同时考虑负债的抵税作用、财务困境成本, 进而确定企业最佳的资本结构。

考虑了委托代理管理, 提出了代理成本理论。代理成本理论研究的是指企业在融资过程中经理、股东、债权人利益不一致而引发的代理成本问题。代理成本理论认为: 1. 由于企业经理人与股东利益不一致, 企业管理者可能存在过度消费、以权谋私的行为, 增加负债可以督促管理者认真工作。2. 由于股东和债权人利益以及承担风险的程度不一致, 所以股东更偏爱高风险高收益的项目投资。债权人为了维护自己的利益, 会提高高负债融资成本。代理成本理论认为的最优融资结构应该是同时考虑负债的抵税效益、负债带来成本、代理收益和代理成本后得出的。

## 二、成长性概述

### (一) 成长性含义

目前, 学术界对成长性的定义没有达成共识。企业成长性是企业成长过程中本身所具有的一种引导自身持续生产和发展的属性, 可以从发展性、持续性、改善性3个方面来理解。不同的利益主体关注不同, 因此, 在不同的主体视界下, 成长性的含义是不同的, 分析成长性应该考虑分析目的。成长性包括量的增长和质的提升两个涵义, 所谓量的增长指企业的各项财务指标的上升, 比如: 产量、资产、利润等等; 而质的提升指企业组织结构的优化、员工素质能力的提升等, 李东红认为质是质的提升带来了量的增加。

### (二) 成长性评价指标

上市公司成长性分析的目的在于观察企业在一定时期内的经营能力发展状况。

### 三、融资结构与企业成长性的关系研究

国内外已有很多学者研究了融资结构与企业成长性的关系, 但并未得出一致结论。通过查阅大量文献后发现, 关于两者关系的研究大致可以分为以下几类。

#### (一) 正相关研究

将321家非金融类企业作为样本, 研究结果发现公司规模对于债务期限具有正面影响。

考虑了盈利、发展、偿债、营运4个能力, 运用因子分析法得出企业成长性综合衡量指标, 在通过回归分析发现创业板企业成长性跟债务期限结构正相关。

通过对我过中小上市公司的研究, 公司除第一大股东外的前5大股东持股比例与企业成长性正相关。通过对浙江科技上市企业的研究, 发现从整体上看, 内部融资对企业成长性有显著的促进作用。通过对两市制造业上市公司的研究, 发现短期负债中商业信用占短期负债的比例与企业成长性正相关。对创业板上市公司进行实证研究, 发现创业板上市企业的成长性和其资本结构显著正相关。通过研究两市上市的公司, 也得出了类似的结论。

#### (二) 负相关研究

通过对英国上市公司的实证研究, 分析发现企业成长性与债务水平负相关。在研究成长性跟负债水平关系时, 以资产市值账面比和资产增长率作为衡量企业成长性的指标时, 发现两者呈负相关关系。

研究我国战略性新兴产业, 发现债务融资越高, 企业的融资约束越大, 而融资约束对企业成长性有显著的抑制效应。通过对科技型中小企业的研究, 发现股权融资率与成长性不显著负相关。研究房地产行业上市公司, 也发现企业成长性和债务期限结构存在显著负相关。

考虑企业的成长性特征, 建立联立方程组, 运用两阶段最小二乘法降低债务融资比例与债务期限结构之间的相互干涉对最终结果的影响, 发现上市公司债务融资比例与企业成长性呈负相关性。研究得出中小企业上市上市公司企业成长性跟资本结构呈负相关性。

## 四、小结

目前, 我国关于融资结构的研究主要集中在对债务水平、期限结构、短期债务来源。有对单个行业的研究, 也有不同板块的研究。我国融资结构对成长性的影响研究主要集中在对科技型中小企业的研究上。通用设备制造行业是传统制造业的投影。查阅现有资料, 我国通用设备制造业存在以下问题: 资产负债率普遍偏低、流动比率高, 资产报酬率偏低等问题。本文选取通用设备制造行业上市公司作为研究对象, 通过对通用设备制造业的融资结构的现状和问题进行分析, 寻找其与企业成长性的关系, 并提出优化行业融资结构的建议, 以期为该行业企业乃至整个制造业行业的健康发展有所帮助。

### 【参考文献】

- [1] 陆菲. 企业融资结构对成长性的影响[D]. 杭州: 浙江大学, 2014
- [2] 辛阳. 融资结构对企业成长性的影响[D]. 长春: 吉林大学, 2014
- [3] 赵旭. 基于生命周期理论的上市公司融资结构研究[J]. 财经论丛, 2012(2): 84-89.