

# 中小企业融资结构对债务融资成本的影响

——基于中小板上市公司的经验证据

王卫星,李臻杰

(常州大学 商学院,江苏 常州 213164)

**摘要:**本文以我国 2012~2015 年 138 家中小板上市公司为研究对象,实证研究了融资结构与融资成本的关系.研究发现:融资结构对债务融资成本的影响呈正 U 型;区分不同特质负债研究发现,经营负债水平越高,债务融资成本越低;按期限长短分类研究发现,短期借款水平越高,债务融资成本越低,且这种现象在金融生态环境较好的地区更为显著.通过研究融资结构对融资成本的影响程度,有助于中小企业更有效地降低融资成本,促进其健康发展.

**关键词:**融资结构;债务融资成本;中小企业

**中图分类号:**F275.5      **文献标志码:**A      **文章编号:**1672-9102(2017)02-0114-08

## Research on the impact of financing structure on debt financing cost of small and medium sized enterprises

——Empirical Evidence Based on Listed Companies in Small and Medium Board

Wang Weixing, Li Zhenjie

(Business School of Changzhou University, Changzhou 213164, China)

**Abstract:** The relationship between the financing structure and financing cost was studied, which of 138 small and medium-sized listed companies in 2012~2015. The study finds that: the influence on the cost of debt for financing structure is positively U; the further study that distinguishes between different traits finds that the higher the level of debt, the lower debt financing cost; according to the classification of the length of the period, the higher the level of short-term borrowing, the lower debt financing cost, and this phenomenon is more significant in the better financial ecological environment. By studying the impact of financing structure on the cost of financing, it can help small and medium-sized enterprises reduce financing costs more effectively and develop fast.

**Keywords:** financing structure; debt financing cost; small and medium-sized enterprises

目前我国的中小企业占企业总数的 98%,对 GDP 的贡献超过 60%,对税收的贡献超过 50%,创造了 80%的就业岗位,在国民经济中占据重要地位.然而,政府推进解决中小企业融资难问题多年,至今没有根治.到 2015 年年底,A 股、中小板、创业板和新三板加在一起仅有 3 000 多户中小企业从股市上成功筹措到资金;债券市场门槛较高,中小企业通过发行债券融资机会极其有限;银行贷款要求不动产抵押,中小企业持有的不动产数量不多,甚至高达 95%小微企业基本没有不动产,约有 1 500 万户中小企业没有得到银行

收稿日期:2016-11-12

基金项目:江苏省社会科学重点资助项目(16EYA004);江苏省高校品牌专业建设工程资助项目(PZ2015C227)

通信作者:王卫星(1957-),女,河南安阳人,博士,教授,主要从事企业财务管理研究. E-mail: wwx@cczu.edu.cn

的贷款服务<sup>[1]</sup>。随着“调结构,稳增长”宏观政策的实施,我国经济进入“新常态”,在外需疲软、内部调整的双重压力下,中小企业竞争加剧,资金紧张,生存困难,尤其体现在融资方面<sup>[2]</sup>。根据国家信息中心2015年数据显示,81%的中小企业的流动资金不能满足需求,60.5%的中小企业无法获得中长期贷款,现金更多流向国有大型企业,中小企业信贷可获得性偏低,供需错配的现象较为严重。另外,据国家审计署2014年的抽查发现,中小企业融资成本也普遍偏高。大部分中小企业承担了利息成本之外的其他费用,部分企业从商业银行贷款当年的实际成本高达12.5%,从小额贷款公司取得的贷款综合成本更是高达30%。

融资难制约了中小企业的发展,融资贵降低了中小企业的盈利水平。造成中小企业融资难、融资贵的原因是多方面的,由于中小企业自身积累不足、财务管理薄弱、信贷融资难等,导致其融资结构不合理,致使其财务风险加大,也直接影响到中小企业的融资成本,加剧了中小企业融资贵的困境。

以往研究大多关注中小企业融资难问题,而融资结构对于融资成本的影响没有给予足够重视。企业融资渠道主要有内源融资和外源性股权融资、外源性债务融资,融资结构就是指企业由不同渠道取得的资金之间的有机构成及其比重关系。按照美国经济学家梅耶提出的著名啄食顺序理论,企业筹资应该首先考虑使用内部盈余,其次是债务融资,最后是股权融资。然而我国上市公司融资具有明显的“股权融资”偏好的特点<sup>[3]</sup>,因为权益资本是长期性、低成本、低风险的资金<sup>[4]</sup>。目前对于我国企业来讲,企业内源融资、股权融资和债务融资中,债务融资的成本具有刚性约束,是企业更为关注的资金成本问题,因此,本文选择中小企业融资结构对债务融资成本的影响进行研究。

## 1 文献综述

融资结构是企业融资决策的核心问题<sup>[5]</sup>。自从MM理论诞生,融资结构研究取得了大量的成果。近年来学者主要从3个方面展开研究:一是企业融资结构的特点分析研究。“啄序假说”解释了企业融资选择顺序——先选择内部盈余即内源融资,其次是债务融资,最后是股权融资。学者关于中小企业融资结构的观点也不尽相同,部分学者认为其融资顺序与有序融资理论相符合<sup>[6]</sup>,也有部分学者认为存在外部融资约束,其融资结构具有多样性,如企业可能被迫选择较多债务融资<sup>[7]</sup>,中小板企业的外源融资存在先股权融资后债务融资情况<sup>[8]</sup>。二是融资结构影响因素研究。企业所处的行业不同、企业战略不同、自身的盈利能力、企业规模和成长性都会影响到融资方式的选择<sup>[9]</sup>;公司治理也是影响融资结构的重要内部因素<sup>[10]</sup>。从外部角度看,产业创新、制度背景、宏观环境和国际环境动荡性都会对公司融资结构的管理产生影响<sup>[11]</sup>。三是不同融资结构经济后果的研究。企业的融资结构不仅影响了资金成本,也对公司股价和企业绩效产生影响<sup>[12]</sup>。我国的上市公司外部债务融资比例要明显大于股权融资,因而债务融资的成本是影响企业外部融资能力和企业业绩的重要因素<sup>[13]</sup>。有学者发现,债务融资成本受企业债务水平高低的影响,债务水平越高,债务融资成本越低<sup>[14]</sup>。也有学者通过将企业负债分类,从债务异质性的角度分别研究其与融资成本的影响<sup>[15-16]</sup>,研究发现金融负债水平越高,经营负债水平越低,债务融资成本越高<sup>[17]</sup>。

通过梳理以往研究文献发现:关于企业融资成本,研究大型上市公司的较多,研究中小企业的较少;关于企业融资成本,研究综合成本的较多,研究负债融资成本的较少;关于负债融资成本,考察总负债的杠杆作用的较多,区分不同特质研究负债融资成本的较少。本文的主要贡献在于:第一,从融资结构的视角研究了中小企业债务融资贵的问题;第二,在研究融资结构对融资成本影响时,不仅从资产负债比率出发,还从负债异质性角度出发,区分不同负债,分别研究其对融资成本的影响;第三,从外部金融环境出发,将中小企业分组进行研究,更细致地为不同环境下的中小企业提出解决融资难的途径。

## 2 研究假设

### 2.1 融资结构对债务融资成本的影响

资产负债率是反映融资结构的常用指标,但是该比率包涵的信息不够细致。分析企业的负债构成,主要有经营负债和金融负债两类,经营负债主要是指在生产经营过程中形成的各类应付款项,金融负债则主要是指银行贷款和债券融资资金。从资本成本的形成看,金融性负债利息具有刚性偿还的性质,经营性负债的情况则较为复杂。一般来说,长期负债由于存在较高的期限风险,其资本成本要高于流动负债。研究不同种类负债的构成比例,有助于中小企业细化自身的融资结构管理途径,起到更有效的治理作用,所以本

文不仅选用了资产负债率作为代理变量,还采用金融负债与总负债的比率和短期借款与总负债的比值作为融资结构的另两个代理变量.对融资结构的度量可以采用账面价值与市场价值两种度量方法,考虑到我国资本市场仍处于发展阶段,所以对上述3个指标均采用账面价值进行计算.

Ross于1977年提出了负债激励的信号模型,Ross指出管理者通过负债比率显示企业的经营状况.外部投资者与企业之间存在信息不对称,即经理人知道企业收益的真实分布,而外部投资者不知道,经营者会使用企业的负债比率向投资者传递企业利润分布的信息.汪辉<sup>[18]</sup>研究发现高负债水平可以有效传递企业业绩信息,并可以约束企业进行高风险项目的投资.相比大型企业,中小企业信息相对较少,信息不对称程度较高,债权人在评价企业时,往往会把高负债水平视为高质量的一个信号,低质量的公司无法通过发行更多的债券来模仿高质量的公司,所以随着负债水平的上升,企业债务融资成本将会下降.但高水平的负债会增加企业的风险<sup>[19]</sup>.在中小企业中,随着公司负债水平的提高,公司的经营风险和财务风险也会不断提高,这也往往导致债权人投资风险增大,也会需要更多的风险补偿,导致债务融资成本增大.

假设1:负债对债务融资成本的影响呈“U”型关系,即随着负债水平的上升,融资成本将呈现先降后升的态势.

在现实经济活动中,不同来源、不同性质的负债在成本、期限、风险等方面都存在一定的差异.经营性负债是在经营活动中产生的,主要来自于要素市场的,如应付票据(经营)、应付账款、预收账款等,其债权人主要为供应商、客户等.这类群体一般与企业有密切的合作关系,相比银行等金融机构拥有更强的信息优势,并且同样作为追求利润最大化的企业,这类债权人的决定往往比较谨慎<sup>[20]</sup>.所以经营负债越多往往给人一种该企业具有较高商业信用的感觉,有利于降低债务融资成本.

假设2:经营负债比重越大,中小企业获得的贷款融资成本越低.

银行借款按期限长短可以分为长期借款与短期借款.与长期借款相比,短期借款偿还期限短,偿还频率高,能削减中小企业可自由支配的闲置资金<sup>[21]</sup>,避免过度投资,对企业的约束力较大<sup>[22]</sup>,使债权人面临的风险也降低,使其要求的回报率也会略低.

假设3:短期借款比重越大,中小企业获得的贷款融资成本越低.

## 2.2 金融生态环境对融资结构及债务融资成本的影响

学者大多从企业内部视角出发研究融资结构对债务融资的影响,但是,改革开放以来,我国金融市场化进程呈稳步推进的状态,外部宏观环境对企业财务管理的改进、创新产生积极的推动作用<sup>[23]</sup>.孙铮等<sup>[24]</sup>的研究表明,在沿海发达地区,金融市场化进程已经取得决定性进展.李扬等<sup>[25]</sup>指出在金融生态环境差的城市中,存在金融发展程度较低、政府干预程度较高、市场竞争不充分、保护主义盛行、法制不完善和诚信制度不健全等问题<sup>[26-27]</sup>,有关企业经营状况和发展前景的信息不易于获得,可靠性差,银行较不容易通过市场化的信息机制获得企业相关信息并作出有效评价,这也使得企业与外界信息不对称的程度更高,因此,相比于金融生态较好的地区,一般的地区对待中小企业负债风险的态度更为谨慎,而且中小企业所面临的融资约束更大<sup>[28]</sup>.文献<sup>[29]</sup>也指出,中小企业由于规模小、经营不稳定、财务信息不全面等许多劣势导致金融体系先天排斥,面临的融资压力更大.所以,地方金融生态环境作为中小企业与债权人之间的信息传递通道,金融生态越好,信息传递通道越通畅,越有利于中小企业发挥财务信息的信号传递作用.

假设4:相比金融环境一般的地区,在金融生态环境好的地区中的企业,最优融资结构较低,且融资结构对融资成本影响越大.

中小企业之所以可以从银行等金融机构获得债务融资,首要条件就是其自身拥有良好的财务和经营状况,已有研究表明企业的财务信息在银行贷款决策中起到积极的引导作用<sup>[30]</sup>,在此基础上的高质量的信息披露就是企业的名片,它是企业向外部的债权人传达的一种信号.根据信贷的一般原则,贷款资金的安全性和避免损失是最重要的.由于贷款发出后,银行不能直接控制信贷资金的使用和投向,从而贷款本金的收回存在一定的风险,故企业需要释放信息以显示其使用信贷资金的合规性和偿还信贷资金的可靠性,银行也需要确认企业的信号是否稳健.如果企业信息披露质量不高,银行将难以了解企业信贷资金偿还的可信度.因此,信息披露质量是影响银行信贷决策的基础性要素,在其他条件相同的情况下,企业信息披露质量越高,获得银行借款的可能性越高,借款利率也会越低.

在我国,政府是资源配置的主体,起着决定性的作用.由于不同地区,资源、环境各不相同,对中小企业

融资起到的约束作用也大相径庭.在金融生态一般的地区中,由于政府干预程度较大,市场化进程较慢,法制缺失,这些外部制度不健全导致资本市场难以自行评估潜在信贷风险<sup>[31]</sup>.此时,中小企业通过提升自己的信息披露水平就是一种很好的解决途径.

假设5:在金融生态环境一般的地区中,由于信息传递渠道不畅通,只有通过高质量的信息披露才可以更有效发挥负债的信号传递功能,降低融资成本.

### 3 研究设计

#### 3.1 样本的选择和数据的说明

2011年6月18日,工业和信息化部、国家统计局、国家发展和改革委员会、财政部联合印发了《关于印发中小企业划型标准规定的通知》,对各行业的中小企业的划分标准进行了明确的界定.本文选取中小板企业中符合《通知》标准的企业作为研究样本,研究期间是2012~2015年.在样本选择中剔除以下类型样本:(1)金融、保险类公司;(2)经营期间未能涵盖样本期间的企业.财务数据来源于CSMAR数据库.金融生态环境数据来自《中国城市金融生态环境评价》.信息披露数据来自于深交所官网.

#### 3.2 模型构建

根据上述分析,实证分析模型构建如下:

$$\text{Cob} = C + a_1 \text{Rate}_1 + a_2 \text{Rate}_1^2 + a_3 \text{Lnass} + a_4 \text{Growth} + a_5 \text{ROA};$$

$$\text{Cob} = C + a_1 \text{Rate}_{2,3} + a_2 \text{Lnass} + a_3 \text{Growth} + a_4 \text{ROA};$$

$$\text{Cob} = C + a_1 \text{Rate} + a_2 \text{Info} + a_3 \text{Lnass} + a_4 \text{Growth} + a_5 \text{ROA}.$$

式中:Cob是债务融资成本;Rate包括Rate<sub>1</sub>,Rate<sub>2</sub>,Rate<sub>3</sub>,分别表示负债比率、经营负债比率与短期借款比率;Info表示信息披露质量.根据魏志华等<sup>[32]</sup>、陈汉文等<sup>[33]</sup>学者的研究成果,引入资产规模、企业成长性、盈利能力作为控制变量.相关变量定义见表1.

表1 变量定义及说明

变量	符号	定义
债务融资成本	Cob	债务利息支出除以期末总负债
负债比率	Rate <sub>1</sub>	期末总负债除以期末总资产
金融负债比率	Rate <sub>2</sub>	期末金融负债除以期末总负债
短期负债比率	Rate <sub>3</sub>	期末短期负债除以总负债
信息披露质量	Info	按照深交所诚信档案评分,A=4分,B=3分,C=2分,D=1分
金融生态环境	Fin	按照当年公司所在城市金融生态综合指数得分处于1级,则取值1,否则为0
公司规模	Lnass	期初总资产自然对数
成长性	Growth	销售收入增长率
盈利能力	ROA	净利润除以总资产

## 4 实证结果和分析

#### 4.1 描述性统计

研究样本中有138家中小企业,总共552个样本观测值,对主要变量进行描述性统计分析如表2.

表2 描述性统计

变量名	均值	最小值	中位数	最大值	标准差
Cob	0.164 3	0.000 0	0.062 2	3.617 52	0.366 8
Rate <sub>1</sub>	0.293 2	0.007 9	0.242 3	0.952 6	0.191 4
Rate <sub>2</sub>	0.372 0	0.000 0	0.362 1	0.962 2	0.272 5
Rate <sub>3</sub>	0.201 9	0.000 0	0.117 6	0.866 2	0.228 9
Fin	0.427 5	0.000 0	0.000 0	1.000 0	0.496 5
Info	2.943 8	1.000 0	3.000 0	4.000 0	0.564 0
Lnass	9.143 3	8.044 9	9.092 7	10.313 3	0.306 1
Growth	0.156 7	-0.657 6	0.056 3	13.958 3	0.858 0
ROA	0.044 6	-0.506 8	0.041 8	0.314 5	0.059 8

从表中可以看出,债务融资成本(Cob)均值为0.164 3,表明中小企业整体债务融资成本较高,且最小值与最大值差距很大,各企业面临的融资难度参差不齐.负债比率( $Rate_1$ )均值为0.293 2,整体上负债水平合理,杠杆率并不是很高,但最大值为0.952 6,部分企业存在一定的偿债风险.金融负债比率( $Rate_2$ )均值为0.372 0,中位数为0.362 1,可见中小企业中经营负债比重大于金融负债,银行贷款数量较低.短期借款比重( $Rate_3$ )均值为0.201 9,短期借款占金融负债比重一般达到60%,所以中小企业债务融资一般获得较少长期借款.

金融生态环境(Fin)的均值为0.425 7,在所有样本中地处生态环境较好的中小企业占有所有中小企业的42.57%.信息披露质量(Info)均值为2.943 8,标准差为0.564 0,可见中小企业信息披露质量大部分为良好.

企业规模(Lnass)最大值最小值相似,且标准差为0.306 1,可见中小企业资产数量虽有高低,但差别较小.盈利能力(ROA)均值仅为0.044 6,表明中小企业盈利能力较弱,资产回报率比较低,此外,最小值-0.506 8,最大值0.314 5,表明公司之间盈利能力存在较大差异,有的公司盈利能力较好,有的甚至出现亏损的状态,这可能与企业自身所处的行业和管理能力相关.成长性(Growth)均值0.156 7,标准差0.858 0,最小值为-0.657 6,最大值13.958 3,表明我国中小企业整体上营业收入还在增长,但是个别企业间差别较大.

#### 4.2 融资结构对债务融资成本的影响分析

模型1中 $Rate_1$ 和 $Rate_1^2$ 的系数在1%水平显著,分别是-2.723 3和2.888 0,其中二次项系数为正,说明负债比例对债务融资成本的影响成U型结构,验证了假设1.进一步观察发现融资结构对债务融资成本的关系式可以表示为 $Cob = 2.888 0Rate_1^2 - 2.723 3Rate_1 + C$ ,其中 $Rate_1^2$ 系数为正,说明曲线开口向上; $Rate_1$ 系数为负,说明该曲线的极值点大于0,计算得到 $Rate_1$ 等于0.471 4时Cob处于最低处,也就是说在负债比例达到47.14%时中小企业债务融资成本最低.对比现有的中小企业负债比例,现有中小企业融资结构均值为29.32%,所以适当提升当前负债比率有利于中小企业获得更低的债务融资.模型2中 $Rate_2$ 的系数为0.265 7,在5%水平显著为正,说明金融负债即使是通过银行等金融机构层层审核后获得,可以证明企业具有较好的诚信,但相比于经营负债,债权人更倾向于相信行业方面传递的信息,导致金融负债占负债的比重越大,企业债务融资成本越高,假设2成立.模型3中 $Rate_3$ 的系数是-0.243 6,在5%水平显著为负,说明短期借款较多具有较好的约束作用,可以降低企业投资于高风险项目的可能性,增加债权人的信心,降低融资成本,假设3得以验证,实证结果见表3.

表3 融资结构与融资成本回归结果

变量	模型1	模型2	模型3
$Rate_1$	-2.723 3***(-3.48)		
$Rate_1^2$	2.888 0*** (3.01)		
$Rate_2$		0.265 7** (3.23)	
$Rate_3$			-0.243 6** (-3.01)
	...	...	...
Adj-R <sup>2</sup>	0.153 0	0.191 2	0.181 8
样本数	552	552	552

注:\*\*\*, \*\*分别表示在1%,5%水平显著.

#### 4.3 金融生态环境对融资结构及债务融资成本的影响分析

##### 1) 单变量分析

根据金融生态环境得分高低将研究样本分成金融生态环境好与一般两组,利用均值T检验和中位数Z检验,比较组间各因素的区别,如表4.就债务融资成本而言,将金融生态环境好与一般不同地区的企业相比较,前者融资成本的均值与中位数都低于后者,表明金融生态环境越好越有利于中小企业的债务融资.而且,金融生态环境不同的地区所反映的融资结构、负债结构的差距大多在1%水平上显著,如在金融生态环境好的地区的企业,其负债比率、金融负债比率以及短期借款比率都低于金融生态环境差的地区的企业,而企业的信息披露质量、成长性则相反.

表4 单变量T检验和Z检验

变量	均值		MEAN Diff	中位数		Chi2
	好	一般		好	一般	
Cob	0.161 8	0.166 2	-0.004 3*	0.060 4	0.065 5	2.457 3*
Rate <sub>1</sub>	0.285 9	0.298 6	-0.012 7**	0.226 0	0.260 4	2.974 1*
Rate <sub>2</sub>	0.720 4	0.578 2	0.142 1***	0.759 1	0.575 6	30.455 2***
Rate <sub>3</sub>	0.167 6	0.226 9	-0.059 3***	0.095 3	0.125 6	0.475 9
Info	3.012 9	2.893 8	0.119 2***	3	3	3.593 9**
Lnass	9.128 5	9.154 0	-0.025 5*	9.102 1	9.086 3	0.364 3
Growth	0.184 6	0.136 5	0.048 1	0.074 5	0.042 1	2.070 7*
Roa	0.048 0	0.042 1	0.005 9*	0.048 8	0.038 7	5.026 3**

注:\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在1%,5%,10%水平显著.

## 2) 多变量分析

从表5中我们发现:金融生态环境较好的样本中,模型5和模型6中,Rate<sub>2</sub>,Rate<sub>3</sub>的系数都在1%水平显著负相关;金融环境一般的样本中,模型8中,Rate<sub>2</sub>在5%水平正相关,模型9中,Rate<sub>3</sub>在10%水平负相关.以上结论表明:在金融生态环境较好的地区中,经营负债比重越高,企业债务融资成本越低,短期借款比重越高,企业债务融资成本越低,并在金融生态环境一般的地区中,各因素的影响相对较低.对比模型4与模型7,可以发现在金融生态好与一般的地区中,最优融资结构也稍有区别,前者负债比例在达到47.32%时融资成本最低,后者则是46.27%,原因可能是金融生态环境较好的地区,债权人对风险的把控能力较好,可以给予中小企业更多的债务融资额,验证了假设4.

表5 金融生态环境、融资结构和融资成本回归结果

变量	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9
	金融生态环境好			金融生态环境一般		
Rate <sub>1</sub>	-2.558 9*			-2.946 7***		
	(-1.82)			(-3.29)		
Rate <sub>1</sub> <sup>2</sup>	2.703 9*			3.183 8***		
	(1.61)			(2.96)		
Rate <sub>2</sub>		0.198 9***			0.161 3**	
		(3.88)			(2.46)	
Rate <sub>3</sub>			-0.223 1***			-0.229 0*
			(-3.40)			(-1.84)
	...	...	...	...	...	...
Adj-R <sup>2</sup>	0.138 1	0.184 1	0.183 8	0.125 8	0.190 3	0.194 4
样本数	232	232	232	320	320	320

注:\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在1%,5%,10%水平显著.

相比金融生态环境较好的地区,金融生态环境一般的地区存在金融发展程度较低、政府干预程度较高、市场竞争不充分、保护主义盛行、法制不完善和诚信制度不健全等问题,这也导致负债信号传递作用的削弱,加强信息披露可以缓解中小企业与债权人之间的信息不对称问题.表6进一步分析了在金融生态环境差的地区中,中小企业信息披露质量与融资结构对债务融资成本的影响.研究发现:模型12中,Rate<sub>3</sub>的系数为-0.327 1,显著负相关,且较之前对融资成本的影响更显著;在模型11中Rate<sub>2</sub>的系数为0.116 2小于模型8中的0.161 3,说明通过信息披露,让债权人了解了更多关于公司应付、预收等信息,增强了债权人对公司的信赖,降低了融资成本;在模型10中,Rate<sub>1</sub>和Rate<sub>1</sub><sup>2</sup>系数显著相关所以在增加信息披露变量之后负债比例对融资成本的影响依旧呈U型,并且最优融资结构为46.20%,大于46.27%,可见信息披露质量增加了中小企业最优融资结构,有利于中小企业进行负债管理;在模型10、11和12中,Info都显著负相关,所以信息披露质量越高,越有利于中小企业以较低的成本获得债务融资,验证了假设5.

表6 金融环境一般地区信息披露与融资成本回归结果

变量	模型 10	模型 11	模型 12
	金融生态环境一般		
Rate <sub>1</sub>	-2.982 1***(-3.30)		
Rate <sub>1</sub> <sup>2</sup>	3.212 1*** (2.97)		
Rate <sub>2</sub>		0.116 2** (2.33)	
Rate <sub>3</sub>			-0.327 1**(-3.01)
Info	-0.073 **(-1.84)	-0.035 **(-2.50)	-0.041 *(-0.97)
	...	...	...
Adj-R <sup>2</sup>	0.142 9	0.201 6	0.217 4
样本数	320	320	320

注:\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%, 5%, 10% 水平显著.

## 5 结论与启示

### 5.1 研究结论

1) 我国中小企业融资结构中负债率并不高,但金融负债占负债比重大,金融负债中短期借款又占比重较大.中小企业融资结构与其债务融资成本存在着紧密的联系,负债比率对债务融资成本的影响呈 U 型关系,短期借款比率与债务融资成本存在显著负相关关系,经营负债比率与债务融资成本存在显著的正相关关系.

2) 金融生态环境较好的地区中,中小企业融资结构对债务融资成本的影响较大,而在金融环境一般的地区,影响较小,可见信息传递渠道通畅与否对融资成本具有较大影响,进一步分析还发现,中小企业通过提高信息披露质量,可以发挥融资结构的信号传递作用,降低融资成本.

### 5.2 启示

1) 当中小企业负债比例较低时,应该注重发挥负债融资的财务杠杆作用;而当负债比例较高时,一方面需要控制负债总量,另一方面需要注意调整负债结构,使经营负债与金融负债、短期负债与长期负债的比例更加合理,以达到降低融资成本的目的.

2) 在金融生态环境一般地区的中小企业,更应提高自身主观能动性,不仅需要加强自身融资结构的调整,还应该努力提高信用水平,并通过高质量的信息披露,增加企业信息的透明度,使金融机构能够更加完整地了解企业,从而得到银行和金融机构更有力的支持,这也将有利于控制企业的融资成本.

3) 作为政府,应当为中小企业营造一个更适合经营的金融环境.如由政府组建一批专业、公信力强的评级机构,对中小企业严格审核,对信用良好的中小企业给予融资优惠,而对于欺诈、骗取信用的中小企业则严格惩处.并且政府还应制定相关法律法规以促进信用担保体系的发展,多管齐下,优化地方金融环境.

### 参考文献:

- [1] 李子彬.专访中国中小企业协会会长李子彬:小微企业融资的最真实的声音 [EB/OL]. [2016-08-30]. <http://www.tcdai.com/news/172734.html>.
- [2] 王卫星,赵刚.“长三角”中小企业融资困境及其破解路径[J].管理世界,2012(12):175-176.
- [3] 陆正飞,高强.中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析[J].会计研究,2003(10):16-24,65.
- [4] 李心合,王亚星,叶玲.债务异质性假说与资本结构选择理论的新解释[J].会计研究,2014(12):3-10.
- [5] 朱武祥,魏炜,王正位.回归经典:资本结构研究 60 年思考[J].金融研究,2014(12):194-206.
- [6] 胡元木,纪端.创业板上市公司“融资偏好实现度”研究——基于融资优序理论对融资行为解析的新视角[J].山东社会科学,2014(6):120-125.
- [7] 崔学刚,杨艳艳.我国中小企业融资需求与资本结构选择研究——基于中小上市公司的实证检验[J].北京工商大学学报(社会科学版),2008(6):58-66.
- [8] 陈德萍,曾智海.资本结构与企业绩效的互动关系研究——基于创业板上市公司的实证检验[J].会计研究,2012(8):

66-71,97.

- [9] 沈根祥,朱平芳.上市公司资本结构决定因素实证分析[J].数量经济技术经济研究,1999(5):54-57.
- [10] 张兆国,陈华东,唐丽.试析我国上市公司资本结构的效应[J].会计研究,2001(10):18-24.
- [11] 伍中信,张娅,张雯.信贷政策与企业资本结构——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2013(3):51-58,96.
- [12] 李善民,刘智.上市公司资本结构影响因素述评[J].会计研究,2003(8):31-35.
- [13] 姚菲.中国上市公司债务融资成本影响因素分析[D].湘潭:湘潭大学,2012.
- [14] 黄菁瑜.财务信息对债务融资成本的影响及社会责任信息的补充效应[D].长沙:湖南大学,2016.
- [15] 黄莲琴,屈耀辉.经营负债杠杆与金融负债杠杆效应的差异性检验[J].会计研究,2010(9):59-65,97.
- [16] 王彦.经营负债与金融负债治理效应的差异性分析[J].中国证券期货,2012(12):237-238.
- [17] 陈艳,郑雅慧,秦妍.负债融资、资本成本与公司投资效率——基于债务异质性视角的实证分析[J].经济与管理评论,2016(4):79-86.
- [18] 汪辉.上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J].经济研究,2003(8):28-35,91.
- [19] Castanias R. Bankruptcy risk and optimal capital structure[J].Finan,1938(38):1617-1635.
- [20] 路吉森.代理成本视角下负债融资与经理层在职消费关系的实证研究[D].重庆:西南政法大学,2011.
- [21] Jensen. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers[J]. American Economic Review,1986,76(2):323-329.
- [22] 崔丽,钟长军.负债融资对企业投资行为的影响——基于代理成本理论的实证研究[J].经济理论研究,2006(9):67-69.
- [23] 王卫星.基于多学科视角的企业财务管理拓展与创新探讨[J].会计研究,2016(11):30-37,95.
- [24] 孙铮,刘凤委,李增泉.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005(5):52-63.
- [25] 李扬,全先银.危机背景下的全球金融监管改革:分析评价及对中国的启示[J].中国金融,2009(17):14-16.
- [26] 李文新,郭露.金融生态环境对小微企业融资影响研究——以武汉市为例[J].财会通讯,2013(26):14-16.
- [27] 邓建平,曾勇.金融生态环境、银行关联与债务融资——基于我国民营企业的实证研究[J].会计研究,2011(12):33-40.
- [28] 魏志华,曾爱民,李博.金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J].会计研究,2014(5):73-80,95.
- [29] 文玉春.供应链金融、中小企业融资约束与金融生态[J].工业经济论坛,2015(4):109-117.
- [30] 张纯,吕伟.信息环境、融资约束与现金股利[J].金融研究,2009(7):81-94.
- [31] 徐玉德,李挺伟,洪金明.制度环境、信息披露质量与银行债务融资约束——来自深市A股上市公司的经验证据[J].财贸经济,2011(5):51-57.
- [32] 魏志华,王贞洁,吴育辉,等.金融生态环境、审计意见与债务融资成本[J].审计研究,2012(3):98-105.
- [33] 陈汉文,周中胜.内部控制质量与企业债务融资成本[J].南开管理评论,2014(3):103-111.