

文章编号: 1005—0523(2007)03—0043—05

山东省小型国有企业资本结构影响因素实证分析

侯小华¹, 沈永建², 王 敏², 刘路平³

(1. 鲁东大学 数学与信息学院, 山东 烟台 264025; 2. 山东财政学院 会计学院, 山东 济南 250014;
3. 文登三里河中学, 山东 文登 264400)

摘要: 利用单因素方差分析和多元逐步回归法分析小型国有企业资本结构影响因素, 弥补了以往学者对非上市小型企业资本结构影响因素实证研究的不足. 通过对假设进行检验, 本文得到结论: 企业组织形式对资本结构产生显著性影响; 盈利能力与总资产负债率, 流动负债率负相关; 成长性与流动负债率正相关, 与长期负债率负相关; 担保价值与长期负债率正相关, 与流动负债率负相关.

关键词: 小型企业; 资本结构影响因素; 单因素方差分析; 多元逐步回归
中图分类号: F279. 275. 2 **文献标识码:** A

1 研究背景

近年来, 国有企业改革一直是我国政府工作的重点, 其中包括如何降低国有企业的负债率. 我国政府也为此作了不少努力, 其中包括上世纪末的“债转股”. 但是该项措施仅仅是对一些符合条件的 580 家大中型国有企业进行的, 在一定程度上降低了这些国有企业的负债率, 而小企业没享受到如此“殊遇”, 高负债、低效益仍伴随着一些小型国有企业. 到底是何原因导致国有小企业如此高的负债率? 以往学者并没有对此作出实证解释. 本文以山东省小型国有工业企业为例, 利用单因素方差分析和多元回归相结合的方法进行实证分析.

2 国内外研究回顾

对于资本结构的研究国内外学术界目前形成了两大分支: 一支以研究资本结构与企业价值的关系为主, 而另一支则以研究企业资本结构的影响因素为主. Titman and Wessels (1988) 对资本结构影响因素的公司特征方面的结论是: (1) 获利能力与资本结构负相关; (2) 公司规模与短期负债率负相关; (3) 资产

担保价值, 成长性与资本结构正相关; (5) 非负债税盾与资本结构负相关.

我国学者对上市公司资本结构影响因素研究也做了大量的实证研究. 陆正飞和辛宇 (会计研究, 1998) 的研究表明: (1) 资本结构行业间存在着显著差别; (2) 获利能力与资本结构负相关; (3) 规模, 资产担保价值, 成长性等对资本结构的影响不显著. 沈根祥和朱平芳 (1999) 的实证研究表明: 企业的负债率与企业规模, 获利能力, 资产抵押价值呈正相关, 与企业成长性, 企业非负债类免税负相关. 肖作平 (2003) 的实证结果是: 资产结构对资本结构的选择有显著影响; 有形资产比率, 企业规模, 财务困境成本与负债率正相关; 非负债税盾, 独特性, 产生内部资源的能力与负债率负相关, 投资额, 成长性与负债率无显著关系. 张关心将国家股比例纳入研究范围, 结论是国家股比例与债务水平呈正相关关系.

从我国学者对资本结构影响因素实证研究的文献可以看出, 我国学者的研究对象集中于上市公司, 而对于在我国国民经济中起重要作用的国有企业, 尤其是数量众多分布极广国有小企业的实证研究尚属空白. 本文将在其他学者研究的基础上, 以山东省小型国有工业企业为例, 探讨影响我国小型国有工

收稿日期: 2007—03—26

基金项目: 鲁东大学科研基金资助项目 (21460301)

作者简介: 侯小华 (1979—), 男, 山东泰安人, 鲁东大学助教, 硕士.

中国知网 <https://www.cnki.net>

业企业资本结构的现实因素.

3 研究假设

以往有关资本结构影响因素的研究集中于上市公司,因此有学者考虑行业因素和企业规模对资本结构的影响.本文的研究样本是小型国有工业企业,避免了行业因素和规模对资本结构的影响.考虑到我国政府对国有企业改革的核心是对国有企业进行股份制改造,建立现代企业制度,一部分国有小企业也进行了改制,因此本文将小企业的组织形式纳入到资本结构的影响因素研究范围,同时根据国内外学者的研究成果,并结合我国国有企业特点,本文提出以下假设:

1) 企业组织形式对资本结构有显著影响

根据财政部企业司主编的《2004年度企业财务会计决算报表编制手册》,我国国有企业的组织形式主要分为八类:独资公司、非公司制独资公司、上市股份有限公司、非上市股份有限公司、有限责任公司、股份合作制、合营或合资、企业化管理事业单位.由于上述八类公司组织形式不同,产权关系不同,故对企业的生产经营,组织管理等各方面产生不同程度影响,其融资渠道也会因组织形式,产权关系的不同而不同,资本结构自然不同.

所以本文提出第一个假设:企业组织形式对资本结构有显著影响.

2) 盈利能力与资本结构负相关

根据优序融资理论,企业最佳的融资次序应是:保留盈余,债券融资,股票融资.按照国经贸中小企业(2003)143号文件界定小企业的标准之一就是不对外筹集资金,包括企业债券和股票.因此,小企业的资金来源渠道以保留盈余和银行借款为主.若企业的盈利能力较高,则企业生产经营所需资金在很大程度上来源于保留盈余,负债融资则会相对减少.

因此本文提出的第二个假设:盈利能力与资本结构负相关.

3) 成长性与资本结构正相关

企业在高速发展时,其投资速度比利润的增长速度要快,故企业没有足够的留存收益可以利用,再加上小型企业不能发行债券和股票和小企业的“国有”特点,高速发展的企业可能从银行贷款,且该类贷款一般是长期借款.

因此本文提出的第三个假设:企业的成长性与资本结构正相关.

4) 折旧与资本结构负相关

折旧是企业内部资金来源之一,并且是非付现成本,能够起到抵税的作用,在一定程度上会

取代负债的利息抵税效果,降低负债的免税效应.

因此本文提出第四个假设:企业的折旧与资本结构负相关.

5) 担保价值与资本结构正相关

企业各项资产中,若是合作担保的资产较多则企业则具有较强的信用能力,再加上“国家信用”,企业有可能取得更多的负债.另外,根据《中华人民共和国担保法》规定,依法可以装让的商标专用权,专利权,著作权中的财产权等无形资产可以作为贷款质押物.2000年温州庄吉集团向广东发展温州支行用其品牌价值抵押获得4000万元贷款,成为我国首例以无形资产抵押担保获得的贷款.因此本文将无形资产,固定资产和存货同时纳入考虑范围,以往的研究仅考虑到可担保的有形资产,忽略了无形资产.

因此本文提出的第五个假设:担保价值与资本结构正相关.

6) 资产变现能力与资本结构负相关

变现能力也称为短期偿债能力.若企业的变现能力较强,则企业在缺乏资金时债权人愿意将资金借给企业使用,企业的流动负债也随之增加.而流动负债是总负债的主要组成部分.

因此本文的第六个假设:资产变现能力与资本结构正相关.

7) 账款周转能力与资本结构负相关

企业的应收账款是企业重要的流动资产,同时也占用了企业大量的流动资金.若企业的应收账款能力管理水平高则企业有相对充裕的现金净流量,对外筹资的数量也会降低.

因此本文的第七个假设:应收账款周转能力与资本结构负相关.

4 实证分析

1) 实证研究方案

本文首先利用基本统计方法,对山东省小型国有工业企业按不同组织形式进行分组,计算资本结构的有关指标并采用SPSS10.0统计软件包对样本公司进行单因素方差检验,根据检验结果判断组织形式是否对资本结构产生显著性影响.然后利用多元逐步回归分析,并对实证结果加以分析和解释.

2) 变量选取及定义

综合考虑以往学者对上市公司的研究以及小型国有企业的特殊性,本文采用资产负债率、长期负债率和流动负债率作为资本结构指标,本文在此采用的是广义资本结构定义:企业不同形式的负债与权益资本之间不同的组合结构.各指标具体定义见

表 1.

表 1 变量选取及定义	
变量名称	变量定义
因变量	
资产负债率 Y	总负债/总资产(期末数)
长期负债率 Y1	长期负债/总资产(期末数)
流动负债率 Y2	流动负债/总资产(期末数)
自变量	
盈利能力 X1	净利润/总资产(期末数)
成长性 X2	(期末总资产-期初总资产)/期初总资产
折旧 X3	累计折旧/总资产(期末数)
担保价值 X4	(无形资产+固定资产+存货)/总资产(期末数)
变现能力 X5	流动资产/流动负债(期末数)
应收账款周转能力 X6	主营业务收入/平均应收账款

3) 样本集数据来源

本文的数据来源于山东省 2004 年度国有企业财务会计决算数据库.2004 年纳入山东省国有企业财务会计决算的国有企业共 5540 户,其中小型企业共 3776 户.由于 2005 年以前国有小型企业会计核算实行的是行业会计制度,为统一会计核算口径,故本文初步选取工业行业 689 户企业作为研究对象.为确保数据的有效性,本文依据下列原则对原始样本进行筛选:

(1)由于资本抵债的企业正常经营会受到影响,故首先剔除资不抵债的企业 153 户;

(2)为研究需要,剔除经营萎缩,资产负增长的企业 223 户;剔除应收账款和实收资本为零的企业 36 户.最后纳入研究范围的企业共 277 户.

4) 实证结果与分析解释

对资产负债率进行简单的描述性统计分析,见表 2.

表 2 资产负债率的描述性统计分析					单位(%)	
组织形式	均值	最小值	最大值	中值	户数	
1 独资公司	62.39	0.132	97.30	64.87	36	
2 非公司制独资企业	59.05	2.80	97.41	60.74	71	
3 非上市股份有限公司	94.72	88.67	97.95	97.54	3	
4 有限责任公司	65.28	0.17	99.29	70.30	111	
5 股份合作制	65.92	49.49	80.52	63.53	5	
6 合营或合资	45.45	9.55	88.60	43.90	12	
7 企业化管理事业单位	56.07	10.93	98.51	58.40	39	

由表 2 可见,组织形式不同,资产负债率的均值不同,其中均值最小的是合营或合资的组织形式,最

大的是非上市股份有限公司.资产负债率的分布也随组织形式的不同而不同,其中股份合作制和合营或合资的均值小于中值,整体分布呈右偏态势.说明这两种组织形式大部分企业的资产负债率低于均值.

5) 对企业组织形式的单因素方差检验

利用 SPSS10.0 软件包对组织形式对资产负债率的影响进行单因素方差检验,结果见表 3.

表 3 单因素方差分析					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.969	6	.162	2.688	.015
Within Groups	16.225	270	6.009E-02		
Total	17.194	276			

由表 3 可以看出单因素方差检验结果:F 值 2.688,P 值 0.015,说明企业组织形式在 0.05 水平下对资本结构产生显著性影响.

6) 对资产负债率 长期负债率和流动负债率的多元逐步回归分析

逐步回归法其具体做法是首先分别计算各自变量对因变量的贡献大小,按又达到消挑选贡献最大的一个先进入方程;随后重新计算各自变量对因变量的贡献,并考察已在方程中的变量是否具有由于新变量的引入而不再具有统计意义.本文采纳的变量入选标准是:进入概率为<或=0.05,移出概率为>或=0.1.对各因变量的逐步回归得到如下几个模型:

模型一:

$$Y=0.626-9.44 \quad E-03 \quad X1-0.258 \quad X3+0.212 \quad X2$$

T 值 (26.13) (-4.322) (-3.551)
(2.317)

$$R^2=0.117 \quad F=11.475 \quad P=0.000$$

模型二:

$$Y1=4.287 \quad E-2+0.116 \quad X4-0.153 \quad X3-0.116 \quad X2$$

T 值 (2.103) (3.122) (-2.289) (-2.062)

$$R^2=0.062 \quad F=5.714 \quad P=0.001$$

模型三:

$$Y2=0.583+0.303 \quad X2-1.04 \quad E-02 \quad X1-0.161 \quad X4$$

T 值 (17.43) (3.477) (-4.045) (-3.584)

$$R^2=0.125 \quad F=13.545 \quad P=0.000$$

以上模型中自变量次序是按照多元逐步回归法中各自变量对因变量的贡献大小排序.

由模型一可以看出:(1)盈利能力与资产负债率显著负相关,验证了假设 2 成立;(2)折旧与资产负债率显著负相关,验证了假设 4 成立;(3)成长性与资产负债率显著正相关,验证了假设 3 成立.内源融资能力,担保价值,变现能力和应收账款周转能力与资产负债率没有显著的相关性.

由模型二和三可以看出:(1)盈利能力与流动负债率显著负相关;(2)成长性与流动负债率显著正相关,且对流动负债率的贡献最大,与长期负债率显著负相关.该结论与假设相反,可能的解释是:一方面,我国小型国有工业企业发展所需资金大部分来自流动负债,并以“借新债还旧债”的形式用流动负债代替可长期使用的长期负债,另一方面,商业银行对小型企业贷款比较谨慎,“惜贷”情况比较严重;(3)担保价值与长期负债率显著正相关,且贡献最大,但与流动负债率显著负相关.

5 正常经营企业与经营萎缩企业资本结构比较研究

由于非上市小型企业无法上市融资,其资金来源仅依靠内源融资和外源融资(银行借款).为寻找小型企业的资金主要来源,本文将正常经营 277 户和经营萎缩 223 户企业的资本结构进行比较;若经营萎缩的小企业负债率低于正常经营企业的负债率,说明小型企业的资金来源主要来自银行借款;否则主要依靠内源融资.两者资本结构指标的均值比较结果见表 4.

表 4 两类企业的资本结构指标均值

企业类型		资产负债率长期负债率流动负债率		
正常经营企业	均值	.6110	6.250E-02	.5485
	标准差	.2512	.1355	.2608
经营萎缩企业	均值	.5934	6.511E-02	.5283
	标准差	.2699	.1403	.2740
均值比较	F 值	.585	.046	.729
	Sig.	.445	.831	.394

从表 4 可见:正常经营企业各资本结构指标均高于经营萎缩企业,两类企业资本结构指标虽存在差异,但该差异不具有统计意义.这说明小型企业的资金来源并不倾向于外源融资.这也从反向角度说明小型企业在需要资金时,仅能依赖于内源融资.

6 研究局限

1) 由于影响资本结构的现实因素很多,其中如国家的宏观政策,管理人员的风险偏好,企业管理决策等因素无法量化,因此这些变量没纳入本文的研究范围.虽然可以量化的变量很多,但由于数据资料的限制,本文仅对一些主要因素进行了实证检验,可能会对本文的结果产生一定影响.

2) 企业资本结构的形成应是一个时间的累积过程,研究资本结构的影响因素时应进行时间序列分析,但由于企业历史数据资料不易取得,仅就山东省小型国有工业企业 2004 年的财务会计数据进行截面分析.

7 结论及建议

通过对样本公司的实证分析,得到以下结论:(1)企业组织形式对资本结构有显著影响;(2)盈利能力与总资产负债率,流动负债率负相关;(3)成长性与流动负债率正相关,与长期负债率负相关;(4)担保价值与长期负债率正相关,与流动负债率负相关.

下面针对本文得到的结论为降低小型国有工业企业资产负债率提出建议:

1) 针对历史因素造成的小型国有企业高负债及小企业不能发行债券和股票等特点,建议小企业进入产权交易市场直接融资,同时应加快对创业板市场的建设.

2004 年末,样本公司的平均资产负债率达到 61.7%,但这仅是剔除了资不抵债的 154 户企业之后的负债率,实际全样本负债率达到 72%.如此高的负债率仅仅通过国有企业内部经营积累是很难在短期内实现的.因此建议小型国有工业企业可以通过进入产权交易市场直接融资,一方面可以通过融资增加企业所有者权益,降低负债率;另一方面,通过实现股份制改造,债务重组,兼并,租赁等形式对小企业进行改制,让近年来高速成长的非公经济参与到国企经营中来,使现在国有及国有控股企业达到多元化经营,激发企业活力,提高企业竞争力,增加企业效益.1996 年 3 月,上海产权交易所正式成立,同时,上海国资办还出台了“国有资产交易办法”等文件,正式将国有企业产权交易引入产权市场.沈阳,广州,深圳,杭州,南京等地的产权交易市场的实践证明,产权交易市场在盘活国有资产存量中发挥

积极的市场配置功能。(刘曼红,2003)

2) 设立专门为中小企业融资服务的银行。企业成长性与流动负债率正相关,说明小型国有企业成长(包括固定资产投资,无形资产投资等)不易从商业银行取得长期贷款,仅能以流动负债的形式取代长期债务,这使小型企业面临极大的财务风险,因此建议发展中小型商业银行或发展地方性银行,为小型国有企业提供成长所需的长期贷款。之所以发展中小型银行,一方面是因为它们具有大型银行所不具备的信息优势,即对小型企业的信息不对称程度相对于大型银行对小企业的信息不对称程度低,小银行可以对贷出的款项实施有效监管,使银行的不良资产尽最大可能地减少到最低程度。另一方面,地方性银行或小银行资金有限,为大型企业提供资金的能力有限,因此小型企业是地方性银行或小银行的贷款最佳对象。

3) 国有企业应有序地从一些竞争性行业退出,在一些垄断性行业中可逐步引进竞争机制。针对企业盈利能力与负债率负相关,我们认为小型国有企业应努力通过各种渠道提高企业盈利能力,增加企业的内部留存收益,增强企业的内源融资能力。但是国有企业存在国家所有者人格化股东缺位,及国有企业经营目标的多元化等缺点,所以在国有控股企业中,委托人无法对代理人实施有效地监督约束,同

时由委托代理问题引起的管理机制僵化导致企业经营业绩很难提高,因此我们建议国家股应通过股权转让,减持等方法从一些竞争性行业尽快推出,从一些垄断性行业也应逐步退出,以便能给广大消费者带来更多的利益。西方国家的实践证明及相关研究证明,将竞争机制引入垄断性行业,确实能提高这些行业的经营效率。

参考文献:

[1] 陆正飞,辛宇.上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J].会计研究,1998,(8):34—37.
[2] 张关心.我国上市公司资本结构影响因素的实证分析[J].特区经济,2004,(8):49—51.
[3] 陆正飞.企业适度负债的理论分析与实证研究[J].经济研究,1996,(2):52—58.
[4] 阎达五,耿建新.论国有企业过度负债的成因与对策[J].会计研究,1996,(8):11—15.
[5] 谢德仁.国有企业负债悖论:提出与解读[J].经济研究,1999,(9):72—79.
[6] 董辅祁.宏观层次与微观层次的国有企业改革[J].经济研究,1999,(6):3—8.
[7] 刘曼红.中国中小企业融资问题研究[M].北京:中国人民大学出版社,2003.
[8] 胡援成.国有企业债转股与资本结构优化[M].北京:清华大学出版社,2003.

Substantial Evidence Analysis of the Influencing Factors of Small-scale State-owned Enterprises' Capital Structure in Shandong Province

HOU Xiao-hua¹, SHEN Yong-jian², WANG Min², LIU Lu-ping³

(1.School of Mathematics and Information, Ludong University, Yantai 264025; 2. Accounting Institute of Shandong University of Finance, Jinan 250014; 3. The Middle School of Sanlihe, Wendeng 264400, China)

Abstract: Using single factor analysis of variance and multivariate stepwise regression to analyze the capital structure influencing factor of small-scaled state-owned enterprises. this paper fills up the deficiency of substantial evidence study of non-listed small companies. After examining the assumption, this paper comes to the conclusion: Enterprises' organizational form has a remarkable impact on capital structure; the ability of profit is correlated negatively with the leverage of total assets and the leverage of current assets; growth is correlated positively with the leverage of current assets, and is correlated negatively with the secular leverage; collateral value is correlated positively with the secular leverage, and is correlated negatively with the leverage of current assets.

Key words: Small-scale, capital structure influencing factor, single factor analysis of variance, multivariate stepwise regression