

doi:10.3969/j.issn.1674-8131.2010.06.010

区域经济发展对企业融资结构影响实证研究^{*}

韩占兵

(黄淮学院 经济管理系,河南 驻马店 463000)

摘要:实证表明,我国东部经济发达地区企业偏重于内源性融资方式,而西部欠发达地区企业则偏重于外源性融资方式。在我国经济发展水平不同的区域,其资金的充裕程度、企业留存收益状况和企业所有制结构等都存在差异,而这些都是影响企业融资结构的重要因素,进而使经济发展状况不同区域的企业融资结构产生差异。因此,不同区域企业融资结构的优化,应采用不同的策略。

关键词:企业融资结构;内源融资;外源融资;区域经济;资金充裕度;企业留存收益;企业所有制结构
中图分类号:F275.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2010)06-0060-05

Empirical Research into the Influence of Regional Economic Development on Financing Structure of Enterprises

HAN Zhan-bing

(Department of Economics and Management, Huanghuai University, Henan Zhumadian 463000, China)

Abstract: Empirical research shows that the enterprises of China's east developed areas prefer endogenous financing mode, however, the enterprises of China's west undeveloped areas prefer exogenous financing. In China, in different economic development regions, the sufficiency of funds, the earnings and the ownership structure of their enterprises are different and are important factors influencing the financing structure of the enterprises, and furthermore, these factors make the enterprises in different regions with different economic development situations have different financing structure. Thus, the optimization of enterprise financing structure in different regions should use different strategies.

Key Words: financing structure of enterprises; endogenous financing; exogenous financing; regional economy; capital sufficiency; enterprise-kept earnings; enterprise ownership structure

一、引言

企业融资结构(或资本结构)是指企业各项资金来源,即企业各种融资方式的组合状况。企业的融资结构总体分为内源性融资和外源性融资,前者指从企业内部筹集资金的方式,后者指从企业外部

筹集资金的方式。企业在融资时不仅要从数量上满足企业的生产经营,而且要考虑各种融资方式给企业带来财务风险的大小和资金成本的高低,以便实现选择最佳融资结构。区域经济发展是企业经营活动的宏观基础,宏观经济发展状况的变化必然

* 收稿日期:2010-07-25;修回日期:2010-09-23

基金项目:2010 年度河南省政府决策研究招标课题(B410)“河南省金融生态水平的理论与实证研究”

河南省社科联、经团联调研课题(SK1-2010-3001)“基于河南省十八市面板数据的金融生态水平评估研究”

作者简介:韩占兵(1982—),男,河南上蔡人;讲师,硕士,在黄淮学院经济管理系任教,主要从事金融与经济发展、农业经济学研究;Tel:15938001989,E-mail:hanbing8207430@163.com。

引起企业融资结构和方式的变化,并进一步影响金融市场结构的变化。正如内生金融理论所认为,企业融资结构是金融市场发展的内在结果,而金融市场的发展又内嵌在宏观经济发展之中。所以区域经济发展不仅对金融市场产生交互作用,而且会影响到企业的个体财务行为,最终使企业融资结构发生强制性制度变迁或诱致性制度变迁。

自20世纪50年代以来,国内外学术界对企业融资结构的研究一直方兴未艾。1958年F. Modigliani和M. H. Miller提出MM定理,开创了现代资本结构理论时代。随后,大量学者分别从破产成本、代理成本、税收和信息不对称等诸多角度对该问题进行了深入研究,形成了一套相对完善的理论与实证方法。其中,学术界也同时从宏观经济因素入手,对企业融资结构的影响因素问题进行了探讨,形成了诸多成果。很多学者普遍认为宏观经济发展状况是影响企业融资结构的重要因素。Fischer(1989)和Schwartz(1995)从理论上证明,经济发展状况当中的利息率和通货膨胀会对企业的税收利益和破产成本产生重要影响,从而进一步影响企业的负债水平^[1]。同时,Graham(2001)通过调查发现,美国1/3的制造业公司财务总监在作财务决策时会考虑经济发展因素。Rajan(1995)通过采用固定效应模型和极大似然估计方法,运用7个国家的面板数据,研究得出企业的融资结构与区域经济发展因素有着紧密的关系^[2]。

国内学者对经济发展与企业融资结构的关系也进行了相关研究,他们运用不同的样本数据,从不同角度进行了实证分析。李万福和叶阿忠(2007)从宏观和动态的角度出发,对中国上市公司融资结构的宏观经济影响因素进行了实证研究,发现资产负债率与通货膨胀水平、实际利率之间存在协整关系,说明中国上市公司的负债水平与宏观经济因素之间的关系并不是虚假回归关系,而是一种长期的均衡关系^[3]。肖作平和吴世农(2002)采用多元回归分析方法考察了在深市上市的117家非金融公司,分析了它们在1998年12月31日的融资结构情况,发现这些企业所在地区经济发展水平是影响其融资结构的重要因素^[4]。洪锡熙和沈艺峰(2000)采用列联表卡方检验方法考察了1995—1997年在上海证券交易所上市的221家工业类上

市公司的融资结构影响因素,也得出了大致相同的结论^[5]。

国内外文献表明融资结构与区域经济发展水平密切相关,区域经济发展水平是优化企业融资结构的基础和依据,它在很大程度上决定着公司融资方式的选择。改革开放以来,我国经济实现了飞速发展,在近30年中取得了年均9.8%的GDP增长速度。但与此同时,我国区域经济发展差异也出现了扩大的趋势。例如,从1991年到2008年,东部地区GDP占全国GDP的比重,由52.65%上升到63.54%;同期中部地区GDP占全国GDP的比重,由26.87%略降到25.92%;西部地区GDP占全国GDP的比重也出现下降的态势,由20.48%降低到19.56%。面对区域经济发展差异的现实,我们不仅要问:区域经济发展与企业融资结构之间究竟存在着什么样的关系?区域经济发展差异的扩大是否推动了我国不同区域企业融资结构的进一步差异化?不同区域经济发展状况对企业融资结构的影响的原因在哪里?而目前的研究成果中对区域经济发展与企业融资结构的关系进行直接实证研究的较少,对区域经济发展差异与企业融资方式均衡关系进行定量实证研究更显不足。针对上述问题,笔者选择了东、中、西部三个地区作为研究样本,进行基于区域代表性上市公司面板数据视角下的实证研究。

二、研究假设与方法

1. 研究假设

MM定理及其修正理论,以后经过权衡理论、激励理论、不对称信息理论及控制权理论的补充和完善,形成了现代企业优序融资理论。企业优序融资理论认为,在市场经济条件下,企业优序融资的模式是先内源融资,再债务融资,最后才是股权融资。该理论提出了企业融资的优序模式,表明了区域经济发展状况在一定程度上决定着企业融资结构的选择。因此,笔者认为,区域经济发展迅速的企业融资结构与优序融资理论所建立的优序融资模式基本上是一致的。如西方发达国家美国、英国和德国的企业都具有明显的内源性融资的特征,在其融资结构中,内源融资的比重都超过50%,分别为64.1%、66.6%和59.2%,日本相对较低,占35.3%;在外源融资中,美、英、日、德四国都以银行

贷款为主要方式,比重都在 20% 以上,特别是日本高达 40.7%;而通过发行股票和债券融资的比重都不到 10%,但在这不到 10% 的直接融资中,美国主要为债券融资,占 9.3%,股权融资仅占 0.8%,英国、日本和德国则是股权融资的比重略高于债券融资,但其他融资所占的比重都比较高,分别为 8.2%、13.0% 和 15.2%,大大超过股权融资的 3.8%、3.4% 和 2.2% [6]。但是很多发展中国家企业都以外源融资为主。以中国为例,外源融资在企业融资结构中所占的比重高达 80% 以上,内源融资的比重不到 20%,而那些未分配利润为负的上市公司几乎是完全依赖外源融资 [7]。

综上所述,笔者对于区域经济发展与企业融资结构的关系提出以下三个研究假设:(1) 区域经济发展状况在一定程度上决定着企业最佳融资结构的变迁;(2) 区域经济越是落后,该区域企业越偏重于外源性融资方式的选择;(3) 区域经济越是发达,该区域企业越偏重于内源性融资方式的选择。

下面,本文试图以东、中、西部地区部分上市公司的相关面板数据作为研究样本,对区域经济发展与企业融资结构的关系进行定量化的实证分析,以期对以上三个研究假设进行验证。

2. 变量的选取

为了实证研究的需要,我们选取 5 个变量衡量某一区域的经济状况:区域平均生产总值增长率 X_1 、区域内企业年度平均利润总额增长率 X_2 、区域内年度平均投资总额增长率 X_3 、区域内年度资本

形成总额增长率 X_4 和区域内规模以上工业企业年度利润总额增长率 X_5 。选取 2 个指标反映企业融资结构:企业内源性融资比 Y_{1it} 和企业外源性融资比 Y_{2it} 。

为了使面板数据更具科学性和权威性,我们依据《中国统计年鉴》和《中国金融统计年鉴》,采集了东、中、西部三大区域各省市自治区在 2001 年到 2008 年的经济发展数据。在此基础上,我们又分别采集了各省市自治区具有代表性的 10 家上市公司相关数据,其数据来源于中国证券市场数据库 (CCER)。

3. 面板数据模型的确定

由于我国东、中、西三大区域经济发展水平差异很大,为了将区域差异情况引入模型进行研究,我们采用各区域代表性上市公司的面板数据作为分析样本,选用面板数据模型的实证分析方法。根据以上分析,我们建立面板数据模型如下所示:

$$Y_{1it} = \theta_i + \gamma_1 X_1 + \gamma_2 X_2 + \gamma_3 X_3 + \gamma_4 X_4 + \gamma_5 X_5 + e_{it}$$

模型中 i 为不同区域内的各个省市, t 为 2001 年到 2008 年的各年份, θ_i 为随机变量, e_{it} 表示模型的残差。 γ_1 、 γ_2 、 γ_3 、 γ_4 和 γ_5 为各影响因素的系数值。

面板数据一般有三种:混合估计模型、固定效应模型和随机效应模型。为了有效表现面板数据的特征,我们利用计量软件 Eviews6.0 对模型分别进行了固定效应估计、混合效应估计和随机效应估计,估计结果见表 1。

表 1 面板数据三种效应下的面板数据估计结果

Y	固定效应估计	混合效应估计	随机效应估计
X_1	0.034 787*** (0.011 504)	0.008 411** (0.005 478)	0.049 747*** (0.014 262)
X_2	0.043 147(0.028 048)	0.006 586(0.013 152)	0.105 281** (0.043 071 2)
X_3	-0.001 598(0.002 422)	-0.000 128(0.000 613)	-0.001 240(0.002 342)
X_4	0.008 300(0.043 006)	0.010 622* (0.154 28)	0.086 675* (0.053 863)
X_5	0.041 525** (0.023 560)	0.005 405* (0.005 591)	0.037 569* (0.023 875)
R-squared	0.905 302	0.927 347	0.919 362
Adjusted R-squared	0.872 933	0.834 361	0.860 218
F-statistic	124.709 4***	3 426.438***	113.432 7***
No. of provinces	31	31	31
No. of observations	248	248	248

注:(1)***、**、* 分别表示该估计值在 1%、5%、10% 的水平上显著。(2)括号内为系数估计值的标准误差。

为了确定模型实证分析方法,我们首先进行 F 统计量检验,结果表明应该建立固定效应模型。而后,我们通过 Hausman 检验比较了混合效应估计和固定效应估计,检验结果是模型存在固定效应,应该采用固定效应估计。因此,我们最终选择固定效应估计进行实证分析。

三、分析结果与原因分析

1. 分区域的模型估计结果

在固定效应估计方法下,我们分别对东、中、西部三大区域内代表性上市公司的面板数据进行了基于模型的计量回归,得到的回归结果如表 2 所示:

表 2 区域经济发展对三大区域企业融资结构差异的影响系数估计值及统计量结果

地区	系数	回归值 1	回归值 2	t 统计量	P 值	R ²	调整后 R ²	F 统计量
东部地区	θ_i	18.193 70	22.143 35	13.928 37	0.000 0	0.960 38	0.860 43	141.906 7
	γ_1	0.853 402	0.374 531	3.439 74	0.003 9			
	γ_2	0.802 079	0.563 939	2.952 41	0.001 2			
	γ_3	0.561 342	0.437 522	8.132 58	0.000 0			
	γ_4	0.792 374	0.623 782	10.973 91	0.00 00			
	γ_5	0.822 935	0.519 934	3.113 74	0.004 9			
中部地区	θ_i	21.587 710	32.978 480	22.973 62	0.000 0	0.947 03	0.915 93	179.320 8
	γ_1	0.633 029	0.779 320	6.329 91	0.000 3			
	γ_2	0.473 423	0.483 277	14.525 29	0.000 0			
	γ_3	0.296 935	0.464 429	9.641 36	0.000 0			
	γ_4	0.643 839	0.637 443	8.053 48	0.000 3			
	γ_5	0.730 077	0.492 388	2.342 07	0.000 0			
西部地区	θ_i	16.671 25	17.798 54	7.303 49	0.000 0	0.934 48	0.904 76	124.934 2
	γ_1	0.310 647	0.774 363	6.309 83	0.000 7			
	γ_2	0.230 176	0.529 673	9.678 214	0.043 5			
	γ_3	0.303 237	0.481 934	4.796 675	0.000 0			
	γ_4	0.602 269	0.716 672	9.610 203	0.000 0			
	γ_5	0.663 925	0.502 644	4.342 677	0.037 3			

注:回归值 1 显示指企业内源性融资比作为因变量的回归系数值,回归值 2 指企业外源性融资比作为因变量的回归系数值。

从表 2 可以看出,回归值 1 显示东、中、西部三大区域的经济情况分别对企业融资结构起着不同的影响。其中,东部地区各系数数值 γ_1 、 γ_2 、 γ_3 、 γ_4 和 γ_5 总体上表现最高,中部次之,西部最低,这说明东部地区经济发展对于企业的内源性融资有很强的推动作用。与之相反的是,回归值 2 中西部地区各系数数值 γ_1 、 γ_2 、 γ_3 、 γ_4 和 γ_5 表现最高,中部次之,东部最低,这在一定程度上说明西部地区经济发展的落后对于企业的外源性融资有很强的依赖作用。以上分析表明,随着市场经济的发展,我国区域经济发展状况的差异在一定程度上作用于企业融资结构的变迁。实证分析的结论初步证明了我们在

前面提出的三个研究假定。

2. 区域经济发展对企业融资结构差异的成因分析

(1) 区域经济发展中,不同的企业所有制形式对企业融资结构的依赖程度不同

我国企业内外源融资结构随企业类型的不同存在很大差别。普遍存在着国有企业高比例外源融资,民营企业高比例内源融资的结构特征以及资金误配置现象^[8]。我国东部经济发达地区,民营经济繁荣,民营企业大量涌现,发展迅速。在此背景下,东部地区企业的融资结构普遍注重内源性融资。例如,根据国际金融公司(IFC)的调查,我国民

营企业的发展资金,90%左右来自于内部留存收益和业主资本,银行贷款只占4%,外部股权融资和公司债券也只占5.5%左右^[9]。这与国外发达国家的发展路径相似。在西方发达国家,无论它们是银行主导型还是金融市场主导型的金融体系,内源性融资方式都是企业首选的融资途径。而我国西部地区民营经济发展较落后,国有企业在经济发展贡献份额当中占比还很大。政府同时也采取了向国有大中型企业进行财力、信贷的倾斜,所以这些地区企业表现出来的是对于外源性融资的偏爱和依赖。

(2)区域经济发展中,资金的充裕程度促成了企业不同的融资结构

由于近年来我国东部发达地区经济发展迅猛,资金实力雄厚,拥有了更多的自身积累,所以该地区企业内源性融资方式的可选择性较强。相比较而言,西部地区经济发展较缓慢,资金来源渠道狭窄,资金需求缺口大,所以企业融资选择余地小。另外,由于国有企业同政府之间特殊的“父爱”关系,使得该地区企业融资安排中,优先选择银行贷款^[10],所以中西部地区的企业比较偏重外源性融资。

(3)区域经济发展中,企业留存收益状况影响企业融资结构的形成

某一区域企业的经济效益情况直接影响到本区域企业留存收益的高低,从而又影响到企业融资结构的形成。我国东部地区企业效益普遍较好,企业的留存收益较丰裕,所以该地区企业自身资金积累较多,从而形成了偏重内源性方式的融资结构。而我国西部地区企业经济效益普遍不高,企业留存收益低,企业自有资金较为短缺。据统计,2004年西部十二省区工业增加值占全国总额的13.9%,2005年下降到13.6%,2006年下降到13.5%,2007年再下降到13.4%。工业化进程缓慢直接造成了企业资金投入产出比较低,资金使用效应差,自我发展能力薄弱。因此,该区域的企业形成了偏重外源性的融资结构。

四、结论与启示

本文通过运用面板数据的固定效应估计方法,利用2001—2008年我国东、中、西部三大区域内代表性上市公司的面板数据,对区域经济发展差异对企业融资结构的影响进行了实证研究,最

后分析得出:我国东部地区企业在内源性融资方面选择性很强,形成了倚重内源性融资方式的融资结构;与之相反,我国西部地区在外源性融资方面依赖性很强,形成了偏重于外源性融资方式的融资结构。

随着我国经济发展方式的转变和企业深化改革的加快,不同区域的企业融资结构需要进行进一步优化。对于东部地区而言,国家要采取措施,积极鼓励民营企业的发展,支持中小企业融资需求,尤其要改变国有企业融资安排优于民营企业的制度框架,建立民营企业良性发展的金融环境,提高其外源性融资比例。对于西部地区,国家要积极支持各类企业的发展,提高企业自我积累能力,增加其内源性融资能力。另外,还要积极寻求以内生性为特征的金融制度创新,使国有大中型企业减轻对银行贷款的过度依赖,提高其内源性融资比例。

参考文献:

- [1] Fischer. Dynamic capital structure choice: Theory and tests [J]. Journal of Finance, 1989(44).
- [2] Rajan. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data [J]. Journal of Finance, 1995(50): 1421-1460.
- [3] 李万福,叶阿忠. 中国上市公司融资结构的宏观因素分析[J]. 中国管理科学, 2007(12): 26-32.
- [4] 肖作平,吴世农. 我国上市公司融资结构影响因素实证研究[J]. 证券市场导报, 2002(8): 39-44.
- [5] 程大友. 河南省上市公司资本结构与绩效研究[J]. 河南社会科学, 2004(4): 82-84.
- [6] 迟福林. 国企改革与资本市场[M]. 北京: 外文出版社, 1998.
- [7] 郑荣鸣. 中外企业融资结构比较分析[J]. 会计研究, 2004(7): 67-71.
- [8] 孟艳. 我国企业内外源融资结构的差异与影响[J]. 金融教学与研究, 2004(6): 2-11.
- [9] IFC对中国民营企业融资问题的调查[J], 中国投资, 2001(1): 31-39.
- [10] 陈稳进. 中外企业融资结构比较分析与启示[J]. 南开经济研究, 2002(3): 78-80.

(编辑:南 北;校对:段文娟)