

# 基于融资结构视角的我国民营企业成长性研究

胡礼文, 谢 馨, 贺 湘

(江西师范大学 财政金融学院 江西 南昌 330022)

**摘要:**改革开放 40 年来,我国民营企业迅速发展,逐渐成为推动我国经济发展不可或缺的中坚力量。然而,目前我国民营企业发展仍面临着诸多困扰,尤其是民营企业融资问题。为此,基于融资结构视角,研究内部融资、股权融资和债务融资对我国民营企业成长性的影响。研究发现,内部融资有助于民营企业发展,股权融资和债务融资不利于民营企业成长性的提升。进一步研究发现,在不同的债务融资方式中,长期借款有助于企业成长,而短期借款和长期债券由于融资成本高阻碍了民营企业成长。最后,在实证分析的基础上,从民营企业、银行和政府三个层面,为助推我国民营企业高质量发展提出相关建议。

**关键词:**融资结构;民营企业;债务融资;成长性

**中图分类号:** F121.23      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095-0098(2019)04-0020-09

## 一、引言

改革开放 40 年来,我国民营经济迅速崛起,社会地位逐步提高。民营经济在我国经济体系中的地位由“有益的补充”到“辅助”再到“重要组成”,逐渐成为我国经济高质量增长不可或缺的中坚力量。民营企业从无到有、从弱到强,目前已发展成为我国社会经济中的重要组成部分。截止 2018 年 12 月,我国民营企业对 GDP 贡献 60% 以上,70% 以上的技术创新来自于民营企业,提供了 80% 的城镇就业,对新增就业的占比贡献超过 90%,可以说民营企业为我国的经济增长、企业创新和保障就业等方面都做出了巨大贡献。

民营企业在近代中国的出现,最早可追溯到 19 世纪 60 年代满洲统治时期的洋务运动期间。1912 年中华民国光复后,实业立国,民族资本迅速成长壮大。第一次世界大战缓解了欧洲列强对中国的经济侵略,中国民营经济在这“黄金十年”期间取得了高速发展。特别是到了 20 世纪 30 年代,中国民营工商业已经初具规模。然而,民营企业在日本侵华战争时期和国共内战期间受到重创。新中国成立后,国营经济成为主导地位,民营经济备受打击,而后五年,公有制经济在我国经济体系中占据绝对优势地位,个体工商业和私营企业基本被取消。直到 1978 年党的十一届三中全会召开,全党的工作重点转移到社会主义现代化建设上来,我国实行改革开放,民营经济才如雨后春笋般发展壮大起来。1992 年党的十四大提出了建立社会主义市场经济体制的目标,明确了个体与私营经济作为补充成份与公有制经济长期并存,民营经济得到了快速地发展,成为国民经济新增长点中的亮点。2002 年党的十六大指出“必须毫不动摇地鼓励、支持和引导非公有制经济的发展”,民营经济的发展进入了历史新阶段。至今为止,中国民营企业数量从原先不到 10 万家发展到目前超过 1000 万家,民营企业逐渐发展壮大,并且未来将要走向更加广阔的舞台。

总体来说,我国民营经济发展历经曲折,呈现出“U”形发展轨迹(如图 1 所示)。以 1978 年改革开放为分界点,改革开放之前,工商业和个体私营经济从萌芽发展逐渐走向衰落并消亡。改革开放之后,我国由单一计划经济向市场经济转轨,民营经济再次脱胎而生并成长壮大。如今,我国民营经济进入全新的历史发展

收稿日期:2019-04-10

基金项目:江西省高校人文社科规划项目“制度约束、公司治理与融资结构——基于江西省民营企业发展的实证分析”(JJ1229)

作者简介:胡礼文(1965-),男,江西南昌人,教授,硕士生导师,研究方向为企业财务管理。

阶段,既面临严峻挑战,又面临着新的发展机遇。如果说改革开放40年我国民营企业经历了萌芽和成长阶段,这种成长主要依靠改革开放政策的推动,那么进入全新发展阶段的我国民营企业,要解决的主要问题是

如何全面协调实现可持续发展。作为社会主义市场经济体制国家,我国民营企业必将成为国民经济发展的中流砥柱,民营企业的健康稳定发展,对实现中华民族伟大复兴将发挥着重要的作用。

民营经济发展程度

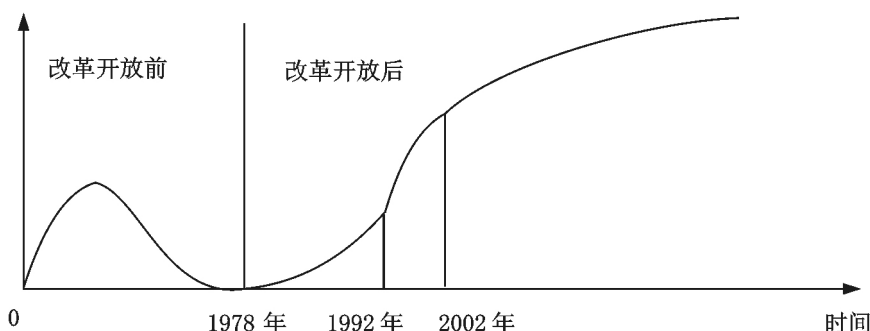


图1 我国民营经济发展历程

然而,相关数据显示,我国每年大约新增民营企业15万多家,在这之中因为经营不善而倒闭的就有10万多家。此外,在五年内有60%的民营企业破产,在十年内有85%的民营企业倒闭,民营企业平均寿命仅有2.9年。所以尽管我国民营经济总体在迅速发展,民营企业在发展过程中常常面临着融资困难、竞争环境不公平以及政策扶持力度不够等一系列问题。其中,融资问题是一直以来困扰民营企业的最大最顽固的难题。民营企业如果想要在激烈竞争的市场中生存下来,并不断发展扩大,就要保证企业在整个生产经营过程中有充足的资金。民营企业在发展过程中,要根据自身的状况对现在以及未来企业生产经营所需的资金进行科学合理的筹划,如何利用最小的成本筹集到经营所需资金,这就涉及到融资结构问题。目前学术界对于融资结构并没有统一的定义。从融资来源渠道来看,融资结构指的是企业外部和内部融资两方面。内部融资是指民营企业通过当年的利润或者积累的资金来满足自身的资金需要。外部融资是指民营企业通过其他会计主体获取资金,例如发行股票或者向银行借款。其中,通过发行股票等股权交易获取外部资金为股权融资,通过银行借款方式筹集外部资金为债券融资,因此外部融资主要包括股权融资和债务融资。本文结合我国上市民营企业特点,将融资结构分为内部融资、股权融资和债务融资三大部分,研究不同融资方式对上市民营企业成长性的影响。在此基础上对提升民营企业经营效益,促进民营企业持续健康发展,保持民营经济发展活力提出建议。

本文结构安排如下:第一部分是引言;第二部分为文献回顾与研究假设;第三部分是研究设计,包括样本选取、变量说明及模型设计;第四部分是实证结果和分析;最后一部分是结论以及相关建议。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一) 内部融资与民营企业成长性

美国金融学家 Myers 和智利学者 Majuf 于 1984 年提出融资优序理论(Pecking Order Theory),是公司金融领域中著名的理论之一。该理论指出,由于公司内部与外部存在信息不对称现象,因此公司在为新项目融资时会有优先顺序,公司通常会先利用内部盈余为项目融资,其次会选择成本相对较低的债务融资,最后才考虑股权融资。目前,我国民营企业融资结构主要表现为内部融资为主导,外部融资渠道受限,其他融资几乎没有。因此,对于外部融资受限、筹集资金比较困难的企业,公司未来发展将会更加依赖内部融资(Sarno, 2008)<sup>[1]</sup>。一方面,学者 Bougheas(2004)通过研究国外企业发现,采取外部融资需要承担更高的风险,因此大部分企业会选择内部融资<sup>[2]</sup>。另一方面,从公司内部筹集资金可以减少资金使用成本,从而有助于公司整体绩效的提升,更有利于公司未来发展(Dewaelheyns and Hulle 2010; Afrasiabi and Ahmadinia 2011)<sup>[3][4]</sup>。然而,国外有研究表明,如果企业可以比较便利的获取外部银行借款,此时内部融资对企业绩效提升效果则会下降(Soirinsuo and Mäkinen 2009)<sup>[5]</sup>。国内学者王改芝(2014)认为,内部融资有助于企业发展,民营企业应当致力于提升自身盈利水平,增强内部融资能力<sup>[6]</sup>。特别是对于经济实力较弱的企业而言,内部融资对

其经营绩效有较好地促进作用(康俊 2016)<sup>[7]</sup>。根据上述分析,提出假设 1。

假设 1: 内部融资占总资产比例越高,民营企业的成长性越好。

## (二) 股权融资与民营企业成长性

上市公司的融资结构中除了内部融资,还有包括股权和债权融资的外部融资。尽管融资优序理论认为,相比于股权融资,企业会优先选择债券融资,但是我国学者通过研究发现,国内上市公司普遍存在股权融资偏好(黄少安和张岗 2001)<sup>[8]</sup>。主要原因在于我国银行为加强风险控制惜贷,由此提升了债务融资成本,成为上市公司债务融资的硬约束。并经过计算股权和债券融资的单位资金成本,发现我国上市公司通过债券或银行借款融资的最低单位成本均大于股权融资成本,由于股权融资成本相对较低,因此上市公司表现出股权融资偏好是其理性选择<sup>[8]</sup>。此外,由于我国大部分上市公司都还处于成长期,普遍存在着资金短缺问题,因此难以通过稳定的现金流来偿还债务融资所要求定期支付的债务本息(刘星等 2004)<sup>[9]</sup>。我国上市公司盈利能力较低而市盈率较高,大部分上市公司以股票红利代替现金红利进行利润分配,而且我国投资者也愿意接受股票的资本增值以弥补现金红利的缺失。再加上我国债券市场发展还不够成熟完善,金融机构也更倾向于短期借款而非长期借款。因此我国民营上市公司如果想要进行长期项目投资,通常会选择股权融资。然而,在我国资本市场发展还不够完善的情况下,上市民营企业如果没有充足的内部资金而选择外部融资,表明其经营状况可能有所下降。因此相比于内部融资而言,如果企业大部分融资来源于股权融资,说明其绩效表现不太好并可能遇到了债务融资约束。根据上述分析,提出假设 2。

假设 2: 股权融资占总资产比例越高,民营企业的成长性越差。

## (三) 债务融资与民营企业成长性

根据代理成本理论,企业如果进行债务融资可以有效制止管理层的过度投资行为,减缓股东与管理层之间的代理问题,但会增加股东与债权人之间的代理成本。国内外学者通过研究发现,企业债务占比越高,盈利能力越差,借贷比例与公司绩效表现呈负相关关系(Rose, 1977; Frank and Goyal, 2003; 黄文青, 2011)<sup>[10][11][12]</sup>。学者 Titman and Wessels(1988)指出企业为保持持续的成长,必须维持相应的财务弹性,避免过多过重的债务负担<sup>[13]</sup>。张荣艳等(2013)通过研究中国沪深两市公司负债结构和绩效表现,发现公司不同的债务结构与不同的债务期限,都会对企业发展产生显著的负向影响<sup>[14]</sup>。此外,由于我国特殊的产权性质背景,相比于国有企业,我国民营企业普遍面临着更加严重的信贷资源歧视问题(李广子和刘力, 2009)<sup>[15]</sup>。大部分银行对于民营企业会采取更高的信用标准,民营企业要从银行获取贷款的难度更大,能获取的金额也很少(Brandt and Li 2003)<sup>[16]</sup>。再加上我国债券市场发展程度不高,发行企业债券过程繁琐,因此我国民营企业面临着较高的债务融资成本。由于负债本身不利于公司成长性提升,而民营企业又承担着更高的债务资金成本。因此,过多的债务融资会限制民营企业的发展。根据上述分析,提出假设 3。

假设 3: 债务融资占总资产比例越高,民营企业的成长性越差。

# 三、研究设计

## (一) 样本选择与数据来源

本文选取 2009 - 2018 年度沪深两市上市民营企业为样本。本文根据 CSMAR 数据库中的民营企业数据库,选择民营化方式为直接上市(发起上市时由自然人或民营企业控股)的民营企业为样本数据,同时删去 ST 公司、金融与保险公司以及数据缺失的样本。最终全部样本包括 1547 家民营企业,共 8185 条有效观测值。文中相关财务数据与公司治理数据均来自于 CSMAR 数据库。

## (二) 变量说明

### 1. 被解释变量

本文的被解释变量为民营企业成长性(Growth),企业成长最直观的表现就是营业收入的增长,因此本文利用上市民营企业的财务指标即营业收入增长率表示企业成长性水平。

### 2. 解释变量

#### (1) 内部融资(Internal)

内部融资指民营企业通过内部留存收益获取资金,内部留存收益主要包括盈余公积与未分配利润。因此本文利用盈余公积与未分配利润之和与总资产的比值来表示民营企业的内部融资。

## (2) 股权融资(Equity)

股权融资表示民营企业通过股权交易的方式筹集资金。这部分资金主要来自于发行股票、配股等方式,由于增发配股的数据缺失,因此本文用股本与资本公积金之和与总资产的比值来衡量股权融资。

## (3) 债务融资(Debt)

债务融资指民营企业通过银行借款和发行债券的方式获取资金。银行借款主要包括短期借款和长期借款,因此本文利用民营企业资产负债表中短期借款和长期借款以及应付债券科目之和与总资产的比例表示债权融资。

## 3. 控制变量

由于民营企业成长性还可能受到其他因素的影响,因此本文根据以往的文献确定控制变量,包括公司规模(Size)、公司年龄(Age)、公司资产负债率(Leverage)、董事规模(Board)、股权集中度(Ownership)和两权分离(Separation)等。此外,由于在不同年份下宏观经济环境会有所变化,而企业的成长性可能会受到宏观环境变化的影响,不同行业企业成长性也有所不同。因此,本文为了控制宏观环境变化和行业不同给民营企业成长性带来的影响,将年度效应和行业效应作为控制变量纳入模型中。具体变量含义见表1所示。

表1 变量说明

变量分类	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	企业成长性	Growth	营业收入增长率
	内部融资	Internal	(盈余公积 + 未分配利润) / 总资产
解释变量	股权融资	Equity	(股本 + 资本公积) / 总资产
	债务融资	Debt	(短期借款 + 长期借款 + 应付债券) / 总资产
	公司规模	Size	表示公司规模,为公司资产总额的自然对数数值
控制变量	公司年龄	Age	公司当年年份减去公司成立年份
	资产负债率	Leverage	总负债 / 总资产
	董事规模	Board	董事会总人数
	股权集中度	Ownership	前五位大股东持股比例的平方和
	两权分离	Separation	董事长与总经理兼任情况,1 = 同一人;0 = 不同一人
	年度效应	Years	年度虚拟变量
	行业效应	Industry	行业虚拟变量

## (三) 模型设计

为了检验内部融资、股权融资和债务融资对民营企业成长性的影响,本文构建如下模型1-3对样本进行回归,验证假设1-3。

$$\text{模型 1: } Growth = \alpha_0 + \alpha_1 Internal + \alpha_2 Size + \alpha_3 Age + \alpha_4 Leverage + \alpha_5 Board + \alpha_6 Ownership + \alpha_7 Separation + \alpha_8 Years + \alpha_9 Industry + \varepsilon_1$$

$$\text{模型 2: } Growth = \beta_0 + \beta_1 Equity + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 Leverage + \beta_5 Board + \beta_6 Ownership + \beta_7 Separation + \beta_8 Years + \beta_9 Industry + \varepsilon_2$$

$$\text{模型 3: } Growth = \gamma_0 + \gamma_1 Debt + \gamma_2 Size + \gamma_3 Age + \gamma_4 Leverage + \gamma_5 Board + \gamma_6 Ownership + \gamma_7 Separation + \gamma_8 Years + \gamma_9 Industry + \varepsilon_3$$

# 四、实证结果与分析

## (一) 描述性统计分析

表2为各个变量的描述性统计结果。样本中包含2009-2018年共计8185条年度观测值数据。其中民营企业成长性指标(Growth)均值为0.184,中位数为0.151,表示民营企业在近十年间主营业务平均每年增长18.4%。民营企业不同融资方式占总资产的比重有所不同,其中内部融资占比平均为16.3%(中位数为17.1%),股权融资占比平均为44.5%(中位数为42.3%),债务融资占比平均为13.6%(中位数为10.8%),由此可见我国大部分上市民营企业更倾向于选择股权融资作为主要融资方式,其次是内部融资,再是债务融资。从控制变量来看,样本中民营企业总资产规模平均为26亿元( $e^{21.68}$ ),成立年份平均为13.96年,说明我国上市民营企业总体规模不是很大,发展时间也不长,这与我国民营经济总体发展情况相一致。此

外,样本中民营企业平均资产负债率为 37.1% (中位数为 35.1%) ,说明我国民营企业的举债水平总体偏低,还有较强的融资潜力。

表 2 变量描述性统计结果

变量	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Growth	8185	0.184	0.151	0.238	-0.148	0.633
Internal	8185	0.163	0.171	0.283	-9.701	0.807
Equity	8185	0.445	0.423	0.294	-0.027	9.416
Debt	8185	0.136	0.108	0.131	0	0.747
Size	8185	21.680	21.580	1.048	17.970	26.650
Age	8185	13.960	14	5.671	1	37
Leverage	8185	0.371	0.351	0.199	0.007	1.566
Board	8185	8.307	9	1.491	4	18
Ownership	8185	0.148	0.122	0.105	0	0.810
Separation	8185	0.387	0	0.487	0	1

## (二) 相关性分析

表 3 为各个变量相关性分析结果。由表 4 的相关性分析结果可知,内部融资与民营企业成长性在 1% 的水平上呈现正相关关系,相关系数为 0.041,说明内部融资占比越高,企业的成长性水平越高,这一结果初步验证了假设 1。股权融资与民营企业成长性的相关系数为 -0.085 ( $p < 0.01$ ) ,股权融资与民营企业成长性水平为显著负相关关系,初步说明假设 2 成立,即股权融资占比越高,民营企业的成长性水平越低。然而,债务融资与民营企业的相关系数为正,但是不显著,因此两者之间的关系还需要进一步验证。

表 3 相关性分析

	Growth	Internal	Equity	Debt	Size	Age	Leverage	Board	Ownership	Separation
Growth	1									
Internal	0.041 ***	1								
Equity	-0.085 ***	-0.745 ***	1							
Debt	0.008	-0.122 ***	-0.377 ***	1						
Size	0.134 ***	0.127 ***	-0.465 ***	0.385 ***	1					
Age	-0.046 ***	-0.102 ***	-0.036 ***	0.070 ***	0.171 ***	1				
Leverage	0.072 ***	-0.304 ***	-0.394 ***	0.721 ***	0.486 ***	0.175 ***	1			
Board	-0.015	0.049 ***	-0.101 ***	0.069 ***	0.180 ***	-0.003	0.071 ***	1		
Ownership	0.028 **	0.105 ***	-0.089 ***	-0.011	0.078 ***	-0.122 ***	-0.006	-0.042 ***	1	
Separation	0.0410	-0.0110	0.068 ***	-0.059 ***	-0.102 ***	-0.067 ***	-0.076 ***	-0.138 ***	0.053 ***	1

注: \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 置信水平上显著

## (三) 回归结果分析

表 4 第 (1) (2) (3) 列分别报告了模型 1、模型 2、模型 3 的回归结果。由表 3 可知,民营企业不同融资结构对企业成长性有不同的影响。内部融资变量 (Internal) 的系数为 0.018,并且显著 ( $t = 2.00$ ,  $p < 0.05$ ) ,说明民营企业内部融资有助于民营企业的发展,对企业成长性有正向促进作用,因此验证了假设 1。股权融资变量 (Equity) 的系数为 -0.019,并且在 5% 的置信水平上显著 ( $t = 2.00$ ,  $p < 0.05$ ) ,说明相比于内部融资而言,股权融资更不利于民营企业发展,股权融资与企业成长性呈现负相关关系,从而假设 2 得到了验证。债务融资变量 (Debt) 的系数在 1% 的置信水平上显著为负 (-0.227) ,因此验证假设 3 成立,说明债务融资相对而言不利于民营企业的发展,并且对民营企业成长性的负向影响比股权融资的负向影响更大。就其他控制变量而言,公司年龄与企业成长性呈现负相关关系,企业成立时间越长,企业发展相对而言会更缓慢。企业规模、资产负债率、股权集中度与民营企业成长性呈现显著的正相关关系,此外,如果民营企业董事长与总经理由同一人兼任,则公司成长性表现更好。

表4 融资结构与民营企业成长性的回归结果

变量	(1) 模型 1	(2) 模型 2	(3) 模型 3
Internal	0.018 ** ( 2.00)		
Equity		-0.019 ** ( -2.07)	
Debt			-0.227 *** ( -6.09)
Size	0.031 *** ( 8.35)	0.031 *** ( 8.27)	0.036 *** ( 9.51)
Age	-0.003 *** ( -5.71)	-0.003 *** ( -5.74)	-0.003 *** ( -5.87)
Leverage	0.093 *** ( 4.50)	0.075 *** ( 3.95)	-0.003 ( -1.63)
Board	-0.003 ( -1.49)	-0.003 ( -1.49)	0.188 *** ( 6.82)
Ownership	0.065 ** ( 2.21)	0.066 ** ( 2.23)	0.062 ** ( 2.11)
Separation	0.015 ** ( 2.46)	0.015 ** ( 2.45)	0.015 ** ( 2.45)
_cons	-0.591 *** ( -7.00)	-0.572 *** ( -6.55)	-0.688 *** ( -8.05)
年度效应	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
N	8185	8185	8185
R <sup>2</sup>	0.1321	0.1320	0.1297

注: \*\*\*, \*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著, 括号内为 *t* 值。下同

#### (四) 进一步研究分析

本文进一步研究不同债务类型对民营企业成长性的影响。表5列示了不同债务类型的描述性统计结果,由表5可知,我国民营上市公司平均债务融资水平(Debt)为13.6%,而短期负债(Short)均值为9.5%,长期负债(Long)与应付债券(Bond)的均值分别为2.9%和1.3%。说明我国民营上市公司在进行债务融资时主要资金来源于短期银行借款,而长期借款与债券融资较少,这也验证了我国民营企业面临获取长期资金难度大、金额少的现状,民营企业存在一定的信贷资源歧视问题。

表5 不同债务融资类型的描述性统计结果

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Debt	0.136	0.108	0.131	0	0.747
Short	0.095	0.066	0.103	0	0.716
Long	0.029	0	0.057	0	0.530
Bond	0.013	0	0.039	0	0.707

表6列示了不同债务融资对民营企业成长性影响的实证检验结果,由表6第(1)列可以看出,我国民营企业短期借款(Short)占比与企业成长性水平呈现负相关关系( $t = -1.66$ ,  $p < 0.10$ ),说明我国民营企业短期借款不利于企业成长,这主要是因为短期借款成本高、期限短,不利于企业长期投资,从而导致企业投资不足等问题,阻碍了民营企业成长。表6第(2)列长期借款(Long)系数显著为正( $t = 1.93$ ,  $p < 0.10$ ),说明尽管民营企业面临信贷歧视,导致长期借款金额少,但是这种长期借款相比于短期借款更有助于民营企业的成长。第(3)列应付债券(Bond)系数为-0.335,并且在1%水平上显著,说明我国民营企业成长性与应付债券融资占比呈负相关关系,这可能与我国目前债券市场还不完善有关,由于民营企业发行债券比例较低,并且程序复杂,因此长期债券融资成本高,导致民营企业成长受到一定的限制。

表 6 不同债务融资对民营企业成长性的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Short	-0.052* (-1.66)			-0.066** (-2.09)
Long		0.133* (1.93)		0.130* (1.88)
Bond			-0.335*** (-4.10)	-0.339*** (-4.14)
Size	0.041*** (12.53)	0.038*** (11.39)	0.044*** (13.07)	0.043*** (12.08)
Age	-0.003*** (-5.36)	-0.003*** (-5.61)	-0.003*** (-5.37)	-0.003*** (-5.57)
Board	-0.003 (-1.62)	-0.003 (-1.50)	-0.003 (-1.52)	-0.003 (-1.50)
Ownership	0.056* (1.92)	0.059** (2.01)	0.050* (1.68)	0.046 (1.55)
Separation	0.015** (2.46)	0.015** (2.46)	0.015** (2.41)	0.015** (2.43)
_cons	-0.749*** (-9.82)	-0.690*** (-9.00)	-0.814*** (-10.34)	-0.799*** (-9.86)
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
N	8185	8185	8185	8185
R <sup>2</sup>	0.1203	0.1255	0.1202	0.1217

注: 同表 4

## 五、结论与建议

### (一) 研究结论

本文通过选取 2009—2018 年度沪深两市共 1547 家上市民营企业为样本, 基于融资结构对民营企业成长性进行研究发现, 我国民营企业的内部融资有助于民营企业成长, 民营企业应致力于提升公司内部的经营管理水平。相比于内部融资, 我国民营上市公司外部融资占比高于内部融资, 并且股权融资占比高于债务融资占比, 这可能是因为公司内部的治理机制不够完善, 内部收益难以满足民营企业再投资需要, 而银行又存在信贷歧视, 使得民营企业面临银行惜贷的“硬约束”而导致民营企业股权融资偏好。然而, 过多的股权融资与债务融资并不利于民营企业的成长。在不同的债务融资方式中, 短期债务由于成本过高, 期限过短, 不利于企业再投资行为, 因此短期债务占比过高, 企业的成长性表现会更差。尽管民营企业面临银行信贷歧视, 但是实证结果表明银行长期借款有利于民营企业的发展。此外, 由于我国债券市场还不够完善, 长期债券成本过高, 使得企业长期债券占比与成长性水平呈现负向关系。因此, 为提升民营企业的成长性水平, 应当加大长期借款在债务融资中的比例。

### (二) 相关建议

我国民营企业在推动经济发展、促进就业、改善民生等方面做出了重要贡献, 是我国经济发展必不可少的部分。因此, 为促进我国民营企业更快更高质量发展, 本文在实证研究的基础上, 从民营企业、银行和政府三个层面提出以下建议:

#### 1. 民营企业要加强自身建设, 提升信用水平

民营企业的发展关键在于其自身。即使在法制比较完善的发达国家, 民营企业成长最重要的资金来源依然是内部融资。内部融资可以有效地促进民营企业发展, 因此民营企业应当加强自身建设, 不断完善企业内部制度, 优化公司治理结构。由于大多数民营企业都是典型的家族式管理, 公司发展常常取决于家族成员

的个人决策,因此民营企业应当完善公司管理制度,建立现代企业制度,加强管理制度创新。在公司治理方面,首先应当建立规范运作的董事会制度,合理安排民营企业的管理权和控制权,降低民营企业经营管理过程中的风险。其次应完善股本结构,明确界定其创业成员与家族成员之间的产权,避免由于产权不清晰而引发矛盾,促使企业稳定发展。此外,我国民营企业还应依据自身产品技术现状,立足时代发展背景,加大科技创新,提升产品的科技含量,不断提升企业竞争力,实现未来可持续发展。

在外部融资方面,民营企业应注重提升信用水平。随着我国市场经济的发展,企业诚信经营越来越重要。相比于西方较为完善的信用评价体系,我国信用评级起步较晚。信用评级可以直观的评价企业信用质量,促使信用优良的企业获得成本更低的融资,进而优化银行信贷资源的配置。因此,民营企业不仅要重视企业业绩,还要提升自身信用意识,才能获得更多银行融资。民营企业建立良好的信用度,不仅有利于其拓宽融资渠道,还有助于树立良好的品牌形象和提高企业竞争力。

## 2. 银行要加大信贷支持力度,降低民营企业融资成本

目前我国资本市场发展还不够完善,银行信贷资源倾向于国有企业,我国民营企业债务融资占比较低,普遍面临着信贷资源歧视。随着我国民营企业的发展壮大,民营企业的融资需求也在不断扩大,民营企业前景可观。银行应加大对民营企业的金融支持力度,这不仅可以促进我国经济发展,还可以实现银行自身经济效益。因此,银行在提供信贷服务时,应当以市场效益为导向,而不是以企业性质作为判断标准,积极主动争取优质的民营企业客户群,为其提供多方位的金融支持。一方面,银行应根据市场化运作原则,消除市场准入歧视,减少融资附加费用,降低我国民营企业融资成本。另一方面,银行可以内部调整考核与激励机制,提升为民营企业提供金融服务支持的积极性。

银行应完善民营企业贷款考核体系,将民营企业信贷政策落实情况纳入到评估体系中。改革现行贷款审批程序,根据民营企业特征与发展阶段,实行差异化信贷服务。比如,可以为民营企业提供专项贷款资金、适当放宽自有资金比例以及为民营企业提供经济信息等。同时,可以借助大数据、互联网和云计算等先进技术,优化业务流程,提高民营企业信贷审批效率。此外,银行可根据民营企业风险特征,制定相应的审批制度,提升对民营企业的资格审查与资产评估的可靠性,并对民营企业不良贷款进行差异化考核,适当放宽容忍度,从而加大民营企业融资,支持民营企业发展。

## 3. 政府要进一步完善金融市场体系,改善民营企业融资环境

与国有企业相比,民营企业过去常常被排斥在传统金融体系外,融资渠道较窄,资金成本较高。要让金融更好地服务于民营企业,必须合理地调整我国金融体系结构,完善各个层次金融机构的功能。一方面,要鼓励大型国有银行支持民营企业发展。让国有银行积极寻找和培育优质的民营企业客户,对规模大、信誉好的民营企业可以简化审批程序,实行授信制度。另一方面,要积极发展中小金融机构,例如地方性商业银行和村镇银行等。由于中小金融机构的经营更具有灵活性,并且立足于当地,与民营企业发展路径相似,市场定位匹配,因此能够更好地服务于民营企业。政府应当按照市场规则,规范和发展中小金融机构,使其成为民营企业的发展支柱。另外,政府还可以定期组织召开银行和民营企业洽谈会,促进银企合作,协商解决民营企业遇到的融资难问题。此外,政府还需积极完善与开拓中长期债券市场,鼓励并购基金、私募股权基金以及委托债券融资等多种融资方式的发展,支持金融机构开发适应民营企业发展的金融产品。

目前我国已经出台了許多扶持民营企业的政策制度,然而这些制度还不够系统和完善,没有上升到法律层面。因此,要改善民营企业融资环境,必须加快民营企业融资相关的法律法规建设,为我国民营企业发展提供制度保障。要支持民营企业技术开发与创新,大力培育民营企业产业化基地。政府可以通过资助、贷款贴息与税收优惠等一系列措施,促使我国民营企业更快更健康的稳步发展。

## 参考文献:

- [1] Sarno Domenico. Capital structure and growth of the firms in the backward regions of the south Italy [J]. Applied Financial Economics 2008, 18(10): 821 - 833.
- [2] Bougheas S. Internal vs external financing of R&D [J]. Small Business Economics 2004, 22(1): 11 - 17.
- [3] Dewaelheyns N, Hulle C V. Internal capital markets and capital structure: Bank versus internal debt [J]. European Financial Management 2010, 16(3): 345 - 373.



- [4] Afrasiabi J ,Ahmadinia H. How Financing effect on capital structure: Evidence from Tehran stock exchange [J]. International Journal of Academic Research 2011 3( 1) : 1 – 9.
- [5] Juho Soirinsuo ,Pekka Mäkinen. Importance of the financial situation for the growth of a forest machine entrepreneur [J]. Scandinavian Journal of Forest Research 2009 24( 3) : 9 – 21.
- [6] 王改芝. 创业板上市公司融资结构与经营绩效实证研究 [J]. 现代商贸工业 2014 26( 9) : 101 – 103.
- [7] 康俊. 中小板上市公司融资结构对经营绩效影响研究 [J]. 会计之友 2016( 16) : 72 – 75.
- [8] 黄少安 ,张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析 [J]. 经济研究 2001( 11) : 12 – 20 + 27.
- [9] 刘星 ,魏锋 ,詹宇 ,Benjamin Y. Tai. 我国上市公司融资顺序的实证研究 [J]. 会计研究 2004( 6) : 66 – 72.
- [10] Rose S A. The Determination of financial structure: The incentive signaling approach [J]. The Bell Journal of Economics ,1977 8( 1) : 23 – 40.
- [11] Frank M Z ,Goyal V K. Testing the pecking order theory of capital structure [J]. Journal of Financial Economics 2003 67( 2) : 217 – 248.
- [12] 黄文青. 债权融资结构与公司治理效率——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 财经理论与实践 2011 , 32( 2) : 46 – 50.
- [13] Titman S ,Wessels R. The determinants of capital structure choice [J]. The Journal of Finance ,1988 43( 1) : 1 – 19.
- [14] 张荣艳 ,章爱文 ,白夏茜. 上市公司负债融资结构对企业绩效影响研究——以沪市 100 家上市公司为研究对象 [J]. 财会通讯 2013( 24) : 80 – 82.
- [15] 李广子 ,刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视 [J]. 金融研究 2009( 12) : 137 – 150.
- [16] Brandt L ,Li H. Bank discrimination in transition economies: Ideology ,information or incentives? [J]. Journal of Comparative Economics 2003 31( 3) : 387 – 413.

## Research on the Growth of China's Private Enterprises Based on the Perspective of Financing Structure

HU Liwen , XIE Xin , HE Xiang

( School of Finance and Economics ,Jiangxi Normal University ,Nanchang ,Jiangxi 330022 ,China)

**Abstract:** In the past 40 years of reform and opening up ,China's private enterprises have developed rapidly and gradually become the indispensable backbone of China's economic development. However ,at present ,the development of private enterprises in China still faces many problems ,especially the financing of private enterprises. To this end ,this paper studies the impact of internal financing ,equity financing and debt financing on the growth of private enterprises in China based on the perspective of financing structure. The study found that internal financing contributes to the development of private enterprises ,and equity financing and debt financing are not conducive to the growth of private enterprises. Further research found that long – term borrowing helps companies grow in different debt financing methods ,while short – term borrowings and long – term bonds hinder the growth of private enterprises due to high financing costs. Finally ,we put forward relevant suggestions on the basis of empirical analysis from the three levels of private enterprises ,banks and government to promote the high – quality development of private enterprises in China.

**Key words:** Financing Structure; Private Enterprise; Debt Financing; Growth

( 责任编辑: 张秋虹)