

中小板公司经营负债杠杆与金融杠杆的效应比较

凌凤霞 程李梅

(江苏大学财经学院 江苏镇江 212000)

【摘要】经营负债和金融负债因其性质、来源的不同,所形成财务杠杆对企业成长具有不同的效应。本文以2007年12月31日之前上市的100家中小板上市公司为研究对象,首先运用因子分析得出评价企业成长性的综合指标,再建立多元回归模型,检验两种财务杠杆对中小企业成长性的效应并加以比较,结论显示两种财务杠杆对中小企业成长性的影响的确存在差异,但并不显著。

【关键词】经营负债杠杆 金融杠杆 中小企业

自2004年5月27日我国中小企业板正式启动,截至2012年2月23日共有653家中小企业上市,总市值多达3038.4亿元,在不到八年的时间里,中小板取得了长足发展。中小板是我国创投退出的过渡机制,设立的初衷是为规模小、成长潜力大的中小企业提供新的融资渠道,相比主板市场,更为关注企业未来的发展。然而,在瞬息万变的证券市场,有着良好历史业绩的公司不一定未来发展也很好,同样的,暂时业绩平平的企业也可以凭借良好的成长性创造辉煌的未来。据不完全统计,我国中小企业的平均寿命为2.9年,这一数据引发人们对中小企业成长性和发展的持续性的思考。伴随我国证券市场的逐渐发展,投资者慢慢趋于理性,相比以往一味地信赖企业的历史成绩,投资者转为关注企业发展的潜力。于是,企业的成长性越来越被理论界和投资者所关注。

影响企业成长性的因素有很多,包括企业的盈利能力等财务因素,也包括企业性质等非财务因素。考虑到我国中小板企业的融资难、抗风险能力差等问题,本文试图从债务融资角度探讨影响中小企业成长性的因素。

一、文献回顾

Myers等提出负债比率与成长性之间呈反向关系;谢军(2005)运用计量研究方法,论证了财务杠杆会提高企业成长性。刘曜、史爽(2011)将财务杠杆作为反映公司经营风险的指标,得出其与公司成长性存在间接负相关性的结论。以上国内外学者均论证了财务杠杆和企业成长性存在某种关系。

和上述学者研究不同,Nissim和Penman(2003)在进行盈利分析和企业价值评估时,认为企业负债可以分为两种:诸如银行贷款和长期债券等负债,源于企业为保障经营活动顺利开展而进行的融资活动,称其为金融负债;另一些负债则来自于企业日常的经营活动,包括与供应商来往的应付账款、与税务部门之间的应缴税费及与职工之间的应付职工薪酬等,称其为经营负债。相应地,传统的财务杠杆也就分为金融杠杆和经营负债杠杆。他们指出,在标准的财务报表分析中,区分来

自经营活动和来自借贷活动的股东盈利,而经营负债杠杆却并未和金融杠杆加以区分,为此便提出将两者区分开来的财务报表分析方法。两人按此分类进行了相关实证检验,结果显示:经营负债杠杆相比金融杠杆能为企业带来更多的积极影响;在总杠杆一定的情况下,拥有较高经营负债杠杆的企业平均市盈率也较高。可见,由于两种财务杠杆的来源不同,对企业的效应也存在差异。

国内方面,黄莲琴、屈耀辉(2010)在Nissim等研究的基础上,以沪深两市A股上市公司为对象,实证检验了经营负债杠杆和金融杠杆对上市公司成长性和盈利能力的效应差异,弥补了Nissim等人未研究两种负债杠杆对企业创值能力影响差异的不足,研究结果表明:经营负债杠杆和金融杠杆均对上市公司的成长性和创值能力具有提升作用,并且前者的作用更为显著,但两种财务杠杆并不存在替代效应。

鉴于中小板企业有别于主板上市公司的特点,上述研究结论是否同样适合中小板企业呢?本文借鉴国内外学者的现有研究,以中小板上司公司为研究对象,检验经营负债杠杆和金融杠杆对其成长性的效应差异,以期能拓展上述两种财务杠杆在中小企业中的应用,并对中小企业合理安排经营负债和金融负债有所启发。

二、研究假设

根据黄莲琴等(2010)的研究结论,本文提出以下假设:

H1:经营负债杠杆能对中小企业的成长性产生正的积极影响。

H2:金融杠杆能对中小企业的成长性产生正的积极影响。

经营负债是在企业的日常生产经营活动中形成的,相比金融负债,其周期短、风险小;另外,相比金融机构等金融负债的筹集渠道,中小企业和供应商等利益相关者的来往更为频繁,筹集经营负债更为便利和容易,因此,中小企业的日常经营将更为倚重经营负债。据此,本文提出第三个假设:

H3:相比金融杠杆,经营负债杠杆更能促进中小企业的成长。

三、样本选取及变量设计

1. 样本选取。成长性关注的是企业在连续较长的时间内整体的发展趋势,而非某一时段或年份的发展情况。本文从中小板 2007 年 12 月 31 日之前上市的 222 家公司中选出 100 家作为研究对象,选取其 2008~2010 三年的财务报表数据,研究经营负债杠杆和金融杠杆对其成长性的影响。其中剔除了金融企业、亏损企业、ST 的企业、数据缺失的企业和三年内未实现持续经营的企业,以排除异常数据对检验结果的影响。本文全部数据均来自深交所中小板披露的上市公司财务报表。

2. 变量设计。关于如何衡量企业的成长性,中外学者站在不同角度给出了不同的衡量指标或方法。考虑到影响企业成长性的因素众多,很难用单一指标作出准确判断,本文借鉴前人研究成果,选取七个反映成长性的指标,对其进行因子分析,得出反映成长性的综合指标,然后将其作为因变量进行多元线性回归,检验以上假设。

宋剑峰(2008)借助于 Edwards-Bell-Ohlsons 模型证实了市净率是很好的预示公司未来成长性的指标;吴世农等(1999)认为,销售毛利率反映上市公司的盈利能力,盈利能力越强,公司越具有成长性;主营业务收入增长率,反映公司主营业务是否突出,该比率越高,说明市场拓展能力越强,成长性也越好;净资产周转率可以反映公司净资产的管理效率,净资产周转越快,表明股东资本增值的空间越大,资本市场对其就有信心,未来成长性会越好。据此,本文选取以下 7 个指标:市净率、销售毛利率、主营业务收入增长率、净资产周转率、净资产增长率、净资产收益率和收入利润率。

在进行多元线性回归时,经营负债杠杆 O 和金融杠杆 F 为自变量,其中:

$$O = \text{经营负债} / \text{净经营资产} = \text{经营负债} / (\text{经营资产} - \text{经营负债}) = \text{经营负债} / (\text{总资产} - \text{金融资产} - \text{经营负债})$$

$$F = \text{净金融负债} / \text{净资产} = (\text{金融负债} - \text{金融资产}) / \text{净资产}$$

对于经营负债 O,它包括企业资产负债表流动负债中扣除短期借款和一年内到期的非流动负债后的所有科目,反映净经营资产在多大程度上由经营负债构成。金融资产包括交易性金融资产、应收账款、可供出售金融资产和持有至到期投资四项。企业总的资产扣除金融资产后的部分即是经营资产。由于净经营资产等于净金融负债加上净资产,因此金融杠杆 F 反映了净经营资产在多大程度上由净金融负债或普通股权益形成。由此可知,计算两种财务杠杆所需要的数据均可以从企业财务报表中直接找到。

控制变量方面,企业规模对企业成长性具有显著的负面影响,固定资产投资对企业成长性表现出较显著的积极影响;中小板上市的企业大多为高新技术企业,是否重视研发对其成长性很至关重要;对于存在融资难问题的中小上市公司而言,成本控制无疑对其成长性具有重要意义,成本控制的越好,同时也能凸显企业的管理水平和效果;所以,本文选取企业规模 Scale、固定资产比重 Fixed、研发比重 R&D 和期间费

用率 Expense 作为控制变量。其中,企业规模为企业总资产的对数;固定资产比重为固定资产占总资产的比例;研发比重为研发费用占营业收入的比例;期间费用率为期间费用和净利润之比,以反映创造单位利润所花费的期间费用。

四、实证分析

1. 运用因子分析得出成长性综合得分。采用 SPSS16.0 软件进行因子分析,首先应用因子分析法中的 KMO 和球度 Bartlett 来检验适用性,见表 1。其中,KMO 值为 0.648,大于 0.6;球度 Bartlett 检验的相伴概率为 0.000,小于 0.01,因此拒绝 Bartlett 检验的假设,表明所选取的七个反映成长性的指标间具有较强的相关性,本文数据适合做因子分析。

表1 KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0.648
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	595.241
	df	21
	Sig.	0.000

接下来运用主成分分析法提取主因子,软件输出的总方差解释如表 2 所示。为保证因子分析的准确性,一般以特征根大于 1 或累计贡献率大于 85%作为提取主因子的标准。

表2 总方差分解表

因子	初始特征根			因子提取结果			旋转后的因子提取结果		
	特征根	方差贡献率	累计贡献率	特征根	方差贡献率	累计贡献率	特征根	方差贡献率	累计贡献率
1	2.499	35.707	35.707	2.499	35.707	35.707	2.358	33.690	33.690
2	1.351	19.295	55.002	1.351	19.295	55.002	1.381	19.725	53.415
3	1.057	15.096	70.097	1.057	15.096	70.097	1.027	14.672	68.087
4	0.863	12.334	82.432	0.863	12.334	82.432	1.004	14.345	82.432
5	0.697	9.953	92.384						
6	0.360	5.143	97.527						
7	0.173	2.473	100.000						

由表 2 可知,前三个因子的特征值大于 1,但累计方差贡献率为 68.087%,由其所解释的原始七个指标的信息不够多。考虑到第四个因子的特征根为 0.863,较接近于 1,而前四个因子的累计方差贡献率可以达到 82%之多,能够较充分的反映样本公司的成长性,所以选取前四个因子作为主因子。

因子分析的目的是以最少的信息丢失将原始的多个变量和指标变成较少的几个综合变量,以利于分析判定。找出主因子后,要能根据各个主因子所反映的原始指标的信息量判断其意义,以便进一步说明影响原始指标系统的因素。因此,需要对因子载荷矩阵进行方差最大旋转,使得因子载荷的平方按列向 0 和 1 两极转化,以排除噪音干扰。旋转后得到最终因子载荷矩阵见后页表 3。

因子载荷矩阵中的每一个值代表原有变量与每个公共因子的相关系数,绝对值越大,则公共因子与原有变量的相关性越强。从表 3 中可以看出:第一主因子对销售毛利率、收入利润率指标有较大的负荷,主要是反映中小企业的盈利能力,因

此命名为盈利能力因子;以此类推,后三个主因子分别对主营业务收入增长率、净资产增长率和市净率有较大载荷,可将其分别命名为主营业务因子、企业规模因子和成长潜力因子。

表3 旋转后的因子矩阵

	1	2	3	4
销售毛利率	0.901	0.100	0.028	0.101
收入利润率	0.882	0.285	-0.005	0.125
净资产周转率	-0.763	0.448	-0.006	-0.021
收入增长率	-0.076	0.808	0.153	0.065
净资产收益率	0.401	0.658	-0.241	0.012
净资产增长率	0.033	0.028	0.971	-0.051
市净率	0.136	0.057	-0.053	0.985

在因子得分系数矩阵的基础上,计算出每个主因子的得分,进而以各主因子方差贡献率为权重计算出企业成长性的综合得分,据此构造中小上市公司成长性的综合评价模型:

$$G = \omega_1 F_1 + \omega_2 F_2 + \omega_3 F_3 + \omega_4 F_4$$

其中:G为反映中小企业成长性的综合指标得分值;F_i为各主因子的得分;ω_i为旋转后公因子i的解释方差贡献率,它是各因子的方差贡献率与4个公因子的累计贡献率的比值(i=1,2,3,4)。结合表2,可以算出ω_i的值,如表4所示:

表4 各主因子权重

ω ₁	ω ₂	ω ₃	ω ₄
0.408 701	0.239 288	0.239 288	0.174 022

2. 两种财务杠杆对中小企业成长性影响的检验。

(1)模型构建。根据以上假设和推论,构架以下回归模型:

$$G_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 O_{it} + \alpha_2 F_{it} + \beta Scale_{it} + \gamma Fixed_{it} + \eta R\&D_{it} + \lambda Expense_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中:G是反映中小企业成长性的综合指标,α、β、γ、η、λ为待估回归系数,ε为随机扰动项,反映影响成长性的其他因素,其他变量定义如上所述。

(2)描述性统计。相关变量的描述性统计结果如表5所示。从表5可知,成长性综合指标G的最大值为2.49,最小值为-1.01,标准差为0.535 03,差异较大,反映我国中小板上市公司的成长性较不均衡。相比经营负债杠杆O,金融杠杆F在中小板各上市公司间的差距大了很多,说明中小板上市公司为经营而举借债务的水平很不均衡,这可能与很多中小企业难以取得银行贷款等金融负债有关系。

表5 相关变量描述性统计

变量名	个数	最小值	最大值	平均值	标准差
G	300	-1.01	2.49	0.000 0	0.535 03
O	300	0.02	3.56	0.385 4	0.403 41
F	300	-0.53	7.00	0.241 7	0.596 49
Scale	300	19.49	24.06	20.923 2	0.788 30
Fixed	300	0.002 4	0.785 9	0.268 653	0.151 500 2
R&D	300	0.000 0	0.162 4	0.030 280	0.028 264 1
Expense	300	0.16	63.45	3.227 1	6.385 30
有效样本量	300				

(3)回归分析。经营负债杠杆和金融杠杆对中小上市公司成长性的多元回归结果如表6和表7所示。由表6可知,决定系数R²调整后为0.237,回归结果较为显著,说明所构建模型具有较好的拟合度。D-W值在2的附近,说明残差序列具有较好的独立性。表7的数据显示,自变量和控制变量通过了t检验和F检验,所选变量能够对企业成长性产生较大影响。

表6 模型总的回归结果

Model	R	R ²	调整后R ²	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Durbin-Watson	
					R Square Change	F Change	df1	df2		Sig. F Change
1	0.504 ^a	0.254	0.237	0.467 46	0.254	14.240	7	292	0.000	2.020

表7中F和O的系数分别为-0.146和-0.268,系数都为负值,说明金融杠杆和经营负债杠杆对中小企业的成长性均具有负面影响,这和本文的前两个假设刚好相反。就其绝对值而言,两个系数也都很小,说明F和O对中小企业的负面影响也不是很大。而相比F,经营负债杠杆O的回归系数绝对值大于金融杠杆F的系数,说明O能对中小企业的成长性产生相对较大的影响,这一点和假设H3较为一致。另外,企业规模Scale的回归系数为0.094,虽然为正,但数值很小,不能够说明企业规模对中小企业的成长性具有较为显著的积极影响;R&D对中小企业的成长性能够产生显著的积极影响,这为中小上市公司注重研究提供了充分的数据支撑,也为研发投入不足的中小企业提供了启示;固定资产投资的回归系数为负,这与上述谢军的研究结果不相符;与预想差别较大的是Expense的回归结果,期间费用率并没有显著地影响中小企业的成长性,这一点有待进一步研究。

表7 模型回归系数

模型	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
	(Constant)	-1.826	0.797				-2.291	0.023	-3.395
F	-0.146	0.051	-0.162	-2.862	0.005	-0.246	-0.046	0.790	1.266
O	-0.268	0.079	-0.202	-3.404	0.001	-0.423	-0.113	0.723	1.384
Scale	0.094	0.039	0.139	2.434	0.016	0.018	0.170	0.786	1.273
Fixed	-0.368	0.196	-0.104	-1.872	0.062	-0.754	0.019	0.822	1.216
R&D	5.522	1.043	0.292	5.296	0.000	3.470	7.574	0.839	1.192
Expense	-0.022	0.004	-0.262	-5.113	0.000	-0.030	-0.014	0.966	1.035

五、结论

本文在前人将传统的财务杠杆分为经营负债杠杆和金融杠杆的基础上,基于中小企业的成长性越来越受到关注情况,结合其他影响中小企业成长性的因素,从2007年12月31日之前在中小板上市的公司中选出100家,选取2008~2010三年的财务数据,运用多元回归检验以上两种财务杠杆对中小企业成长性影响的差异。研究结论认为,经营负债杠杆和金融杠杆对中小企业成长性的回归系数均为负,两种财务杠杆对中小企业成长性具有负面影响,并且效果很不显著,这与黄莲琴和屈耀辉(2010)以沪深两市A股为研究对象的结论不同。

中外生物资产计量模式选择及相关会计核算

田莹莹 胡安琴

(河北金融学院 河北保定 071051)

【摘要】 由于农业活动的特殊性,农业会计存在很多复杂的个性化问题,其中生物资产计量模式的选择问题一直是准则制定的核心问题之一。本文通过对国内外生物资产准则实施现状的分析,指出各国在生物资产计量模式的选择上存在的分歧,并结合案例具体分析了两种计量模式所产生的会计后果。

【关键词】 生物资产计量 历史成本 公允价值

2001年2月22日国际会计准则委员会(IASB)出台了《国际会计准则第41号——农业》(即IAS41),IAS41明确规定生物资产在初始确认和各个资产负债表日,均采用公允价值计量模式。但从国内外生物资产准则的实施现状来看,一些国家在计量模式上仍然坚持优先采用历史成本模式。到底哪种计量模式才能客观反映出生物资产的真实价值呢?这是我们需要进一步探讨的问题。

一、优先选择历史成本计量模式的国家

1. 美国。1985年4月美国注册会计师协会(AICPA)发布了《农业生产者和农业合作社会计》(简称AICPA立场声明),规定对于生长中的作物所发生的所有直接和间接成本应该予以归集,并按成本与市价孰低法报告生长中的作物。此外,还规定应根据动物的饲养目的分别核算:如果企业持有动物的目的是用于繁殖,应归集达到饲养目的前所有的直接和间接成本,并按累计饲养成本减去预计残值,在其预计生长周期内计提折旧;如果企业持有动物是用于出售,当达到销售目的

时,应按成本与市价孰低法来核算,并且规定农业生产者还可以比照行业实际,以售价减去预计的处理费用来报告用于出售的动物。总体而言,在计量模式的选择上,AICPA实质上是坚持了历史成本模式。为了更好地规范农业会计核算工作,1997年美国农业财务准则委员会(FASC)公布了《农业生产者财务指南》。该指南主要对畜禽和农作物等生物资产的确认和计量、收入的确认及相关信息披露等问题进行了详细说明,并指出可以采用历史成本模式和公允价值模式对生物资产进行计量,但仍以历史成本模式为主。

2. 加拿大。1986年加拿大特许会计师协会(CICA)在《农业生产者会计与财务报告》中对农产品和生长中动植物的计量、报告问题做出了规定,并赞同采用历史成本模式。1999年CICA联合加拿大农场管理委员会发布了《成功的农场管理会计》(简称CICA指导方针)系列的五个公告,规范了家禽、牛、产奶牲畜、谷物和含油种子的会计处理,并且在计量模式上优先选择历史成本模式。

同时,说明由于中小企业有别于主板上市公司的经营、融资等方面的特点,影响其成长性的因素是存在差异的。但相比较而言,经营负债杠杆对中小企业成长性的影响较大些,这与本文的第三个假设较为一致。

以主板上市公司为研究对象的结论并不完全适合我国中小企业,本文认为可能与以下原因有关:我国中小企业大多为小型民营企业,本身规模小,管理制度不健全,抗风险能力较差,金融机构对中小企业的贷款发放程序更为严格,再加上金融制度存在缺陷等客观原因,中小企业往往较难及时筹集到经营所需的债务,因而诸如银行贷款等金融负债在中小企业的生产经营中发挥的作用受到限制。而小型民营企业的另一个特点就是对其周围“关系”较为依赖,其与供应商、客户、政府等利益相关者的信任和来往的密切程度,决定了其再日常经营中很容易形成大量的经营负债,所以相对于金融负债,经营负债对其成长性能产生较大影响。因此,中小企业可以通过与供应商、税务部门等方面建立良好的沟通机制、提高行业信

誉等途径,以此来拓宽经营负债的范围,取得高质量的经营负债,并加强对应付账款、应付票据等经营负债的管理,尽可能延长应付账款的信用期、争取较高现金折扣等,在出现临时资金短缺时,在不影响与合作伙伴关系的前提下多利用经营负债。

主要参考文献

1. 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.会计研究,2010
2. 吴世农,李常青,余玮.我国上市公司成长性的判定分析和实证研究.南开经济评论,1999;4
3. 宋剑锋.净资产倍率、市盈率与公司的成长性——来自中国股市的经验证据.经济研究,2008;6
4. 谢军.企业成长性的因素分析:来自上市公司的证据.经济管理·新管理,2005;20
5. 刘曜,史爽.中小板上市公司成长性影响因素的验证分析.统计与决策,2011;1