

doi: 10.11835/j.issn.1008-5831.2018.05.008

欢迎按以下格式引用:李梦雅,严太华,郝晨.债务结构、产权性质与公司成长性[J].重庆大学学报(社会科学版),2018(5):80-94.

Citation Format: LI Mengya, YAN Taihua, HAO Chen. Debt structure, ownership and company growth [J]. Journal of Chongqing University (Social Science Edition), 2018(5): 80-94.

债务结构、产权性质与公司成长性

李梦雅,严太华,郝晨

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400044)

摘要:文章以2012—2015年中国A股上市公司为研究样本,从债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构三个维度探究了债务结构、产权性质对公司成长性的影响。研究表明:在全样本中,债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构与公司成长性呈现正相关关系,即适当提高债务融资总额、长期债务、银行借款和公司债券有助于促进公司的不断成长。进一步区分企业产权性质后发现,债务结构的三个维度对国有企业和民营企业成长性的影响存在显著差异。具体来说,债务水平结构和债务来源结构对国有企业成长性的影响不显著,而债务结构的三个维度对民营企业成长性的影响程度较大且非常显著。研究结果可为中国上市公司从不同角度调整优化债务结构进而促进企业的成长发展提供借鉴与参考。

关键词:债务结构;产权性质;公司成长性**中图分类号:**F275**文献标志码:**A**文章编号:**1008-5831(2018)05-0080-15

债务融资作为公司资本结构的重要组成部分,不仅能够为企业的发展筹集资金,也是企业进行公司治理的一项重要工具,进而对企业的发展产生重大影响。公司不同的债务融资决策形成了不同的债务结构,主要分为债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构三个维度,分别表现为负债水平的高低、长短期债务融资的占比情况、银行借款和公司债券与商业信用的不同偏好选择等。债务结构的变化不仅影响公司的经营绩效和治理效率,也对公司的成长潜力产生巨大的影响。

关于债务水平结构的相关研究,Harris^[1]、Rajan和Zingales^[2]、吕长江等^[3]主要从代理成本和信息不对称两个角度分析债务融资对公司治理的影响,并通过实证研究分析债务水平与企业绩效及成长性的关系。关于债务期限结构,Hart^[4]研究了不同期限的债务对公司治理和公司绩效的不同作

修回日期:2018-04-28**基金项目:**国家社会科学基金项目“能源结构优化、产业结构转型与资源型城市贫困抑制研究”(16BJY013)

作者简介:李梦雅(1991—),女,河南洛阳人,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,主要从事公司金融与企业治理研究,Email: limengyal109@163.com;严太华(1964—),男,重庆璧山人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士研究生导师,主要从事企业治理与资本市场研究;郝晨(1989—),男,河南郑州人,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,主要从事公司金融与公司战略管理研究。

用,Barclay^[5]、Highfield^[6]、黄文青^[7]、张志宏等^[8]分析了成长性不同的公司对借贷长短期债务的不同偏好以及债务期限结构与公司绩效、价值和成长性的关系。关于债务来源结构,Diamond等^[9]、肖坤等^[10]分析了银行借款、商业信用、企业债券对公司治理、资金使用效率和经营绩效的作用,Petersen和Rajan^[11]、张兆国等^[12]、王丹丹^[13]通过实证分析得出了债务来源结构与公司规模、绩效、投资效率之间的关系。

通过对前期学者关于债务结构研究的文献进行梳理,可以看出中国学者的研究成果主要集中在债务融资与企业治理和企业绩效的关系,债务结构对公司成长性影响的研究对象大多为中小企业,很少以沪深两市所有A股上市公司为样本主体系统研究债务结构的三个维度(债务水平、债务期限、债务来源)对企业成长性的影响。那么,不同的债务结构对公司成长性的影响是怎么样的?同时,对于产权性质不同的公司,债务结构对公司成长性的影响是否相同?鉴于此,本文选取了沪深两市A股上市公司2012—2015年的共9156个观测值作为研究样本,通过实证检验,探究以下两个问题:其一,从债务结构的三个维度出发,研究上市公司的债务结构对其成长性的影响方向和影响程度;其二,基于产权异质性的视角,分别研究国有企业和民营企业债务结构对其成长性的影响是否存在差异。通过本文的理论分析与实证检验,以期为中国上市公司如何从不同角度优化调整债务结构进而促进企业的成长发展提供借鉴与参考。

与以往的研究相比,本文的主要贡献有:(1)以沪深两市A股上市公司为研究对象,从债务结构的多个维度出发,分析了债务结构不同维度对企业成长性的影响。(2)考虑到中国企业产权性质的异质性,将样本分为国有企业和民营企业进行分组回归,发现债务水平结构和债务来源结构对国有企业成长性的影响不显著,而债务结构的三个维度对民营企业成长性的影响程度较大且非常显著。(3)探究了怎样的债务结构才能更好地促进企业的发展,以及对于不同产权性质的企业最优债务结构的差异性,为企业调整债务结构进而提高企业的成长性提供一定的经验支持和理论依据。

一、理论分析与研究假设

(一) 债务水平结构、产权性质与公司成长性

通常情况下,债务融资主要从降低代理成本、税盾效应、提高公司的经营效率三个角度来推动企业成长。具体表现为以下四个方面:第一,管理者一般更加关注企业的发展规模和发展速度,以此来获得更多的业绩奖励和社会声誉,导致企业的过度投资^[14]。负债由于需要归还本金并支付相应的利息,其引入可以降低管理者可自由支配的现金流,防止企业的无效扩张^[15]。第二,控股股东往往难以对经理们进行有效的监督与控制,债务的引入使债权人与企业签订契约来防范可能发生的道德风险和损害债权人利益的不端行为,加强对管理者的防范和约束,从而提高企业的决策效率^[16]。此外,当公司的规模和管理者的持股水平一定时,债务融资比例的增加就变相地提高了管理者的股权比例,使管理者和股东的利益更趋一致,从而减少了经理侵占股东利益的行为,有利于公司未来的发展^[17]。第三,当企业经营效益较好时通常会进行大量的债务融资,企业的负债水平随之提高,而债务具有抵税效应,企业可以通过利息抵税实现债务融资成本低于股权融资成本进而降低企业的资本成本,提高企业的价值。第四,随着债务融资规模的扩大,企业的破产风险也逐渐增大,一旦公司面临清算,经理将失去对公司的控制权、货币收益及较高的社会地位和声誉,从而激励经理们更加努力工作,减少资金滥用和个人机会主义行为的发生^[18],提高公司的经营管理效率。此

外,根据信息不对称理论,债务融资是公司向外部市场传递其良好发展的有效信号^[19]。吕长江等发现规模较大的公司充分利用财务杠杆,降低了权益的代理成本,资产负债率与企业绩效显著正相关。陈维云等^[20]指出负债能够有效降低股东和管理者之间的代理成本。不管是从规范企业治理、提高经营绩效还是降低企业的代理成本和资本成本的角度,从总体看,债务融资对企业的成长发展起着积极的促进作用。基于此,本文提出如下假设。

H1:债务水平结构与公司成长性正相关,即公司负债总额与资产总额之比越大,公司的成长性越好。

当然,在不同产权性质的公司中,债务融资对企业成长性的影响可能存在差异。究其原因可能有以下三点:首先,在民营企业中,股东为自然人个体,产权关系清晰明了,内部治理结构相对规范,能够根据市场化的原则进行企业融资的经营与决策,债务结构更加灵活可调。而国有企业的股东则为政府,内部治理相对混乱,企业发展决策带有更多的行政目的,不能完全按照企业价值最大化的目标进行融资的管理与运营,债务治理作用发挥有限^[21]。其次,国有企业的管理者一般由政府选派,企业经营者和所有者是分离的,经营者对企业的剩余利润没有索取权,在进行融资决策时可能更多关注企业的短期发展而忽视长远利益^[22],为了免于债权人的监督和还本付息的现金流压力,往往不愿进行债务融资。而民营企业的经营者和所有者通常情况下是同一主体,经营者拥有企业剩余利润的索取权,为了企业的长远发展,经营者不断调整债务融资决策,寻求企业最优的债务水平,充分发挥债务融资对企业成长发展的正向作用。最后,由于产权机制的不同,国有企业通常具有多层次的委托代理关系^[23],股东与管理者之间代理成本较高,经营效率低下。而民营企业层级结构相对扁平化,债务融资能有效缓解股东与管理者之间的代理问题,提高决策的有效性,推动企业的不断成长。基于此,本文提出如下假设。

H2:债务水平结构对民营上市公司成长性的影响大于国有上市公司。

(二) 债务期限结构、产权性质与公司成长性

上述关于债务水平结构与公司成长性的分析隐含了负债是同质的假定。在实际中,公司的债务在期限长短和来源方面存在较大的区别,不同种类债务的组合对公司成长性的影响也不尽相同。本文以长期债务与短期债务之比来度量公司的债务期限结构。

无论是长期负债还是短期负债,都对规范公司治理、提升经营业绩进而推动企业的成长产生重要影响,但其发挥作用的机制和效果有所不同,主要表现在:第一,短期债务使企业面临较大的流动性压力,通过破产威胁加强对管理者的监督与约束,抑制企业的过度投资和资产替代行为^[4]。但事实上,由于债务期限较短,债权人进行监督成本过高而收益有限,且存在“搭便车”的行为,债权人缺乏进行监督的动力与条件,因此短期债务的治理作用和约束能力发挥有限^[7]。第二,长期债务期限较长且金额较大,债权人面临巨大的风险,往往与企业签订长期契约,有充足的动机和能力去监督和约束企业的资金滥用和无效扩张行为^[15],提高企业的投资效率。第三,长短期债务在税收优惠方面存在着不同的效应,最优负债期限结构理论指出,企业可以通过延长债务融资的期限以保证债务在持续经营期间的抵税效应^[24],因此长期债务为企业带来的节税效应优于短期债务,降低了企业的资本成本,提高了企业的价值。第四,企业利用短期债务融通资金具有一定的波动性,一旦债务到期企业需要根据自身的经营发展状况在金融市场上进行再融资,如果不能顺利重新借入资金或将短期债务展期,企业的日常经营将发生中断,甚至有可能被实施破产清算^[25]。而长期债务可以为企

业的发展提供持续稳定的资金来源,支持企业进行固定资产和创新型项目的大规模投资^[26],有利于企业的长远发展。Highfield^[6]也发现成长性越高的公司更倾向于使用长期债务融资,长期负债在债务总额中所占比例较大,公司的债务期限结构更长。不管是从监督约束企业的投资扭曲行为、税收抵扣效应还是提供资金稳定性的角度,整体看,长期债务对公司的成长发展有一定的相对优势。基于此,本文提出如下假设。

H3:债务期限结构与公司成长性正相关,即公司长期债务与短期债务之比越大,公司的成长性越好。

事实上,债务的期限结构对不同产权性质的公司成长性的影响可能并不完全一样。首先,在中国缺乏健全的债权人保障机制和完善的破产机制^[27]。当债权人的利益受到损害时,公司的控制权不能及时转移给债权人,其合法权益不能得到有效保障。这种现象在国有企业中更加突出,由于国有企业与政府的天然联系,当企业的经营发展面临危机时,政府凭借特有的优势向企业提供政策倾斜与资金支持,破产清算也通常由政府机构主导,债权人的约束作用难以有效发挥,资产不能得到有效保护^[28]。其次,在中国特殊的制度背景下,国有企业不仅追求经济利益,也肩负了更多的政治目标^[22],享受着国家特殊的税收优惠政策。与民营企业相比,国有企业中长期债务的节税作用相对较小,抵税效应不明显。最后,公司的长期债务主要由企业债券和银行借款组成,但考虑到中国的实际情况,企业债券市场由于多头监管、审批程序复杂、发行主体限制严格等原因发展严重滞后^[10],少数公司通过发行债券为企业融资,大多数公司的长期债务由银行借款构成。由于国有企业与国有商业银行具有同质性,都被政府所控制,长期债务在国有企业中的监督约束作用发挥有限,资金利用率低下,投资效益相对较差^[12]。而民营企业能够充分利用长期债务的相机治理作用、抵税效应并利用稳定资金进行合理投资,促进企业不断成长与壮大。基于此,本文提出如下假设。

H4:债务期限结构对民营上市公司成长性的影响大于国有上市公司。

(三) 债务来源结构、产权性质与公司成长性

按照债务来源的不同,公司债务可分为银行借款、商业信用、企业债券及租赁等类型。在中国,由于融资租赁的使用范围有限,因此本文主要考虑银行借款、公司债券和商业信用对公司成长性的影响,并以银行借款和公司债券与商业信用之比来度量公司的债务来源结构。

银行借款、公司债券和商业信用都是公司融通资金的重要手段,有效缓解了公司内部资金不足对企业发展的制约,促进了企业的成长,但三者的规模大小、适用范围及影响机制和效果有所不同。具体来说:第一,银行借款和公司债券规模较大、期限较长,为企业提供充足资金满足其进行日常经营和长期投资的需要。银行和外部投资者作为主要债权人向企业收取贷款利息,其资产能够通过相关程序和法律手段得到有效保护^[29]。商业信用规模相对较小,期限较短,商品赊购为企业节约了部分资金但使用范围相对有限,发生在与企业有业务往来的特定对象中,有一定的免息期,债权人数量众多且相对分散,其利益一旦受损,往往无法补救^[26]。第二,银行与一般企业相比,作为专业的贷款机构,有严格的审贷流程、完善的风控体系、高端的金融人才,通过企业在银行开立的相关账户,了解公司的资金和经营状况,发挥其特有的信息优势,能够对企业进行较强的监督与约束,积极参与公司治理,提高企业的经营管理效率,推动企业的不断成长^[14]。而商业信用的债权人在参与企业的治理方面大多处于被动地位,由于自身能力和条件有限,不能对企业资金使用的有效性和合理性进行及时监督,对企业的约束作用较小^[7]。第三,作为最大的发展中国家,中国有许多中小型的

上市公司,这些公司内部的异质化信息很难被正确传递给外界市场,信息不对称程度较高,上下游业务往来企业较少且规模有限,很难利用商业信用为企业融入充足的资金,加之中小企业很少具有发行公司债券的资格,而银行借款则能为这些企业的发展提供有效的资金支持^[11]。此外,银行在企业信用违约时通常采取免息或延期归还的处理方式,避免了企业进行破产清算,有利于企业的成长与发展^[30]。王丹丹发现商业信用抑制上市公司的投资支出,而银行借款对上市公司的投资支出具有显著的促进作用,同时缓解了公司的投资不足问题,在债务来源结构中银行借款占比与企业投资效率呈现正相关关系。此外,对大型企业来说,通常会在需要资金支持时发行公司债券,利用多种融资渠道为企业的发展提供所需资金。不管是从提供资金规模、灵活性、可行性、参与企业治理还是违约处理方式的角,总体看,银行借款和公司债券对企业成长发展的正向作用更加明显。基于此,本文提出如下假设。

H5:债务来源结构与公司成长性正相关,即银行借款和公司债券与商业信用之比越大,公司的成长性越好。

关于企业的债务来源结构,由于产权性质的不同,其对国有和民营上市公司成长性的影响可能存在差异。在对中国企业的贷款中,国有商业银行由于其在银行业中的主导地位占据了较大份额。同时,国有企业和国有商业银行的控股股东都是政府,产权具有高度的同质性,使得国有商业银行对国有企业的贷款缺乏合理有效的评判标准和公平竞争的市场化原则,政府通过行政性指令向企业提供资金支持,银行缺乏自主的决定权^[31]。这种模糊的债权债务关系缺乏真实法律效力,银行借款的相机治理作用在国有企业中发挥十分有限,一旦债务违约银行则将借款不断展期或者修改合同条款^[10]。在债券市场中,如果国有企业的债券不能按期偿还,往往最后采取债转股或者由资产管理公司收购坏账等处理方式,破产约束性较小。因此在国有企业中,银行借款和公司债券具有软约束,银行和外部投资者不能对股东和经营者进行有效监督和控制,进而发挥参与企业治理、提高企业价值和成长性的作用。而民营企业中银行借款和公司债券增加了企业的可用资金,提高了企业的投资效率,发挥了积极的规范公司内部治理作用,有效提高了公司的经营管理效率和未来的成长性。基于此,本文提出如下假设。

H6:债务来源结构对民营上市公司成长性的影响大于国有上市公司。

二、数据选取与研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2012—2015年中国沪深两市A股上市公司为初始样本,并按照以下标准进行筛选和处理:(1)剔除金融保险类上市公司;(2)剔除ST和ST*类公司;(3)剔除资产负债率大于1和数据缺失的样本;(4)为了消除异常值的影响,对文中使用的连续变量进行了1%水平的Winsorise缩尾处理。最终获得9156个样本观测值,其中包括国有控股上市公司3601个观测值和民营上市公司5555个观测值。本文使用的公司财务数据均来自于国泰安(CSMAR)数据库和锐思(RESSET)数据库,运用STATA12.0进行数据处理和实证检验。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:公司成长性

企业的成长性不仅体现为营业收入的持续增长,也表现为盈利能力的不断增强。参考前期学

者的研究,本文以应用最广泛的主营业务收入增长率^[32-33]作为企业成长性(*Growth*)的度量指标。同时,为了保证实证结果的准确性,选用净利润增长率^[34]进行稳健性检验。

2. 解释变量:债务结构

本文分别用资产负债率、长期债务与短期债务之比、银行借款和公司债券与商业信用之比作为企业债务水平结构(*DAR*)、债务期限结构(*LS*)、债务来源结构(*BC*)的衡量指标^[10,25,29]。

3. 控制变量

为了控制或调节债务结构以外的因素对企业成长性的影响,本文选取企业规模(*SIZE*)、上市年数(*AGE*)、托宾 *Q* 值(*TBQ*)、股权集中度(*OCD*)、资本密集度(*CAP*)、高管持股比例(*HOLD*)作为控制变量^[26,32,34]。同时引入年份虚拟变量(*YEAR*)和行业虚拟变量(*IND*)以控制年份和行业对回归结果的影响。各个变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量界定
被解释变量	成长性	<i>Growth</i>	主营业务收入增长率
解释变量	债务水平结构	<i>DAR</i>	负债总额/资产总额
	债务期限结构	<i>LS</i>	长期债务/短期债务
	债务来源结构	<i>BC</i>	(银行借款+公司债券)/商业信用
控制变量	企业规模	<i>SIZE</i>	企业总资产的自然对数
	上市年数	<i>AGE</i>	截至 2012—2015 年企业的上市年限
	托宾 <i>Q</i> 值	<i>TBQ</i>	(股票市值+净债务)/净资产
	股权集中度	<i>OCD</i>	公司前 10 位大股东持股比例的平方和
	资本密集度	<i>CAP</i>	(固定资产总额/企业员工人数)的自然对数
	高管持股比例	<i>HOLD</i>	高管持股数量/总股本
	年份	<i>YEAR</i>	年度虚拟变量,以 2012 年为基准
	行业	<i>IND</i>	行业虚拟变量,根据 2012 年证监会行业分类,以 A 类为基准

(三) 模型设定

通过理论分析,本文设计了模型(1)、(2)、(3)、(4)来检验债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构对公司成长性的影响,以检验假设 H1、H3、H5。此外,使用分组回归的方法将全样本划分为国有企业和民营企业两个子样本,研究不同产权性质公司的债务结构对其成长性的影响,以检验假设 H2、H4、H6。

$$Growth = \partial_0 + \partial_1 DAR + \partial_2 SIZE + \partial_3 AGE + \partial_4 TBQ + \partial_5 OCD + \partial_6 CAPI + \partial_7 HOLD + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad (1)$$

$$Growth = \partial_0 + \partial_1 LS + \partial_2 SIZE + \partial_3 AGE + \partial_4 TBQ + \partial_5 OCD + \partial_6 CAPI + \partial_7 HOLD + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad (2)$$

$$Growth = \partial_0 + \partial_1 BC + \partial_2 SIZE + \partial_3 AGE + \partial_4 TBQ + \partial_5 OCD + \partial_6 CAPI + \partial_7 HOLD + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad (3)$$

$$Growth = \partial_0 + \partial_1 DAR + \partial_2 LS + \partial_3 BC + \partial_4 SIZE + \partial_5 AGE + \partial_6 TBQ + \partial_7 OCD + \partial_8 CAPI + \partial_9 HOLD + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad (4)$$

三、实证结果与分析

(一) 描述性统计结果与分析

表2是本文主要变量的描述性统计结果。由表2可以看出,上市公司的成长性 *Growth* 均值为0.20,最大值为3.03,最小值为-0.27,标准差为0.42,这说明上市公司的成长性存在一定的差异。此外,国有企业成长性的均值为0.15,民营企业成长性的均值为0.23,可知中国民营企业相对于国有企业具有更强的成长性和发展潜力。表2的第2、3、4行分别是公司债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构的相关描述,其均值依次为0.44、0.21、1.95,可知中国公司负债水平整体偏低,长期债务比例偏低,债务期限结构不合理,债务来源结构相对单一。此外,国有企业 *DAR*、*LS*、*BC* 的均值依次为0.52、0.29、2.41,而民营企业依次为0.38、0.16、1.66,表明不同产权性质公司的债务结构存在着一定的差异,这也在一定程度上说明债务结构可能对公司的成长性产生影响且对于不同产权性质的公司这种影响可能存在差异。

表2 变量的描述性统计结果

变量	全样本						国有企业		民营企业	
	<i>N</i>	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	均值	标准差
<i>Growth</i>	9 156	0.20	0.10	0.42	-0.27	3.03	0.15	0.36	0.23	0.45
<i>DAR</i>	9 156	0.44	0.43	0.22	0.05	0.92	0.52	0.20	0.38	0.21
<i>LS</i>	9 156	0.21	0.05	0.31	0.00	1.30	0.29	0.36	0.16	0.26
<i>BC</i>	9 156	1.95	0.91	4.12	0.00	35.10	2.41	4.36	1.66	3.32
<i>SIZE</i>	9 156	22.03	21.86	1.27	19.49	25.89	22.59	1.34	21.67	1.07
<i>AGE</i>	9 156	9.92	9.00	6.49	0.00	22.00	13.46	5.35	7.62	6.12
<i>TBQ</i>	9 156	0.44	0.50	0.84	-1.63	2.48	0.09	0.84	0.66	0.76
<i>OCD</i>	9 156	0.17	0.14	0.12	0.01	0.57	0.20	0.13	0.15	0.11
<i>CAP1</i>	9 156	12.51	12.48	1.10	9.45	15.55	12.76	1.18	12.35	1.02
<i>HOLD</i>	9 156	0.06	0.00	0.14	0.00	0.80	0.00	0.01	0.10	0.16

表3根据产权性质的不同,将全样本划分为国有企业和民营企业两个子样本组,进行企业成长性、债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构变量的组间差异检验。表3的上半部分是均值差异检验结果,由第(6)列可知,民营企业的成长性高出国有企业0.079,而国有企业的债务水平、债务期限、债务来源分别高出民营企业0.138、0.133、0.750,且均在1%的显著性水平上显著。表3的下半部显示了四个变量中值差异检验结果,由第(6)列卡方值可知,四个变量在国有企业和民营企业中均存在显著的差异,且在1%的水平上显著。与国有企业相比,民营企业具有更大的成长发展潜力,而国有企业债务结构的三个维度指标均高于民营企业,这也在一定程度上说明了债务结构对不同产权性质公司成长性的影响可能存在差异。因此,本文有必要根据产权性质不同进行分组检验,以

探究债务结构对企业成长性的影响。

表 3 组间变量差异检验

组间均值检验					
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	民营企业(N)	均值	国有企业(N)	均值	组间差异
<i>Growth</i>	5 555	0.229	3 601	0.150	0.078***
<i>DAR</i>	5 555	0.384	3 601	0.522	-0.138***
<i>LS</i>	5 555	0.157	3 601	0.290	-0.133***
<i>BC</i>	5 555	1.662	3 601	2.412	-0.750***
组间中值检验					
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	民营企业(N)	中值	国有企业(N)	中值	卡方值
<i>Growth</i>	5 555	0.112	3 601	0.081	58.991***
<i>DAR</i>	5 555	0.363	3 601	0.531	664.619***
<i>LS</i>	5 555	0.015	3 601	0.132	384.891***
<i>BC</i>	5 555	0.723	3 601	1.211	76.573***

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著,下同

(二) 相关性统计结果与分析

表 4 报告了各个变量之间的 Pearson 相关性分析结果。从表 4 可以看出,各个变量之间的相关系数不大,相关程度较低,各个变量间不存在严重的多重共线性问题。同时,债务水平结构 *DAR*、债务期限结构 *LS*、债务来源结构 *BC* 与公司成长性 *Growth* 的相关系数为 0.003、0.040、0.014,说明债务结构的三个维度对公司成长性产生正向影响,随着企业负债水平的提高,长期债务、银行借款和公司债券的增加,企业的成长性更好,这与前文提出的假设一致。此外,企业规模、托宾 *Q* 值、高管持股比例与企业成长性呈正相关关系,而上市年数、股权集中度和资本密集度与企业成长性呈现负相关关系。

表 4 Pearson 相关性分析结果

	<i>Growth</i>	<i>DAR</i>	<i>LS</i>	<i>BC</i>	<i>SIZE</i>	<i>AGE</i>	<i>TBQ</i>	<i>OCD</i>	<i>CAPI</i>	<i>HOLD</i>
<i>Growth</i>	1.000									
<i>DAR</i>	0.003**	1.000								
<i>LS</i>	0.040***	0.295***	1.000							
<i>BC</i>	0.014*	0.210***	0.463***	1.000						
<i>SIZE</i>	0.074***	0.491***	0.396***	0.152***	1.000					
<i>AGE</i>	-0.037***	0.413***	0.190***	0.126***	0.288***	1.000				
<i>TBQ</i>	0.078***	-0.571***	-0.341***	-0.182***	-0.445***	-0.212***	1.000			
<i>OCD</i>	-0.002	0.044***	0.104***	-0.014	0.295***	-0.076***	-0.171***	1.000		
<i>CAPI</i>	-0.075***	0.141***	0.374***	0.368***	0.295***	0.111***	-0.274***	0.094***	1.000	
<i>HOLD</i>	0.131*	-0.231**	0.124***	-0.211**	0.117***	-0.057**	0.189***	-0.154*	0.099	1.000

(三) 回归检验结果与分析

1. 债务结构对公司成长性的影响

表 5 中模型一、模型二、模型三分别显示了债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构与公司成长性的关系,模型四则从整体上研究了债务结构与公司成长性的关系。模型一与模型四的结果显示,债务水平结构与公司成长性呈现正相关关系且均在 1% 的水平上显著,即公司负债总额与资

产总额之比越大,公司的成长性越好。这与代理成本理论、负债激励理论、控制权转移理论、信号理论等相符,也与陈维云等^[20]、张玉明等^[25]、汪辉^[35]的研究结果一致,说明公司引入负债可以传递公司内部的有利信息并且降低代理成本,提高经营绩效进而推动企业成长,即假设 H1 得到了验证。

表5 债务结构与公司成长性的回归结果

变量	<i>Growth</i>			
	模型一	模型二	模型三	模型四
	全样本	全样本	全样本	全样本
<i>DAR</i>	0.101 *** (3.29)			0.078 *** (2.51)
<i>LS</i>		0.106 *** (5.06)		0.087 *** (4.11)
<i>BC</i>			0.007 *** (4.03)	0.004 ** (2.02)
<i>SIZE</i>	0.081 *** (14.83)	0.078 *** (14.72)	0.082 *** (14.77)	0.077 *** (13.57)
<i>AGE</i>	-0.005 *** (-5.49)	-0.004 *** (-4.83)	-0.004 *** (-4.86)	-0.005 *** (-5.39)
<i>TBQ</i>	0.108 *** (10.74)	0.102 *** (10.94)	0.105 *** (10.91)	0.114 *** (11.35)
<i>OCD</i>	-0.152 *** (-3.71)	-0.147 *** (-3.62)	-0.148 *** (-3.39)	-0.136 *** (-3.06)
<i>CAP1</i>	-0.028 *** (-4.93)	-0.036 *** (-6.07)	-0.033 *** (-5.45)	-0.036 *** (-5.74)
<i>HOLD</i>	0.103 *** (8.69)	0.106 *** (9.09)	0.101 *** (8.21)	0.109 *** (9.36)
常数	-1.231 *** (-9.90)	-1.111 *** (-8.34)	-1.232 *** (-9.00)	-1.138 *** (-8.89)
年度	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9 156	9 156	9 156	9 156
<i>R</i> ²	0.052	0.056	0.053	0.058
<i>F</i> 值	15.384	16.385	15.814	15.661

模型二和模型四的结果显示,债务期限结构与公司成长性均在 1% 的显著性水平下存在正相关关系,即公司长期债务与短期债务之比越大,公司的成长性越好,这与毛洪安等^[36]、段伟宇等^[26]的研究结果一致。说明长期债务在发挥负债的公司治理作用、约束股东和经营者行为、提供稳定的资金来源等方面具有一定的优势,促进了企业的不断成长,即假设 H3 得到了验证。

模型三和模型四的结果显示,债务来源结构与公司成长性呈现正相关关系且分别在 1%、5% 的水平上显著,即银行借款和公司债券与商业信用之比越大,公司的成长性越好,这与王丹丹^[13]、童盼等^[14]的研究结果一致。说明相对于商业信用,银行借款和公司债券能够对企业形成更加有效的约束监督和大量可以灵活使用的资金,从而提高企业的投资效率、企业价值和成长性,即假设 H5 得到了验证。

模型四系统地显示了债务结构三个维度对公司成长性的影响。债务水平结构、债务期限结构、

债务来源结构的回归系数分别为 0.078、0.087、0.004,显然可以看出,0.087>0.078>0.004。这就表明,整体看,债务期限结构对企业成长性的影响最大,其次是债务水平结构,而债务来源结构对企业成长性的影响较小。同时,这也说明了债务结构不同维度对企业成长性影响的程度存在差异。

2. 债务结构对公司成长性的影响:基于产权异质性

表 6 显示了债务结构与产权性质对公司成长性的影响,模型一、模型二、模型三分别显示了债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构与公司成长性的关系,模型四则从整体上研究了债务结构与公司成长性的关系。其中第(1)、(3)、(5)、(7)列显示了国有企业债务结构对其成长性的影响,第(2)、(4)、(6)、(8)列显示了民营企业债务结构对其成长性的影响。

表 6 债务结构、产权性质与公司成长性的回归结果

变量	Growth							
	模型一		模型二		模型三		模型四	
	国企 (1)	民营 (2)	国企 (3)	民营 (4)	国企 (5)	民营 (6)	国企 (7)	民营 (8)
DAR	0.003 (0.15)	0.124*** (2.67)					0.003 (0.15)	0.092** (1.95)
LS			0.050** (2.01)	0.141*** (4.26)			0.048** (1.92)	0.120*** (3.61)
BC					0.003 (0.79)	0.007*** (3.21)	0.002 (0.23)	0.005* (1.76)
SIZE	0.041*** (6.13)	0.120*** (13.36)	0.038*** (5.44)	0.115*** (13.16)	0.040*** (6.00)	0.123*** (13.94)	0.038*** (5.45)	0.112*** (12.31)
AGE	-0.002 (-0.96)	-0.004** (-2.40)	-0.001 (-0.84)	-0.003* (-1.94)	-0.001 (-0.92)	-0.003* (-1.92)	-0.001 (-0.79)	-0.004** (-2.51)
TBQ	0.027** (2.38)	0.143*** (9.76)	0.031*** (2.91)	0.134*** (9.56)	0.028*** (2.71)	0.130*** (9.14)	0.029*** (2.64)	0.139*** (9.40)
OCD	-0.010 (-0.18)	-0.084 (-1.41)	-0.007 (-0.13)	-0.081 (-1.39)	-0.013 (-0.22)	-0.088 (-1.57)	-0.006 (-0.09)	-0.072 (-1.19)
CAP1	-0.028*** (-3.70)	-0.030*** (-3.73)	-0.032*** (-4.35)	-0.034*** (-4.01)	-0.027*** (-3.39)	-0.032*** (-3.71)	-0.030*** (-3.91)	-0.035*** (-4.07)
HOLD	0.096 (0.24)	0.106*** (9.21)	0.101 (0.31)	0.107*** (9.48)	0.099 (0.27)	0.103*** (9.14)	0.101 (0.32)	0.116*** (9.79)
常数	-0.402** (-2.59)	-2.113*** (-9.92)	-0.323* (-1.89)	-1.913*** (-8.91)	-0.381** (-2.28)	-2.130*** (-9.99)	-0.308* (-1.76)	-1.918*** (-8.94)
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3 601	5 555	3 601	5 555	3 601	5 555	3 601	5 555
R ²	0.026	0.080	0.028	0.084	0.027	0.083	0.029	0.086
F 值	5.617	13.692	6.103	13.244	5.661	13.578	5.816	12.927

模型一的第(1)列和模型四的第(7)列的结果显示,国有企业债务水平结构与公司成长性呈现正相关关系但统计上并不显著,表明在国有企业中债务的水平结构与公司成长性没有显著的相关性。而第(2)列和第(8)列的结果显示,民营企业债务水平结构与公司成长性呈现正相关关系且分别在 1%、5%的水平上显著,表明当公司的产权性质为民营企业时,公司负债总额与资产总额之比

越大,公司的成长性越好。对比以上研究结果可知,当公司产权性质不同时,债务水平结构对企业成长性的影响存在差异,且对民营上市公司的影响大于国有上市公司,即假设 H2 得到了验证。

模型二的第(3)列和模型四的第(7)列与模型二的第(4)列和模型四的第(8)列的结果显示,国有企业和民营企业的债务期限结构与公司成长性均呈现正相关关系,且分别在 5%、5%、1%、1%的水平上显著。对比第(3)、(4)列和第(7)、(8)列可知,民营企业债务期限结构的回归系数均大于国有企业(0.141>0.050,0.120>0.048)且民营企业对应的显著性水平也高于国有企业。这就表明,与国有上市公司相比,债务期限结构对企业成长性的正向作用在民营上市公司中更加显著且影响程度更大,即假设 H4 得到了验证。

模型三的第(5)列和模型四的第(7)列的结果显示,国有企业债务来源结构与公司成长性呈现正相关关系但统计上并不显著,表明在国有企业中债务的来源结构与公司成长性没有显著的相关性。而第(6)列和第(8)列的结果显示,民营企业债务来源结构与公司成长性呈现正相关关系且分别在 1%、10%的水平上显著,表明当公司的产权性质为民营企业时,银行借款和公司债券与商业信用之比越大,公司的成长性越好。由此可知,当公司产权性质不同时,债务来源结构对企业成长性的影响存在差异,且对民营上市公司的影响更大,即假设 H6 得到了验证。

此外,模型四系统地显示了国有企业、民营企业债务结构三个维度对公司成长性的影响。与前文全样本的结果一致,无论是国有企业还是民营企业,债务期限结构、债务水平结构、债务来源结构的回归系数依次减小,但国有企业债务水平结构和债务来源结构没有通过显著性检验,而民营企业债务期限结构、债务水平结构、债务来源结构显著性水平依次递减,表明债务结构不同维度对企业成长性影响的程度和显著性存在差异。

(四) 稳健性检验

1. 内生性问题

债务结构与公司成长性之间可能存在互为因果的内生性问题,由于公司债务结构具有一定的连贯性和持续性,而且前期债务结构不受公司当期成长性的影响,因此我们选择债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构的滞后 2 期值作为工具变量,运用二阶段最小二乘法(2SLS)进行估计以期解决这一内生性问题。如表 7 和表 8 所示,二阶段的回归结果显示与前文保持一致,说明本文的结论具有稳健性。限于篇幅,此处只列出主要解释变量的回归结果。

表 7 稳健性检验 1:工具变量的回归结果

变量	Growth			
	模型一 全样本	模型二 全样本	模型三 全样本	模型四 全样本
DAR	0.293*** (4.09)			0.215*** (3.84)
LS		0.169*** (3.93)		0.126*** (3.71)
BC			0.003*** (4.08)	0.002*** (3.65)
N	4 578	4 578	4 578	4 578
R ²	0.054	0.046	0.069	0.074
Wald chi2	224.43	238.74	224.36	236.94

表 8 稳健性检验 1:工具变量的回归结果——基于产权异质性

变量	Growth							
	模型一		模型二		模型三		模型四	
	国企 (1)	民营 (2)	国企 (3)	民营 (4)	国企 (5)	民营 (6)	国企 (7)	民营 (8)
DAR	0.020 (0.21)	0.425*** (3.87)					0.020 (0.19)	0.349*** (3.61)
LS			0.114** (2.78)	0.281*** (3.39)			0.109*** (2.60)	0.226*** (3.17)
BC					0.002 (0.53)	0.005*** (3.70)	0.002 (0.57)	0.004*** (3.55)
N	1 781	2 797	1 781	2 797	1 781	2 797	1 781	2 797
R ²	0.014	0.070	0.026	0.057	0.019	0.092	0.032	0.102
Wald chi2	33.86	196.21	35.17	199.30	35.14	199.38	40.02	197.46

2. 公司成长性的其他度量

净利润增长率反映公司盈利能力和成长潜力,通常作为衡量公司成长性的另一个指标。因此,本文借鉴梁帆^[34]的做法,选取净利润增长率(*Growth_*)来度量公司的未来成长潜力并进行稳健性检验。如表 9 和表 10 所示,回归结果显示与前文保持一致,说明本文的结论具有稳健性。限于篇幅,此处只列出主要解释变量的回归结果。

表 9 稳健性检验 2:使用净利润增长率度量公司成长性

变量	Growth_			
	模型一	模型二	模型三	模型四
	全样本	全样本	全样本	全样本
DAR	0.053*** (2.57)			0.030*** (2.54)
LS		0.093*** (7.21)		0.079*** (5.73)
BC			0.006*** (5.89)	0.004*** (5.48)
N	9 156	9 156	9 156	9 156
R ²	0.104	0.109	0.108	0.114
F 值	33.83	34.16	34.51	32.33

表 10 稳健性检验 2:使用净利润增长率度量公司成长性——基于产权异质性

变量	Growth_							
	模型一		模型二		模型三		模型四	
	国企 (1)	民营 (2)	国企 (3)	民营 (4)	国企 (5)	民营 (6)	国企 (7)	民营 (8)
DAR	0.032 (1.41)	0.091*** (2.80)					0.026 (0.64)	0.061* (1.91)
LS			0.046*** (3.46)	0.123*** (5.88)			0.038*** (2.60)	0.105*** (4.83)
BC					0.002 (1.39)	0.007*** (4.24)	0.002 (1.36)	0.004** (2.18)
N	3 601	5 555	3 601	5 555	3 601	5 555	3 601	5 555
R ²	0.074	0.115	0.076	0.119	0.074	0.116	0.080	0.122
F 值	11.13	24.35	11.48	23.67	11.16	23.60	10.99	23.04

四、研究结论与建议

(一) 研究结论

本文探究了债务结构不同维度对公司成长性的影响,并分析了不同产权性质企业债务结构对其成长性影响的差异性。通过以上的理论分析与实证检验,得到以下主要结论:(1)在全样本中,债务水平结构、债务期限结构、债务来源结构与公司成长性呈现正相关关系,即公司负债总额与资产总额之比越大、长期债务与短期债务之比越大、银行借款和公司债券与商业信用之比越大,公司的成长性越好;(2)探究不同产权性质下债务结构对企业成长性的影响,发现债务结构的三个维度对企业成长性的影响存在显著差异。具体来说,债务水平结构和债务来源结构对国有企业成长性的影响不显著,而债务结构的三个维度对民营企业成长性的影响程度较大且非常显著。此外,整体看,债务期限结构对企业成长性的影响最大,其次是债务水平结构,而债务来源结构对企业成长性的影响较小,这也表明债务结构不同维度对企业成长性影响的程度存在差异。

(二) 政策建议

债务融资作为公司资本结构的重要组成部分,不仅能够为企业的发展筹集资金,也是企业进行公司治理的一项重要工具,其结构是否合理对企业的成长产生重大影响。因此,本文提出以下政策建议。

1. 公司层面

上市公司可以通过调整优化自身的债务结构以推动企业的不断成长。对民营企业而言,应该适当增加债务融资在公司融资总额中的比例,充分发挥负债规范公司治理、降低代理成本、提高经营管理效率的积极作用;增加长期债务在负债总额中的比例,延长债务的期限结构,合理利用长期债务对公司成长的促进作用;在运用银行借款、公司债券、商业信用进行融通资金时,要全面考虑银行借款和公司债券的“硬”约束效应和商业信用的“软”约束效应,权衡利弊,发挥各自对企业成长的积极作用。对国有企业而言,进行债务融资时应该适当增加长期债务占比,降低短期债务占比,充分发挥长期债务对公司的治理和约束作用,推动企业不断成长。

2. 政府层面

除了公司自身优化调整债务结构外,政府也应在企业改革、完善法律法规、构建金融市场体系方面作出努力。具体措施有:第一,深化国有企业和国有银行的改革,降低产权的同质化程度,增强银行经营管理的独立性,完善国有企业内部治理机制,建立有效的经营者激励体系,减少冗余的多层代理关系以缓解代理冲突并降低代理成本。第二,完善《破产法》《证券法》《贷款通则》《商业银行法》等法律法规,一方面保护债权人的利益,使债权人对股东和经营者形成有效的约束,另一方面使银行参与企业治理合法化,发挥银行在规范公司治理、提高经营绩效方面的作用。第三,加快发展中国的公司债券市场,明确公司债券市场的监管主体,适当放宽对发行主体的限制,建立公正透明的信用评价体系,促进企业债务结构多元化、合理化,提高债券融资在促进企业成长中的积极作用。

参考文献:

[1] HARRIS M, RAVI A. Capital structure and the informational role of debt[J]. The Journal of Finance, 1990, 45 (2): 321-349.

- [2] RAJAN R, ZINGALES L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data[J]. The Journal of Finance, 1995, 50(5): 1421-1460.
- [3] 吕长江, 王克敏. 上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究[J]. 会计研究, 2002(3): 39-48.
- [4] HART O. Firm, contract, and financial structure[M]. Oxford: Oxford University Press, 1995: 10-18.
- [5] BARCLAY M, SMITH CW J R. The priority structure of corporate liabilities[J]. The Journal of Finance, 1995, 50(3): 899-916.
- [6] HIGHFIELD M J. On the maturity of incremental corporate debt issues[J]. Quarterly Journal of Finance & Accounting, 2011, 47(2): 45-67.
- [7] 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.
- [8] 张志宏, 熊年春. 我国上市公司负债融资期限结构的实证研究[J]. 中南财经政法大学学报, 2007, (2): 96-100.
- [9] DIAMOND D W, DYBIVIG P H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity[J]. Journal of Political Economy, 1983, 91(3): 401-419.
- [10] 肖坤, 秦彬. 我国上市公司债务结构对财务治理效率的影响[J]. 经济管理, 2011(2): 109-115.
- [11] PETERSEN M A, RAJAN R G. Trade credit: Theory and evidence[J]. Review of Financial Studies, 1997, 10(3): 661-691.
- [12] 张兆国, 何威风, 梁志钢. 资本结构与公司绩效——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2007, 11(12): 141-151.
- [13] 王丹丹. 债务结构对上市公司投资行为的影响研究[D]. 成都: 西南财经大学, 2012.
- [14] 童盼, 陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5): 75-84, 126.
- [15] 陈晓红, 王小丁, 曾江洪. 中小企业债权治理评价与成长性研究——来自中国中小上市公司的经验证据[J]. 中国管理科学, 2008, 16(1): 163-171.
- [16] STULZ R. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics 1990, 26(1): 3-27.
- [17] JENSEN M, MECKLING W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [18] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [19] ROSS S A. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach[J]. Bell Journal of Economics, 1977, 8(1): 23-40.
- [20] 陈维云, 张宗益. 对资本结构财务影响因素的实证研究[J]. 财经理论与实践, 2002, 23(1): 76-79.
- [21] 张兆国, 何威风, 闫炳乾. 资本结构与代理成本——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2008, 11(1): 39-47.
- [22] SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [23] 刘青. 国有企业委托代理关系的特殊性及其改革路径[J]. 当代世界社会主义问题, 2003(2): 43-49.
- [24] KANE A, MARCUS A J, McDONALD R L. How big is the tax advantage to debt?[J]. The Journal of Finance, 1984, 39(3): 841-853.
- [25] 张玉明, 王墨潇. 中小企业债务融资结构与企业成长——基于中小板上市公司的实证研究[J]. 经济与管理评论, 2013(4): 46-53.
- [26] 段伟宇, 师萍, 陶建宏. 创新型企业的债务结构与成长性的关系研究——基于沪深上市企业的实证检验[J]. 预测, 2012, 31(5): 34-39.
- [27] 孙永祥. 公司治理结构: 理论与实证研究[M]. 上海: 上海人民出版社, 2002: 118-125.
- [28] 张钦润. 公司债权人保护问题研究[D]. 北京: 中国政法大学, 2011.
- [29] 黄乾富, 沈红波. 债务来源、债务期限结构与现金流的过度投资——基于中国制造业上市公司的实证证据[J]. 金融研究, 2009(9): 143-155.

- [30] 邢有洪,程江.上市公司债权治理效应的实证研究[J].煤炭经济研究,2007(12):30-32.
- [31] 张维迎.企业理论与中国改革[M].北京:北京大学出版社,1999:67-73
- [32] 马红,王元月.融资约束、政府补贴和公司成长性——基于我国战略性新兴产业的实证研究[J].中国管理科学,2015(s):630-636.
- [33] DELMAR F, DAVIDSSON P, GARTNER W B. Arriving at the high-growth firm[J]. Journal of Business Venturing, 2003, 18(2):189-216.
- [34] 梁帆.融资约束、风险投资与中小企业成长——基于中国A股上市公司的实证[J].河北经贸大学学报,2015(2):72-79.
- [35] 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.
- [36] 毛洪安,李晶晶.代理成本、股权结构与公司债务期限结构[J].中南财经政法大学学报,2010(5):104-109.

Debt structure, ownership and company growth

LI Mengya, YAN Taihua, HAO Chen

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, P. R. China)

Abstract: Using data of Chinese A-share listed companies from 2012 to 2015 as the research sample, the paper explores the impact of the debt structure and the ownership on the growth of the company from three dimensions: Debt level structure, debt maturity structure and debt source structure. The results show that: In the whole sample, the debt level structure, the debt maturity structure, the debt source structure and the growth of the company have a positive correlation, that is, the appropriate increase in debt financing, long-term debt, bank loans and corporate bonds can help the company's growth better. It is found that the three dimensions of the debt structure have significant differences on the growth of state-owned enterprises and private enterprises. In particular, the impact of debt level structure and debt source structure on the growth of state-owned enterprises is not significant, and the three dimensions of debt structure have a greater impact on the growth of private enterprises. The results of this study can provide reference for the listed companies to adjust and optimize the debt structure from different angles and promote the growth and development of the enterprises.

Key words: debt structure; ownership; company growth

(责任编辑 傅旭东)