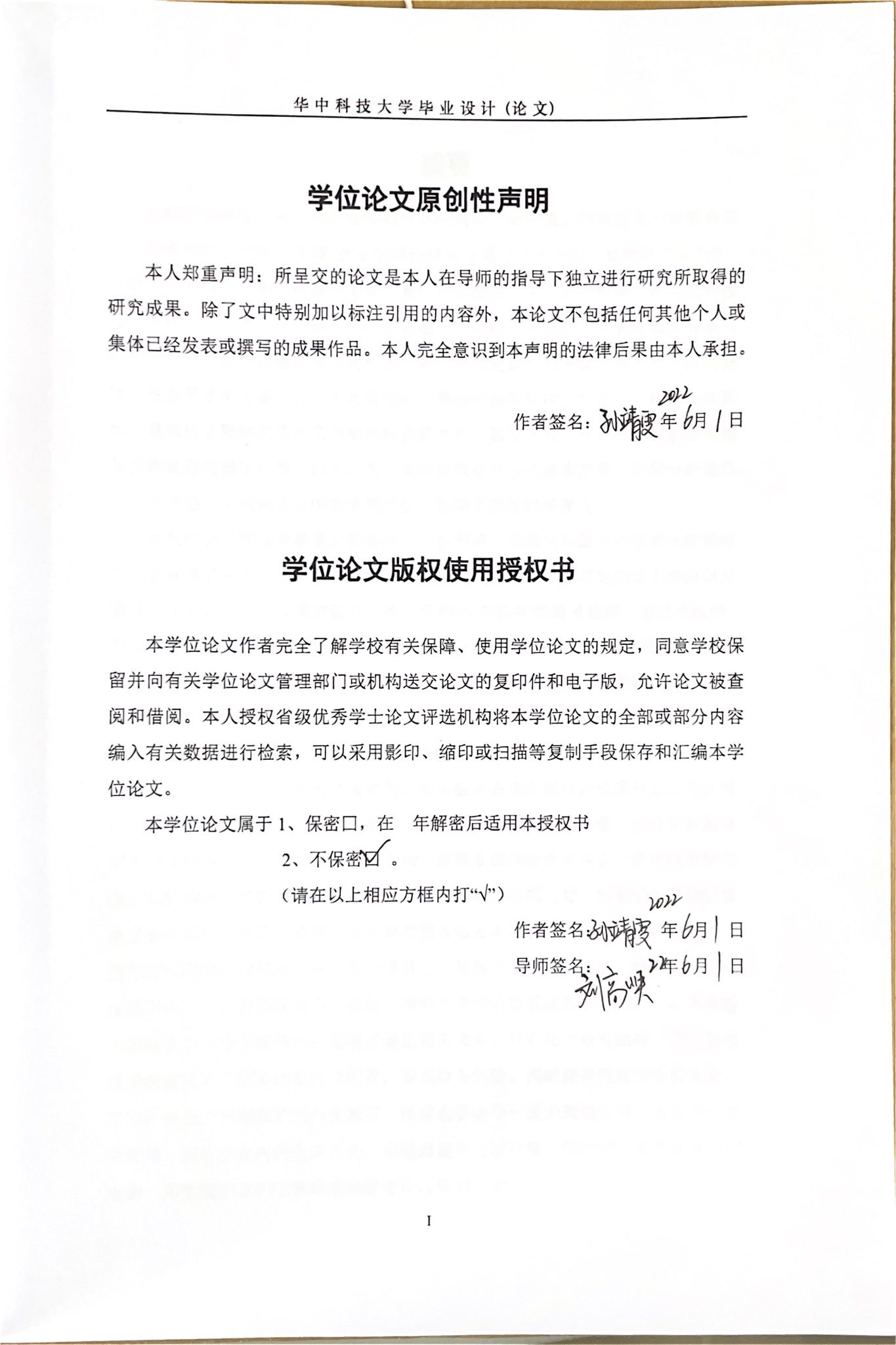


**本科生毕业设计[论文]**

**我国建筑业上市公司融资结构对企业绩效的影响研究**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 院 系 | ： | 管理学院 |
| 专业班级 | ： | 财务管理1802班 |
| 姓 名 | ： | 孙靖雯 |
| 学 号 | ： | U201815837 |
| 指导教师 | ： | 刘高峡老师 |

2022年 5 月 26 日



摘要

自MM理论问世以来，对于企业的资本结构和企业价值之间的关系一直都是国内外学者所热衷的热点话题.企业的融资结构会通过很多中间介质例如企业的治理结构、管理者心理、财务风险等因素对企业绩效产生一定的影响。针对这种情况，面对企业的多元化选择，对企业的融资行为以及背后的理论支撑做出分析从而帮助企业能够更好地实现企业价值。对于我国建筑行业来说，由于行业目前整体发展水平还不完善，行业内乱象频生，整体的融资结构比较单一。根据统计数据，建筑行业整体的资产负债率始终占据高位，融资方式并没有对企业的经营绩效发挥良好的促进作用。因此，为了关注建筑业行业的健康发展，全面分析建筑业行业的融资结构对企业绩效表现产生的影响具有战略性意义。

本文将会在阐述背景意义的条件下，在理论上总结归纳国内外学者在融资结构与企业绩效关系上的结果，并根据相关理论和参考的学者研究结论上提出研究假设。本文选取83家我国建筑业上市公司2015-2020年的财务数据，通过规范研究法、文献研究法和实证分析法，将EPS作为代表衡量企业绩效的被解释变量，将企业的融资结构包括债务融资率以及相应的债务融资结构、股权融资率以及相应的股权融资结构和内源融资率作为被解释变量建立回归模型，进行多元回归分析，得出融资结构与企业绩效之间关系的实证结论。

实证分析和理论分析的结果表明，债务融资占企业融资的比重和企业的经营绩效表现之间呈现显著负相关关系，从债务融资的类型结构上看，银行贷款融资率和企业绩效之间呈现显著负相关关系，而商业信用融资率和企业债券融资率则会正向影响企业的经营绩效。而从债务融资的期限结构上看，短期的债务融资率会显著降低企业的经营绩效，而长期的债务融资率则会对企业的经营绩效有着一定的正向影响。股权融资率与企业绩效之间呈现显著负相关关系，但是对于股权结构来说，企业的股权集中度越强，相对的企业的经营绩效就会越好。而企业的内源融资率与企业绩效之间呈现显著正相关关系。针对这个研究结果，企业要适度降低负债率，避免出现过度投资，降低财务风险。同时要理性对待股权融资，努力扩张企业利润来扩大内源融资。国家也要给予一定的政策支持，完善相应法律法规，规范行业内的企业活动，构建健康的发展环境，同时要完善和发展金融市场，为建筑行业的融资环境和经营环境保驾护航。

**关键词：**融资结构；企业绩效；建筑业

Abstract

Since the advent of the MM theory, the relationship between the capital structure of an enterprise and its value has always been a hot topic among scholars at home and abroad. With the continuous enhancement of my country's economic strength, the rapid development of the capital market, the continuous improvement of the system and mechanism of the capital market, the financing channels faced by Chinese enterprises tend to be diversified. Faced with this situation, the pursuit of maximization of profits and maximization of company value has always been the core goal of the company, because the financing structure of the company will be affected by many intermediaries such as the company's governance structure, managerial psychology, financial risks and other factors business performance has a certain impact. In response to this situation, facing the diversified choices of enterprises, analyze the financing behavior of enterprises and the theoretical support behind them, so as to help enterprises to better realize enterprise value, enhance market competitiveness, and enable enterprises to develop continuously in the market.For construction industry in China, the overall financing structure is relatively simple due to the fact that the overall development level of the industry is not perfect at present, and there are frequent disturbances in the industry. According to statistics, the overall asset-liability ratio of the construction industry has always been high, and financing methods have not played a good role in promoting the business performance of enterprises. Therefore, in order to pay attention to the healthy development of the construction industry, it is of strategic significance to comprehensively analyze the impact of the construction industry's financing structure on corporate performance.

This paper will theoretically summarize and summarize the results of domestic and foreign scholars on the relationship between financing structure and corporate performance under the condition of explaining the background significance, and put forward research hypotheses based on relevant theories and scholars' research conclusions. This paper selects the financial data of 83listed companies in China construction industry from 2016 to 2020. Through normative research methods, literature research methods and empirical analysis methods, EPS is used as a representative variable to measure corporate performance. Debt financing rate, equity financing rate and endogenous financing rate are used as explained variables to establish a regression model, carry out multiple regression analysis, and draw empirical conclusions on the relationship between financing structure and corporate performance.

The results of empirical analysis and theoretical analysis show that there is a significant negative correlation between the proportion of debt financing in corporate financing and corporate performance. Negative correlation, while commercial credit financing rate and corporate bond financing rate will positively affect the business performance of enterprises. From the perspective of the term structure of debt financing, the short-term debt financing rate will significantly reduce the business performance of the company, while the long-term debt financing rate will have a certain positive impact on the business performance of the company. There is a significant negative correlation between the equity financing rate and corporate performance, but for the ownership structure, the stronger the equity concentration of the company, the better the business performance of the relative company. However, there is a significant positive correlation between the endogenous financing rate of enterprises and enterprise performance. In response to this research result, enterprises should moderately reduce the debt ratio, avoid excessive investment, and reduce financial risks. At the same time, equity financing should be treated rationally, and efforts should be made to expand corporate profits to expand endogenous financing. The state should also give certain policy support, improve the corresponding laws and regulations, standardize corporate activities in the industry, and build a healthy development environment.

**Key Words：**financing structure; corporate performance; construction industry

**目录**

摘要 I

Abstract IV

1 绪论 2

1.1 研究背景和意义 2

1.1.1 研究背景 2

1.1.2 研究意义 4

1.2 研究内容与方法 4

1.2.1 研究内容 4

1.2.2 研究方法 5

1.2.3 研究路线 5

2 文献综述 7

2.1 债务融资结构对企业绩效的影响 7

2.2 股权融资结构对企业绩效的影响 8

2.3 内源融资结构对企业绩效的影响 9

3 我国建筑行业绩效和融资结构现状分析 11

3.1 我国建筑业行业特征以及相应政策环境 11

3.2 我国建筑业公司绩效分析 13

3.3 我国建筑业公司融资现状分析 14

4 样本选取与模型设计 19

4.1 样本来源与数据选取 19

4.2 研究假设 19

4.2.1 债务融资结构与企业绩效的影响关系 19

4.2.2 股权融资结构与企业绩效的影响关系 22

4.2.3 内源融资结构与企业绩效的影响关系 24

4.3 变量选取 24

4.3.1 被解释变量选择 24

4.3.2 解释变量选择 25

4.3.3 控制变量选择 26

4.4 模型构建 27

5 实证结果分析 29

5.1 描述性统计分析 29

5.2 相关分析 30

5.3 回归分析 31

5.3.1 债务融资结构与企业绩效的回归分析 32

5.3.2 股权融资结构与企业绩效的回归分析 33

5.3.3 内源融资结构与企业绩效的回归分析 34

5.4 稳健性检验 34

5.5 实证结果小结 36

6 总结与建议 38

6.1 研究结论 38

6.2 建议 40

6.2.1 企业方面的建议 40

6.2.2 政府政策的支持 41

6.3 研究不足总结 43

致谢 44

参考文献 46

1. 绪论
   1. 研究背景和意义
      1. 研究背景

企业为了筹集资金来满足企业自身生存和不断发展的目标会采用不同的方式和渠道，而这些不同的融资渠道所筹集资金的比重被称作融资结构。Modigliani和Miller在1958年发表的“资本结构、公司财务与资本”一文标志着MM理论这一伟大的开创性性理论的问世，自此之后，企业的资本结构与企业的价值之间的关系就成为了国内外学者热烈讨论的命题，而在上世纪八十年代之后，关于融资结构对企业经营绩效方面产生的影响也逐渐成为国内外财务理论研究的重点方向，企业的融资结构本身也是企业进行经营决策的核心问题。众多的西方的经济学家面对什么是最优的融资结构这一课题多年来不停地努力和探索，在这个命题上不断完善，例如修正的MM理论提出资本结构与企业的价值存在直接关系，适当的负债可以获得更多的税务上的减税收益，但也并不是越高越好；权衡理论也阐述了负债产生的税盾能够带来的经济利益，但是要在税盾带来的利益与财务困境成本之间做出权衡，才能更好的提高企业的价值；以及代理成本理论也支持了存在最优资本结构这一个论点，这些不断考虑了各个方面因素的理论使我国的企业能够不断学习和发展，在确定自身融资结构上，得到了一些启发和参考。

我国的资本市场在上个世纪八十年代才开始成立发展，本身起步较晚，虽然由于在我国有着独特的经济体制优势，发展速度较快，但是在发展的过程中依然存在很多不成熟的问题，与国外的已经成熟的资本市场相比，我国的资本市场还需要更一步的优化和完善。而资本市场与企业融资有着密不可分的关系，所以研究企业融资结构的问题对于我国资本市场的发展也有正向的帮助，而资本市场的活动也能够影响到企业融资活动的效率。如何科学合理地安排企业的融资结构，有利于提高公司绩效，对国家的经济发展有重要意义。例如近些年来高杠杆行业的房地产企业频频“爆雷”，这与其融资模式的单一化和融资结构的不合理有很大的关系。

我国的经济一直处于一个不断发展的状态，我国经济稳中向好、长期向好，但是由于受到前两年一场突如其来的疫情的影响，使得我国的很多产业收到了很大的影响，在疫情之下，很多企业由于现金流的断裂无法支持企业的生存和发展导致很多企业的主营业务的收益下滑甚至是企业破产，整体的财务费用上升，筹集资金的成本更高，很多企业因为经营效益不好或者是偿债来源的减少，使得企业本身的财务风险大大提高，甚至有些由于没有及时筹集到足够的资金使得企业走上了资不抵债导致破产的道路。经过两年与疫情的搏斗，加上我国脱贫攻坚战的全面胜利，我国的经济也逐渐拜托疫情的负面影响，回到了复苏的阶段。这次疫情对我国企业生存环境的影响也为企业应该重视企业的融资结构敲响了警钟，企业的融资结构会影响企业整体的经营绩效甚至是生死存亡。

建筑业在对资金的需求量上来说非常庞大的，由于行业特征，相较于其他行业而言，建筑业所需要的资金更为集中，体量更为庞大。而对于我国的建筑行业整体来说，资金的短缺、现金流的不顺一直是阻碍企业发展的瓶颈之一，囿于资金的原因导致很多很好的发展机会和决策被企业无奈放弃，阻碍了整个企业的不断持续发展。而我国建筑业一般来说由于建设周期较长、在一个项目中所需的资金体量非常大，并且资本的回收期也非常长，由于这种特性，加上我国的资本市场发展还并不是很完善，再加上建筑行业内部的很多企业的融资行为不是很规范，行业也处在一个不断发展的阶段，导致目前我国的建筑行业过于依赖银行贷款，即行业内很多企业为了能够获得大量的资金来实现新的决策目的或者是为了满足日常的经营活动的需要，通常更多的选择采用银行贷款。而企业所选择的融资渠道比较狭窄，债务融资在整个的企业融资结构的占比上能够占取60%以上的融资比例，这使得建筑行业的融资结构出现了不平衡的情况，在对建筑行业的融资结构的情况进行分析时会发现，建筑行业的资产负债率非常高，这与一些企业的盲目扩大规模有关，也同样与建筑行业所需要的大量资金这一行业特殊性有关。而过高的资产负债率在给企业带来较大的财务风险的同时，不去采用更多的方式有效筹集资金而过度依赖债务融资尤其是短期的债务融资，无法拿去匹配一些周期比加长的收益率较好的好项目，也会造成很多闲散的资金被浪费的情况，使得资金的使用效率下降，不利于企业的经营绩效。建筑业的发展离不开资金作为强大的支撑，而融资方式的差别，对资金的流向有着非常重要的影响。随着我国经济的飞速腾飞，其中建筑业作为国之重器，是重要的支柱产业之一，在不断提升企业绩效方面更是需要做到不断突破、精益求精。由于建筑行业内的企业规模、上市的标准等条件都有着非常大的区别，所以企业之间的融资结构也不尽相同，针对与建筑行业目前的融资结构，本文希望能够通过对建筑业的融资结构和企业整体绩效之间的影响关系进行研究，希望找出融资结构对企业绩效之间的具体影响，并且在此基础上能够找出合适的融资结构，能够更好地推动企业绩效的发展，使得企业在行业内更能够获得竞争优势，从而实现不断长远发展。

由于建筑行业是国民经济的重要支柱产业，是国之重器，具有非常重要的经济地位，结合目前建筑行业所面临的融资现状——针对融资结构不合理的问题，如何有效的安排融资结构，通过什么渠道才能获得更多更优质的资金，也成为建筑行业需要面临的重要问题。鉴于以上原因，建筑行业的融资结构与企业绩效的影响关系研究也具备了较为重要的意义。

* + 1. 研究意义

理论意义：本文预计利用在csmar数据库中获取的近几年建筑行业上市公司的财务数数据作为样本，研究上市公司整体的资本结构与企业绩效的关系，这可以在一定程度上通过近几年的建筑行业的最新数据验证学者的相关理论成果并对成果进行进一步研究分析，利用数据库内最新更新的内容为理论做出一些实证依据，也希望可以通过检验和理论提出关于建筑行业融资结构相关的可行理论。

现实意义：资金被视为企业生存和发展的血液，企业能否通过较少的资本成本筹集到优质资金来满足企业自身的经营和发展对企业增加自身的市场竞争力有着较大的意义。对研究结果进行分析有利于企业合理制定融资策略以对融资成本进行降低，改善企业的财务状况，能够增加企业的市场价值，增强企业的营运效率，以更有竞争力的融资优势来面对市场竞争和行业竞争，实现可持续发展。其次，公司绩效的稳定不断增长和企业财务结构的不断优化有利于经济增长和社会稳定，对国家制定相关政策也提供了一定的社会价值。

* 1. 研究内容与方法
     1. 研究内容

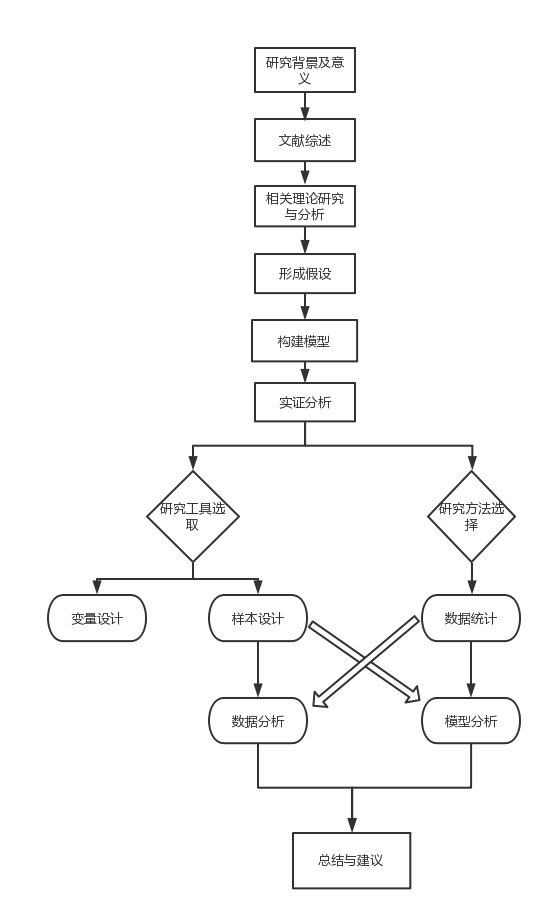
本文主要目标是对2015-2020年的建筑行业上市公司的融资结构与企业绩效之间的关系进行研究。主要的研究内容有，在第一章绪论中详细介绍研究的背景和意义，阐述本篇文章的出发点和价值。接着在第二章文献综述中，通过总结归纳中外关于该课题的前沿研究，从多角度参考和详细理解融资结构和企业绩效之间的关系问题，进行系统分析，并为后面进行模型设计打好基础。第三章以我国国家统计局的数据为来源进行分析，对我国建筑行业的特点、经营绩效现状和融资结构现状进行分析。第四章和第五章主要是进行实证部分，通过前文对理论的分析，选取相应的变量，在csmar中提取数据之后进行数据处理与分析，采用多元回归线性模型构建实证分析的研究模型，使变量之间的线性相关性的拟合程度达到最优，探寻最适合公司的融资方式。在得出实证结果后与理论和假设做出比对看是否相符，在此实证和理论的基础上提出笔者建议。

* + 1. 研究方法

本文主要采用的分析方式是理论与实践相结合的研究方法。从理论上采用规范性研究法，在介绍相关理论和文献综述部分，采用规范性分析方法，分析总结关于融资结构和企业绩效相关的理论，并且对国内外学者的研究成果进行总结概括，系统罗列出部分学者在该领域的研究成果。在实证部分也对实证结果做出规范性分析研究。并且在实证方面采用实证研究法，对建筑行业上市企业的财务数据进行处理，利用多元回归方法实际验证出融资结构与企业绩效之间的关系，验证理论的准确性。

* + 1. 研究路线

本文整体行文路线图如图1-1所示：



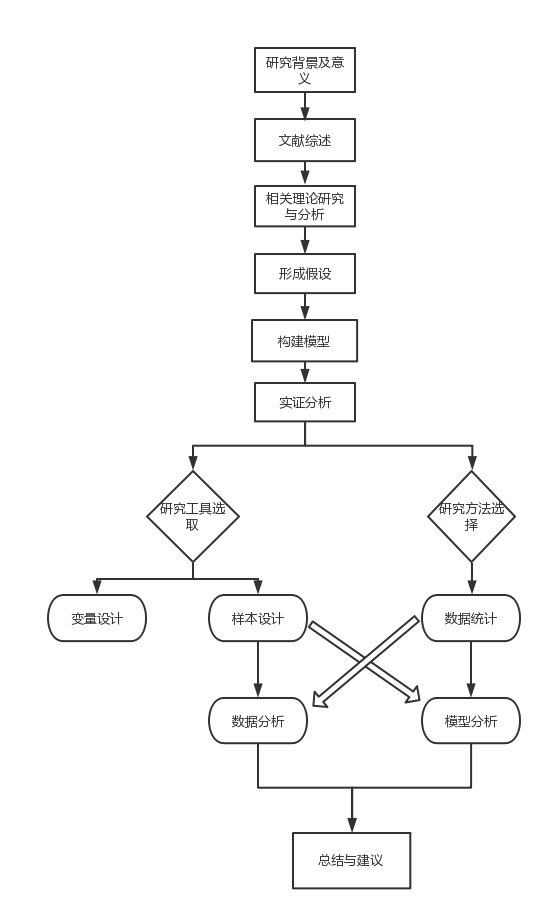


图1-1 本文研究路线图

1. 文献综述

企业的融资结构一直是复杂的问题，国内外的学者也在不同的经济环境和不同的角度对融资结构的问题进行了研究。国内外对于融资结构与经营绩效的关系由于选取的指标、数据和样本、分析时段不同而得出了不同甚至完全相反的结论。 接下来将从融资结构的三个大的组成部分债务融资、债券融资和内源融资以及相关的结构对企业绩效的影响对国内外文献进行总结和梳理。

* 1. 债务融资结构对企业绩效的影响

Jensen和Meckling（1976）作为代理成本理论的创始人，认为由于企业的经营权和实际所有权的两权分离，为了企业更好的经营发展会雇佣一些职业的经理人来对企业进行管理，这就由于双方的目的不同产生一定的利益冲突，产生代理成本。在这样的情况下，采用一定的债务融资的方式可以使得企业的经营和管理者更多考虑企业的利益，所以合适的债务融资对企业的价值表现来说具有有利影响。Booth（2001）在他的文章中表示债务融资的比重越大就会对企业的经营表现产生更多的不利影响，并且选取了很多不同国家的企业样本作为依据做出了实证分析，且选取的企业大部分是资本市场并不成熟的发展中国家。我国的汪辉（2003）对我国的不同行业的资产负债率和他们的企业的经营表现进行了实证研究，研究结果显示虽然不同的行业资产负债率有很大的区别，但是从一般来看，大部分行业的整体资产负债率的整体水平都不是很高，对于这些企业来说增加负债融资有助于企业更好地发挥企业价值促进企业绩效水平的增长，但是在某些资产负债率非常高的企业之中，这种影响作用则并不明显。邱鹏云（2021）以我国的零售企业作为样本探究了零售行业的融资结构和企业绩效是否具有相关关系，得出的研究结论为债务融资对企业绩效之间并不能产生较为明显的促进作用，而股权融资对企业绩效的促进作用更为明显。

而在学者的分析研究中，也有做出实证分析研究能够证明出债务融资与企业绩效之间的非线性关系的。例如Margaritis和Psillaki（2007）就通过对一些中小企业上市公司经营绩效的检验验证出债务融资对企业绩效之间的相关性是呈现倒“U”型，即在比例较小时有助于促进企业绩效，然而随着比例越来越大对企业绩效反而起到了抑制作用。国外对于债务融资与企业绩效的经营情况没有产生确定的结论，对于我国的学者来说，也进行了一定的研究，得出了很多不同的结论。李传宪和赵紫琳（2020）年在文章中分析了在债务多元化的背景下以民营的上市公司2013-2017年的财务数据为样本实证分析了债务融资结构，所得出的结论也是与企业绩效呈现出倒“U”型关系，并且详细介绍了不同的债务融资方式对企业绩效的影响作用，短期银行贷款融资就对企业的经营发展起到促进作用，而金融机构贷款融资则相反。

而对于债务融资的结构对企业经营绩效的影响关系也有很多的学者进行了研究。黄文青（2010）在研究中从债务融资类型结构上来探讨融资结构和企业绩效之间的相关关系，所得出的结论是从债务的类型结构上说，商业信用融资和银行贷款融资与企业绩效之间并不存在显著关系，但是企业债券融资和企业绩效之间呈现的是显著的正相关关系。唐洋和宋平（2014）根据生命周期理论研究在不同的生命周期阶段我国的制造业企业的债务融资的不同结构上会对企业的绩效产生那些影响。结果为短期借款与长期负债对企业绩效的影响在整个生命周期都呈现负相关关系，在企业生命周期的各个阶段,银行借款均对企业绩效产生负效应,商业信用对企业绩效产生正效应。王棣华（2015）研究了制造业的债务融资结构与企业绩效之间的关系，最后得出的结论是银行借款与带息债务都会对企业的绩效产生不利的影响，但是如果是免息债务则会对企业绩效产生有利影响。肖俊斌和秦海姣（2019）研究了轨道交通的上市公司的企业数据，所得到的结论是内源融资、流动负债会促进企业绩效的表现，而长期负债和商业信用融资会对企业的绩效表现产生不利影响。

* 1. 股权融资结构对企业绩效的影响

1、股权集中度对企业的绩效关系影响研究

Sarra Ben Slama Zouari和 Neila Boulila Taktak（2014）在他们的文章中以发展中国家的中小企业为数据样本得出研究结论为国有股对企业的经营绩效表现起到了促进作用，且股权集中度对这种相关性起到了一个负面作用。我国的学者胡朝霞（2012）在她的文章中选取了将我国的中小企业在06-08年的财务数据，对此进行股权结构与企业绩效表现的关系的实证分析，通过实证研究得出的结论是股权的集中度越高，企业的绩效表现就越优秀，但同时第一大企业的持股比例过高却对企业的经营表现产生了负面影响，而这样“隧道挖掘”的现象在研究中实证表明往往在中小型企业中出现的较多，在大型企业中往往不会产生这种情况。而胡玉和刘盛华（2018）则表示企业的治理结构会产生一种中介效应，股权融资会对治理效应产生影响然后进一步影响企业的绩效水平，而股权集中度会对企业负债融资对企业经营绩效产生倒“U”型关系进行强化。

2、股权融资率与企业绩效关系研究

Allen (1993)研究了创新型企业的股权融资对企业绩效之间的关系，股权融资对企业绩效来说是非常重要的，对于创新型企业来说，高风险的投资项目会更容易受到投资者的偏好。吴乐等人（2018）对创新型企业进行研究，发现对于创新型企业来说，股权融资是更容易促进企业创新的融资方式，会对企业的绩效产生正向的影响。王乔和章卫东（2005）在文章中分析我国股权融资和股权再融资对企业的经营绩效产生影响的情况，以我国上市公司93-03年的上市公司的股权融资情况进行实证分析，发现我国股权融资对于企业的经营绩效之间是存在负相关关系，特别是上市公司还存在过度的股权融资与再融资行为，使得绩效低下。冯莉（2020）以运输业上市公司的财务数据为样本，选取了不同成长期的企业，研究股权融资率和企业的经营绩效表现之间的相关关系，最后的研究结果是对于不同成长期的企业来说，股权融资率和企业绩效之间呈现的关系是不同的。对于成长期和成熟期的企业来说股权融资率越高，企业的经营绩效表现就越好。

* 1. 内源融资结构对企业绩效的影响

Amir（2009）在他的文章中对内源融资与企业绩效的相关关系进行了实证研究，发现在企业不同的发展期间内源融资对企业绩效的影响效用是不一样的。在企业的成长期，内源融资对企业绩效的正向促进作用非常显著，但是在企业的成熟期，内源融资在企业中所占比例明显下降，且实证研究结果也表明内源融资对企业绩效的影响效果会有所下降。Nico Dewaelheyns（2010）研究了内源融资和企业绩效之间的相关关系，通过不同发展期对企业的类型进行分类研究，得出的结论是在发展期的企业，内源融资和企业绩效之间的正向促进关系越明显，而随着成长期的不断延长，这种正向关系会相对减弱。而我国的学者李永壮、闫国栋和宁晓林（2015）则在考虑优序融资理论的基础上，以管理者自信为中间变量，探讨内源融资与企业绩效之间的关系，对中小企业上市公司的面板数据进行回归分析，得出其正向相关的结论，并且也证明了管理者自信也会影响到企业绩效的内在影响机制，对企业的经营表现和绩效产生正向作用。同时也强调了留存收益在企业的经营发展中对企业绩效产生的积极影响。也有学者的研究结论是企业的内源融资与企业的绩效水平之间能够产生相互激励和促进的作用。吴庆念（2012）在对于内源融资的模式研究中表示内源融资对企业绩效的水平有着较大的影响力，但是企业不可以进行盲目投资和过度投资，要不断进行努力经营，提高自身的发展水平和盈利能力，来促进企业内源融资的效率，提高收益率，使得内源融资更好地发挥出它本身的优势，进行一个良性的循环。高建来,彭雅丽（2021）年在他们的文章中以智能制造企业的2013-2018年的样本为依据，由于存在创新投资和固定资产投资这种中介效应，使得内源融资与企业绩效之间呈现的是正相关关系。

1. 我国建筑行业绩效和融资结构现状分析

本章主要是对我国的建筑行业的特征和政府政策环境以及与本文研究内容相符的建筑行业整体的企业绩效和融资特点进行相应的分析。

* 1. 我国建筑业行业特征以及相应政策环境

（1）建筑行业总体快速发展，在我国经济中占有较大份额。

表3-1：我国建筑行业企业总资产和总产值（单位：亿元）

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 年份 | 总产值 | 总资产 |
| 2010 | 75221.77 | 96031.13 |
| 2011 | 93859.86 | 116463.32 |
| 2012 | 111692.15 | 137217.86 |
| 2013 | 121744.4435 | 160366.06 |
| 2014 | 148372.79 | 176713.42 |
| 2015 | 164226.34 | 180757.47 |
| 2016 | 182482.07 | 193566.78 |
| 2017 | 204664.13 | 213943.56 |
| 2018 | 234002.46 | 225816.86 |
| 2019 | 256629.5 | 248443.27 |
| 2020  2021 | 283032.55  293079.14 | 263947.39  314166.13 |

（数据来源：国家统计局）

随着我国经济的快速发展以及对建设产业的重视和市场开放，近几十年来建筑行业都得到了较为快速的发展。从表中的数据可以看出总产值从10年的96031亿元发展到了21年的293079，十年时间翻了两番。并且从企业的总资产数据可以看出，企业的规模也得到了非常大的发展。浅看2020年的数据，在疫情的影响下，建筑业本身并没有受到特别巨大的打击，总体来说还是保持在一个稳定持续增长的水平。

通过图3-1可以能够从逐年走高的产值中看出，建筑行业由于市场的开放、国家政策的支持以及整体的经济发展等各种原因，总产值在不断上升，并且在在行业持续发展的水平下，总产值的增速也在不断提升。就算是在疫情突然出现的20年，总体的增速也并没有放缓，这也与政府政策的大力支持有关。并且由于建筑行业不再为国有所垄断，一些有建筑特色、建筑水平高的企业的得到了飞速发展。一些“高精尖”的建筑也得到了非常重大的突破，在我国得到了飞速的发展。例如近些年的以超大建筑规模和顶尖的建筑难度闻名于世的港珠澳大桥的通车沟通连接了港珠澳，再例如有超高难度的胡麻岭隧道使得天堑变通途，还有在去年发生的冬奥会上，国家跳台滑雪中心，采用信息技术实现信息化集成，在一些领域也填补了国际技术的空白；雪车雪橇赛道采用混凝土浇筑一气呵成，并且设计了传统木结构与现代钢结构的组合，在保护冰面的基础上还能做到最小化能耗，可以说在我国的“高精尖特难”建筑水平上已经达到了世界的领先水平。同时，建筑行业也是一个劳动密集型的产业，根据国家统计局的数据显示，整个行业吸纳了5300多万人，通过给众多人提供就业机会在一定程度上对社会稳定和发展做出了一定贡献。

图3-1 我国建筑行业总产值（单位：亿元）

（数据来源：国家统计局）

（2）劳动密集型，但是最近几年我国人口红利消失

表3-2：我国建筑行业企就业总人口（单位：万人）

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 年份 | 建筑就业总人数 | 劳动总人口数 | | 占比 |
| 2014 | 4536.97 | | 79690 | 5.69% |
| 2015 | 5093.67 | | 80091 | 6.36% |
| 2016 | 5184.5 | | 79282 | 6.54% |
| 2017 | 5529.63 | | 79042 | 7.00% |
| 2018 | 5305.23 | | 78653 | 6.75% |
| 2019 | 5427.08 | | 78985 | 6.87% |
| 2020 | 5366.98 | | 78392 | 6.85% |

（数据来源：国家统计局）

建筑行业是非常典型劳动密集型的产业，通过上表可以看出建筑行业所吸纳的劳动人口的体量是非常庞大的，建筑行业中所需要进行的活动需要大量的工人来完成，所以建筑行业吸纳的民工也非常多。但是从2016年起，我国的人口增长率就在不断下降，从表中数据也可以看出，我国的劳动力总人口是在不断下降的，随着人口老龄化的不断发展，本身能够从事劳动的总人口就在不断下降，而建筑行业需要大量的人从事体力劳动， 随着人们受教育水平的普遍提升，愿意从事体力劳动的劳动力数量将会不断减少，与之相对的是随着企业规模的不断扩张和不断发展，需要更多的人来从事这个行业。由于劳动的供需出现了不平衡，根据供需理论，建筑业这个劳动密集型的产业在劳务的成本方面需要花费更多的资金，这对企业的利润将会造成一定的影响和挤占。

（3）政府宏观政策支持，稳中求进

2021年年末的政治局会议和经济工作会议中指出，对于建筑行业来说，要做好碳达峰和碳中和工作，全面贯彻绿色环保的发展理念，把经营活动与国家层面的碳达峰和碳中和的目标相结合，对绿色建筑的发展提供大力支持。2019年政府发布了《政府投资条例》，加大了对建筑行业内的市场环境的监管。包括有政府投资项目不得由施工单位垫资建设，禁止了这样一个行业乱象，并且提出对机关、事业单位追究责任；还有对于政府投资项目的建设工期应该按照相应的法律法规和国家的相关规定进行合理确定并且要坚定严格的落实，728号令还对建设单位的拖延决算进行了明令禁止，发布了一系列非常详细的指令。由于国家对建筑行业的大力监管，包括《政府投资条例》的执行，为建筑行业市场的发展提供了良好渠道和健康的环境，建筑行业的市场行为得到了规范，在法律法规相关方面也进行了非常大的完善。国家也不断鼓励建筑行业的发展。例如这几年国家出台相关政策一直在不断地缩减建筑行业所需要的保证金，从8%缩减到5%再到如今的3%，在这样的规定下，企业所能够存留可供使用的流动资产更多，同时为了振兴经济和发展建筑领域，国家对于5G网络、数据中心等新型基础设施的建设提供了大力的扶植，这对工程建设领域来说带爱的新的更大的机遇。

* 1. 我国建筑业公司绩效分析

对我国上市企业的绩效表现进行具体的相应分析，用总资产周转率衡量企业的经营能力，用总资产增长率衡量企业的发展能力，用流动比率来代表企业偿债能力，以资产净利润率来表示企业的盈利能力。得出上市公司2015年-2021年总体的绩效水平表现，如下图3-2所示。

图3-2 建筑行业上市公司绩效现状图

（数据来源：国泰安数据库）

以资产净利润的图表上来看，建筑业企业的收益比较低，且最近几年一直有不断下滑的趋势，到了2021年甚至下滑到了负数，很大可能是因为调控政策的改革国家对于建筑行业做出了一系列的政策规范，对企业的盈利能力产生了一定的影响。从整体的偿债能力上看，流动比率近几年的变化幅度较为平稳，并且整体来说流动性比较强。从企业整体的发展能力上看，总体的资产增长力不断下降，这与不断也在呈下降趋势的资产净利润率也是相匹配的，看出整体绩效呈现下降走势，而从企业的经营能力即总资产周转率这个指标来看，企业的整体资产周转率较为平稳。总的来说，企业在15-20年这几年间偿债能力和整体的经营能力比较平稳，但是盈利能力和发展能力有了一定的下降趋势，这折射出了行业的整体绩效有下降的态势，行业的竞争加剧、相关的市场政策对行业内企业的总体绩效产生了一定的影响。

* 1. 我国建筑业公司融资现状分析

图3-3展示了将融资方式进行细分，按照不同方式的融资形成的比例结构就是融资结构。从图中可以看到将融资的方式具体划分为内源融资和外源融资两个大类，将外源融资又细分为债务融资和股权融资。其中债务融资按照类型结构上分为商业信用融资、银行贷款融资和企业债券融资，按照期限结构上就可以分为短期债务融资和长期债务融资的类别。同时根据股权融资结构来说，还可以区别出股权的控制程度和集中度，接下来将详细分析建筑行业的融资结构。

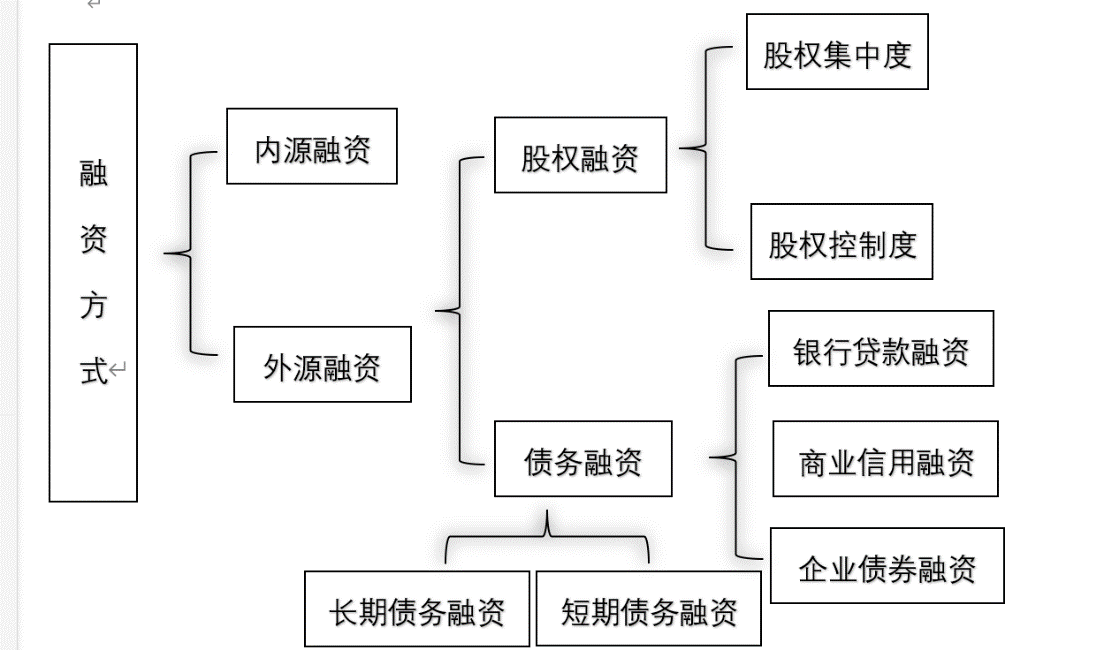


图3-3 融资结构分解图

首先是从大的分类即债务融资、股权融资和内源融资的结构上进行分析。下表展示了建筑行业从2010年到2021年的资产负债率的情况，以此对该行业的总体情况做出大概说明。

表3-3：我国建筑行业10-21年资产负债情况（单位：亿元）

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 年份 | 负债 | 资产 | 资产负债率 | |
| 2010 | 50349 | 75222 | 66.93% |
| 2011 | 63595 | 93860 | 67.76% |
| 2012 | 75530 | 111692 | 67.62% |
| 2014 | 100459 | 148373 | 67.71% |
| 2015 | 110114 | 164226 | 67.05% |
| 2016 | 121505 | 182482 | 66.58% |
| 2017 | 136901 | 204664 | 66.89% |
| 2018 | 159218 | 234002 | 68.04% |
| 2019 | 176473 | 256630 | 68.77% |
| 2020 | 197935 | 283033 | 69.93% |

（数据来源：国家统计局）

建筑行业由于本身存在自己的行业特性，融资来源和获取方式较为单一。由于我国建筑行业生产周期长，所需的资金体量非常大，并且由于我国的建筑行业相关的法律并不完善，建筑行业本身也在不断发展，所以目前还会出现项目回收款迟迟无法回收、拖欠工程款的情况，这就在一定程度上决定了企业所需的融资规模非常大并且企业的自存资金非常少。由于企业的自存自有资金不多，所以企业的内源融资比率非常低。从近些年来的一些大型建筑行业的财务数据和参与的投资项目来看，近些年为了追求规模效应带来的红利，企业盲目扩张过度投资，使得建筑行业需要非常大量的资产能够支撑企业的决策项目，而因为内源资金很少不足以支撑企业所需要的资金，所以需要从外部筹集资金，而由于我国的资本市场发展并不完善导致债权融资受到的限制过多并且融资成本较高，所以建筑行业通常会选择在银行贷款或者金融机构进行债务融资，所以根据表中的统计数据来看，建筑行业的资产负债率非常高，这也给建筑行业的财务方面带来了很多的风险，如果企业不能够到期还本付息的话企业就会陷入较大的财务风险对企业的经营绩效和企业的企业形象和商誉产生很大的负面影响，甚至严重时可能会使企业资不抵债导致破产。

图3-4 我国建筑行业上市公司融资结构比例图

（数据来源：国泰安数据库）

根据样本统计数据所展示的统计图可知，建筑行业内的融资结构可以看出明显偏好，比较不平衡。企业的负债融资率达到了65%-70%，属于在整个市场中非常高的水平，说明筹集资金方面大多选择借债融资，向金融结构取得贷款，这里有几个原因。第一个是经济环境因素，我国的资本市场还并不完全完善发展，所以企业的很多融资行为都有着较强的限制，我国在债券市场上的发展起步较慢，对企业的债券发行上有更多的约束和限制，所以企业更多会选择向金融机构借款而不是发行债券。第二个原因是大部分企业自身的经营计划和问题，企业追求高速增长，追求扩大规模取得规模效应，而没有考虑财务风险等问题，所以在债务方面在疫情经济速度放缓之际也没有降低负债融资率。

企业的内源融资占有体量非常少，且近几年还有下降的趋势。同样是由于建筑行业本身的行业特性的原因，资金所需体量大，资金的回收周期较长，同时由于我国的建筑行业发展并不完全完善，会出现一些要求施工企业去垫付工程款的现象，直接使一些资金并不充足的项目开工，所以容易遇到建设过程中资金不足的情况，由于本身建筑行业所需的材料成本、人工成本体量非常大，就会容易导致建筑单位拖欠工程款，这些原因使得建筑企业的内部资金比较匮乏，企业自存的资金，不足以支撑项目的支持，内源融资率非常低，同时在疫情这两年对经济冲击较大的大环境下，内源融资率也有了一定的下降。

股权融资率在不断下降。信号传递理论中提到，过多的股权融资传递出的信号会是企业前景有风险，企业的价值被高估，所以目前随着股权融资的逐渐下降，也反映出了我国的建筑行业的资本市场正在逐步完善。

接下来下图3-5对债务融资的类型结构进行具体的分析。

图3-5 我国建筑行业上市公司债务融资类型结构比例图

（数据来源：国泰安数据库）

建筑行业是资金密集型的行业，因为建筑行业的投资项目都是需要资金体量比较大的行业，所以银行贷款是非常适合建筑行业的企业进行融资的方式，并且获得融资也相对容易，但是近几年银行贷款融资的比例在不断下降，这体现出我国对于商业贷款的审核制度更加规范，银行业也收紧存放贷的业务。而对于建筑行业来说，占比最大的债务融资方式是商业信用融资，因为建筑行业属于资金推动型的行业，需要垫付大量的资金进行项目建设，所以行业内应收账款的体量大，可以盘活应收账款，提前收回现金，提升资产的周转效率，同时也降低了融资的成本，为企业的经营提供更多现金流，加上融资的条件限制较小，这就使得企业的商业信用融资在建筑行业中的占比较大。而企业的债券融资在建筑行业内的占比非常小，这与建筑行业的项目建设周期较长的特点有关。因为债券期限一般较短，但是对于建筑行业来说，项目完成的周期又比较长，在债券到期时，项目有很大可能还没有完全竣工，无法偿还本息。而除非一些大型的国有建筑企业，一般的建筑企业也没有足够的信誉使得投资者相信企业能够到期偿还本息，加上我国的债券市场本事发展就远远落后于股权市场，综上种种原因，对于建筑行业来说，企业的债券融资方式在整个融资结构中占比非常小。

1. 样本选取与模型设计

根据第三章理论部分的分析和整理，在实证的研究设计部分提出了关于不同的融资结构对企业的经营绩效表现的假设，根据想要研究和验证的假设设置相应的变量，并选取所研究的建筑行业的83家上市公司的真实经营数据，构建相应的固定效应模型，其具体的内容如下。

* 1. 样本来源与数据选取

本文将以2012年证监会修订的《上市公司行业分类指引》为依据，第2015-2020年的建筑行业上市公司数据，数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。在对样本进行选择时，选取A股建筑业上市公司并且剔除ST类公司，为了防止出现特殊情况影响实验结果的稳定性。剔除数据不完整的公司，以防破坏数据的稳定性以及全面性。基于以上考虑，共选出83家建筑业上市公司进行整体分析。

* 1. 研究假设

本文将融资结构分为三个部分，以优序融资理论为基础，将融资结构分为债务、股权和内源融资。并且为了更系统地探究企业融资结构，将进一步细分债务融资的类型结构、期限结构和股权融资结构。接下来将分别从三种融资方式所组成的融资结构来详细说明融资结构与企业绩效的关系问题。

* + 1. 债务融资结构与企业绩效的影响关系

本文选取负债融资率来表示企业融资结构中的负债部分，同时为了对债务融资结构进行进一步结构上的探讨，将债务融资的结构从类型上分为银行贷款融资、商业信用融资与债券融资这三种，并且从时限上分为短期负债比率与长期负债比率，分别从类型结构和期限结构上探讨债务融资结构对企业绩效的影响关系。

由于税盾效应的存在，在缴纳所得税时由于可以提前减免掉负债所产生的利息，所以需要缴纳所得税的税基就变小，这样所需缴纳的所得税就会变少，但是这并不代表债务融资越高越好。这个税盾作用的发挥是有限制的，必须EBIT高于一定的水平才有可能增加EPS，当资产负债率过高时会产生破产成本等成本来抵消税盾产生的价值。由于信息不对称因素的存在，企业外界的投资者或者是利益相关者对企业的具体的情况了解与企业的内部信息会出现不一致的情况，所以企业的融资行为往往是能够传递出一些信息或者是信号给企业的投资者或者是外界。其中在企业的融资方面，首先是企业债务融资往往传递出来的外界信号就是企业的价值是利好的，因为只有企业的前景比较好对企业未来发展比较有信心的企业才会选择更多的债务融资且能够支付债务融资的成本。但是过高的负债率从向外界传递信号的角度来看，对外界的投资者来说意味着更大的财务风险，企业的整体的信誉度等方面也会产生一定的影响，在后续融资、企业的经营上都会产生一定的负面效果。同时由于两权分离会带来一定的代理成本和道德风险，因为企业的经营者根据对公司的经营情况获得属于他们的工资，但同时也要承担相应的企业财务方面的风险。如果企业进行债务融资时，考虑到债务融资的财务风险问题，为了防止企业不能够按时还本付息对企业的经营产生不利的负面影响甚至是可能造成破产的风险，企业的经营者往往在对企业的项目进行决策时更为慎重，希望能够最大化债务融资的收益，减少代理成本，这就是债务融资能够带来的约束和激励作用。从目前的理论上进行分析，融资结构对企业绩效的影响是双向的，既有有利于企业绩效的一方面，但同时也有可能产生阻碍企业绩效的效果，为了探讨哪种效果对企业绩效水平的影响更大，并且针对建筑行业的特殊性来看，需要根据行业目前的行业的债务融资率进行具体分析。

从前文的行业目前的融资结构分析来看，目前整个行业的负债融资率都处在一个较高的水平，平均达到了65%且有些公司已经超过了90%，很多公司都面临着非常大的压力去还本付息，加之由于2020、2021这两年新冠疫情的影响，对我国的经济和行业普遍产生了一些负面影响，所以企业面临的财务压力更大，在这个方面来看，过高的负债融资率和较低的企业内部现金流将会给企业带来的财务风险大于企业举债带来的优势。对于建筑行业这种所需资金体量大、回收周期长的企业来说，负债融资需要面临巨大的现金流压力，因为对于一个投资项目所需的现金也是大体量的，这样更容易造成财务风险综合考虑这些因素，本文认为债务融资与企业绩效之间存在负相关关系。

**H1a：企业的债务融资比例越低，企业的经营绩效就越好。**

文章将继续考察债务融资的类型结构与期限结构对企业绩效的影响关系，于是将债务的类型分为银行贷款融资、公司债券融资、与商业信用融资，分别用他们占总资产的比率来表示类型结构。

商业信用融资是建筑行业在构成债务融资比例非常大的一种融资方式，包括应付和预收账款，这种融资方式的优点是受到的限制条件比较小，比较易得，并且商业信用融资没有融资成本，说明企业可以在不增加财务成本的基础上在一定程度上满足企业的资金需求，但是过多的商业信用融资会对企业的财务造成很大的风险，如果无法及时付清货款或者及时交货，也会对企业的信用和商誉造成非常大的影响。在这样的情况下，由于建筑行业的生产周期长、生产的体量大，不同于一些轻资产的行业，建筑行业每个投资项目体量都非常庞大，所以在企业进行施工前所需要的购买的原材料等施工成本非常大，在企业自有资金不充足的情况下，商业信用融资就成为了一个比较重要的融资方式。所以根据上市公司的统计数据来看，商业信用融资在建筑行业的占比较重，规模较大，可以有效环节企业的融资压力，并且并不会额外增加企业的财务压力。所以本文推断商业信用融资会对企业的经营绩效产生一定的有利影响。

其次是银行贷款融资，银行贷款融资也是建筑行业占比较高的融资方式之一，但是由于随着我国资本市场的不断发展和完善，银行对风险控制把握严格。因此，对于建筑业这种大体量、高风险的资金需求方尤其是处于产业链末端的施工企业来说，进行贷款申请的困难非常大并且银行贷款融资的利率也处于一个高位水平。且对于建筑行业来说，银行借贷的期限一般都比较短，会给企业造成比较大的财务压力，也因为这种融资方式的成本很高，所以会增加企业的融资成本，降低企业价值，不利于企业的经营绩效。再融资结构中继续讨论公司的债权融资的占比，目前建筑行业整体的企业债券融资的比例非常低，根据对建筑行业上市公司的财务数据进行统计，发现建筑行业债券融资的比例只占了整体融资比例的4%，所占的比重非常小。债券融资不仅可以起到税盾作用，消减利润来避税，并且根据信号传递理论，使用债券融资可以向外界传递企业价值被低估的积极信号，有助于企业的经营业绩水平。

根据以上分析，可以通过分析债务融资的类型结构提出假设：

**H1b:在债务融资的类型结构中，银行借贷融资的占比越大，企业绩效的表现会越差，而商业信用融资和债券融资的比重与企业绩效的表现呈现正相关关系。**

本文还将从期限结构的角度考察债务融资结构对企业绩效的影响关系，于是将债务的期限结构短期债务融资率与长期债务融资率，分别用他们占总资产的比率来表示债务融资的期限结构。

短期债务融资最大的特点就是时限短，对资产的流动性有着更高更严格的要求，对于建筑行业这种每一个投资项目的周期都很长，需要大量持续的资金投入的这种行业特点来说，需要持续不断的进行新一轮的融资才可以保证企业源源不断的资金需求，但是并不是每一次的短期融资都能够成功获得企业所需要的资金，所以对于企业来说，过度的依赖短期债务融资可能会带来企业资金流不顺的风险。加之短期债务融资的成本会比长期债务融资的成本更高，因为除了利率成本之外，多次进行短期债务融资所耗费的时间、劳动成本也比进行一次长期债务融资的成本更高。而相比起短期债务融资，长期债务融资的时间期限与一般的建筑行业所投资的项目的时间能够更匹配，由于期限较长，企业可以用以进行更多的投资选择，选择收益率更高的产品进行相应的投资，对企业的经营绩效表现来说更为有利。根据以上分析和理论，提出关于债务融资期限结构的假设：

**H1c：****短期债务融资的占比与企业的经营绩效之间呈现负向关系，而长期债务融资的占比与企业经营绩效之间存在正向关系。**

* + 1. 股权融资结构与企业绩效的影响关系

根据信号传递理论，因为信息不对称的原因，股权融资往往会向外界传递出企业的价值被高估的信号，并且如果有些中小股东将股权融资的举动看成企业经营不善、资金短缺的现象，可能会抛售手中持有的股票，甚至造成企业的股价突然崩盘的情况，这对企业的价值和绩效表现来说是较为严重的打击。

根据代理成本理论来说，由于当今资本市场的迅速持续发展，股权结构逐渐由分权走向了集中，从而拥有很大份额的股权的股东就成为了控股股东，控股股东维护自身的权益的目的和中小股东希望能够保持企业的价值从而使自己收益的目的又产生了冲突。同样因为信息不对称因素的存在，如果股权融资的体量过大，股权融资会造成股东的现金流权和控制权进行两权分离的现象，大的持股股东有更大的话语权，导致他们可能会利用信息的不对称性，为自身谋取私利，同时侵占小股东的权益，产生侵占效应增强，并且对企业的总体经营绩效是不利的。

相对于债务融资来说，股权融资对企业的约束作用较小，甚至会在一定程度上改变投资者的投资偏好。因为对于企业的经营来说，利润是由股东直接得到享受，而产生的损失或者是产生的风险是由债权人和股东共同承担的，利润由债权人享有而风险和亏损由债权人和股东共同承担，这种不对称的关系使得决策者即控股股东更愿意去选择投资风险更大但是收益更高的项目，可能甚至会造成过度投资的现象，这种可能会导致在财务风险方面没有得到合理地管控，对于企业的价值和整体的绩效来说有着抑制作用。所以考虑这些因素，本文认为股权融资与企业绩效之间存在负相关关系。

**H2a：企业的股权融资比例越低，企业的经营绩效就越好。**

在企业中股东所持有的股权的比例关系形成了股权的结构，因为股权的比例关系会影响股东的控制权，影响股东直接或者间接对公司治理参与的水平，从而也会对企业的经营绩效水平产生影响，所以将从股权结构的角度考虑对企业绩效产生的相关影响。

首先是考虑股权集中度对企业经营绩效的影响关系。根据股权的集中度来看，可以把企业分为集中型、分散型和居于中间的相对集中型，当股权处于分散状态时，由于分散的股东缺乏激励去积极参与公司治理和管理，所以在管理企业和制定决策的高效性上都会产生相应的问题，股权分散会容易造成一些股东“搭便车”的情况出现，并且由于企业的参与管理的股东的积极性不高，在对企业的日常经营与决策上需要花费更多的监督成本，对企业的经营绩效会产生不利影响，所以根据理论本文推测股权越集中，相应的会对企业绩效产生较好的影响。但是当企业的大股东即实际经营的控制者过分集权，企业很有可能出现“一言堂”的情况，为了追求个人的利益而不是更多考虑企业经营利益最大化的目标，就可能表现在企业的不好的经营绩效上。而相反当其他大股东可以对持有最大股份的股东之间进行制衡，就可以在一定程度上防止出现大股东侵占其他中小股东利的情况。根据以上理论分析，对股权融资的具体结构对企业绩效的影响关系提出假设：

**H2b:股权越集中，股权控制程度越高，企业经营绩效表现越好。**

* + 1. 内源融资结构与企业绩效的影响关系

目前由于建筑行业的竞争非常激烈，许多施工的企业为了能够达到中标的的目的，纷纷压低成本，竞相压价，使得建筑企业能够获得的利润空间被一再压缩，根据前文分析可以看出行业整体的利润水平比较低，加上建筑行业的项目周期都比较长，涉及到的资金体量非常庞大，所以施工企业的工程款很多都是以应收账款的形式产生在建筑行业企业的资产里，甚至会经常出现拖欠工程款的情况。这就使得建筑行业的利润率普遍较低且资金短缺的情况出现。根据对上市公司内源融资率的统计，上市企业的内源融资体量都很小，不能完全满足投资和持续经营的需要，所以对于建筑行业的企业来说，内源融资还有很大的发展空间。对于融资成本来说，内源融资的成本更低，对于企业的自由现金流来说，企业可以节省更多。同时企业的内源融资是最容易获得的，不会受到外界过多的制约从而对融资产生影响，同时融资的成本较低且并不受到外界干预，不会给企业造成过多的财务压力，对企业的风险影响较小。

考虑到内源融资资金的产生和使用与债权人无关，就不会产生类似于债务融资所造成的债权人和股东之间的利益不一致而造成的利益冲突，有助于企业决策的稳定性和高效性，不会产生代理问题所带来的矛盾，对企业的经营和绩效表现产生这种不利的影响。并且根据信号传递理论来说，可以通过融资方式向外界传递出有关企业经营情况的信号，企业的内源融资较多说明企业的现金流比较充足，自有资金比较充分，能够给外界传递一个企业经营状况良好、前景较好的信息，传递的利好消息可以吸引更多的投资者，从而能进一步提升企业价值。

**H3:企业的内源融资比例越大，企业的经营绩效表现越好。**

* 1. 变量选取
     1. 被解释变量选择

本文探讨的问题是对企业绩效的影响，所以解释变量应该能够合理地反映出企业的绩效。通过之前对企业绩效进行的介绍，以及参考很多学者进行类似探讨的相关文献，关于企业绩效的衡量方式有很多，例如常见的EPS、托宾Q值等等。下面将对这些指标进行简单介绍：

（1）EPS的计算公式为期末净利润/期末股份总数，也是衡量企业的经营成果的指标之一，通过股东所持有的每一股所得到的收益或者面临的损失来衡量，EPS越高，说明股东能够获得的收益越好。

（2）托宾Q值，托宾Q值是用来衡量企业投入的资本成本是否带来了比成本更高的市场价值。高Q值意味着高产业投资回报率。计算公式为企业市价(股价)/企业的重置成本。

本文选取的是EPS作为主要衡量企业绩效的指标。而在稳健性检验中将托宾Q值作为企业绩效的衡量指标进行再次检验。

* + 1. 解释变量选择

解释变量主要能够突出表现出本文所需要展示的企业的融资结构的指标。参考相关研究各个学者的文献，加上综合评估所选建筑行业的行业特征，本文将从以下几个指标综合反映企业的融资结构。

（1）债务融资率，是指总负债与总资产的比值。

（2）长期与短期债务融资率。这是指衡量债务融资结构的融资期限的指标，用公式分别表达为长期负债和短期负债与总资产的比值。为了进一步分析建筑行业内债务融资这一占比最大的融资方式的具体会如何影响企业的绩效，引入了融资期限这一分类标准对其进行细分进一步探讨。

（3）根据企业的债务融资的类型结构把债务融资分为银行贷款融资率、商业信用融资率和企业债券融资率。为了衡量每种债务类型会对企业绩效产生的相关影响，所以把这三个指标也作为解释变量。

（4）股权融资率。股权融资率=（股本+资本公积）/总资产，用来表示股权融资占企业总资产的比例。

（5）为了进一步探讨股权融资结构对企业绩效会产生的相关影响，将在企业中股东所持有的股权的比例关系用股权集中度进行衡量，同时考察股权的控制权对企业经营绩效的影响程度，于是用第二至第九大股东的占股比例/第一大持股股东的占股比例来衡量企业股权的控制程度。

（6）内源融资率。内源融资率的公式表达为（盈余公积+未分配利润+折旧）/总资产。

* + 1. 控制变量选择

除了以上所已经所有的变量，还有众多因素会对我们所需要研究的企业绩效产生一定的影响，所以在实际分析问题，进行模型构建时，要考虑其他的因素对绩效产生的影响并对其进行控制。在 参考相关文献后，所选取的控制变量有以下几个：

（1）企业规模。本文选取的上市公司的规模大小各不相同，而由于规模效应等因素的存在，所以企业规模会对企业绩效产生一定的影响。理论上来说，由于规模效应的存在，规模越大的企业能够降低生产管理成本、提升企业的商誉等，对企业绩效有着积极作用。本文选取总资产的自然对数来衡量企业的规模大小。

（2）企业成长性。企业的成长性反映的是企业目前处于哪一发展阶段。是衡量企业发展速度的指标，一般来说，企业的成长性与绩效之间呈正相关关系，发展速度越快，企业的绩效也就越高。本文采用营业收入增长率来衡量企业的成长性。

（3）所有制结构。由于建筑行业需要大量的集中资金来支撑企业的运转，而国企相对于民企而言，在融资方面有更大的优势，根据统计发现，国企的债务融资率平均要比民营企业更高，这种所有制的区别也会对企业的融资规模水平产生一定的影响，进而影响企业绩效。所以本文针对不同企业的所有制情况，将所有制结构设为虚拟变量，将民营企业的所有制结构赋值为1，国有企业的所有制结构赋值为0。

综上所述，下表展现了本文所需变量的总览图。

表4-1：变量统计表

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量类型 |  | 变量名称 | 变量简写 | 计量方式 |
| 被解释变量 | 企业绩效 |  | EPS | 期末净利润/期末股份总数 |
|  | 托宾Q值 | 净利润/股东权益 |

续表

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量类型 |  | 变量名称 | 变量简写 | 计量方式 |
| 解释变量 | 债务融资结构 | 债务融资率 | DB | 总负债/总资产 |
| 银行贷款融资率 | BD | （短期借款+长期借款）/总资产 |
| 公司债券融资率 | RBF | （应付短期债券+应付债券）/总资产 |
| 商业信用融资率 | CFR | （应付账款+应付票据+预收账款）/总资产 |
| 短期债务融资率 | STDB | 短期负债/总资产 |
| 长期债务融资率 | LTDB | 长期负债/总资产 |
| 股权融资结构 | 股权融资率 | EFR | （股本+资本公积）/总资产 |
| 股权集中度 | CR | 前十大股东占股比例 |
| 股权控制度 | CONTROL | 二至九名股东占股比例/第一大股东占股比例 |
| 内源融资结构 | 内源融资率 | IFR | （盈余公积+未分配利润+折旧）/总资产 |
| 控制变量 |  |  | GROWTH | 营业收入增长额/上年营业收入总额 |
|  | SET | 企业总资产的对数 |
|  | PRO | 赋值，国有企业为0，民营企业为1 |

* 1. 模型构建

根据以上提出的假设的基础上进行多元线性回归模型的构建，从数据实证的角度考量融资结构对企业绩效的影响。本文采用2015年-2020年的建筑行业上市公司的财务数据作为面板数据进行度量，因此面板数据包含了时间序列数据和截面数据，可以在一定程度上减少解释变量之内的共线性的问题。

模型一主要考察的是债务融资与债务融资类型结构对企业绩效的影响，P代表的是企业绩效，DB是解释变量债务融资率，债务融资类型结构分别用解释变量银行贷款融资率BD、公司债券融资率RBF和商业信用融资率CFR来衡量，SET、GROWTH、PRO分别代表的是企业的规模、成长性和所有权结构这三个因素作为控制变量对企业绩效带来的影响。模型一可表示为公式4-1：

（4-1）

模型二则从债务融资期限结构的角度考察对企业绩效产生的影响，使用P来表示企业绩效，DB是解释变量债务融资率，同时债务的期限结构使用长期债务融资率LTDB和短期债务融资率STDB来进行衡量。同样使用SET、GROWTH、PRO作为控制变量。模型二用公式4-2来表示：

（4-2）

模型三则考察的是股权融资对企业绩效的影响，P代表的是企业绩效，EFR是解释变量股权融资率，SET、GROWTH、PRO作为控制变量作用同上。模型一可表示为公式4-3：

（4-3）

模型四则考察的是内源融资对企业绩效的影响，P代表的是企业绩效，IFR是解释变量股内源融资率，SET、GROWTH、PRO作为控制变量作用同上。模型四可表示为公式4-4：

（4-4）

1. 实证结果分析

根据第四章的模型设计构建的固定效应模型，本章进行具体的实证分析。首先是对所有样本数据进行描述性统计，简单分析总样本的融资结构情况和绩效表现情况。然后使用皮尔逊相关性检验进行相关性分析，证明变量的设置和选取具有可行性。第三步是对假设根据设置的模型进行多元回归，验证出假设是否成立。最后则通过稳健性检验来验证实证结果是否达到稳健。最后对得出的结果进行总结。

* 1. 描述性统计分析

首先使用stata软件对从csmar里提取出的八十三家建筑行业上市企业做简单的描述性统计分析。下表5-1展现了变量的类型、均值、最大值、最小值和方差。

表5-1相关变量描述性统计表

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| VARIABLES | N | mean | sd | min | max |
| EPS | 479 | 0.388 | 0.470 | -2.473 | 1.893 |
| DB | 479 | 0.638 | 0.173 | 0.0282 | 0.929 |
| BD | 479 | 0.185 | 0.0943 | 0 | 0.510 |
| RBF | 479 | 0.0493 | 0.0353 | 0.00533 | 0.166 |
| CFR | 479 | 0.327 | 0.110 | 0.0755 | 0.577 |
| STDB | 479 | 0.541 | 0.147 | 0.115 | 0.828 |
| LTBD | 479 | 0.114 | 0.0953 | 0.00513 | 0.557 |
| EFR | 479 | 0.249 | 0.338 | 0.0158 | 3.102 |
| CR | 479 | 60.67 | 15.10 | 22.75 | 100 |
| control | 479 | 0.880 | 0.760 | 0.0466 | 5.036 |
| IFR | 479 | 0.0854 | 0.273 | -2.410 | 0.514 |
| Q | 479 | 1.522 | 1.419 | 0.811 | 15.61 |
| GROWTH | 478 | 4.105 | 58.34 | -11.92 | 1,208 |
| SET | 479 | 23.25 | 1.894 | 18.20 | 28.42 |
|  |  |  |  |  |  |

根据描述性统计表5-1可以看出，建筑行业上市公司2015-2020年的企业的EPS的最大值为1.893，最小值为-2.473，可以看出不同企业之间的绩效差别较大，这与建筑行业内不同企业的规模、经营方式和性质等各个方面的都有所关联，标准差在0.5左右，可以发现企业之间的绩效表现差异较大。而建筑行业的上市公司的负债融资率的均值为63%，处于较高的水平，最大值为92%，最小值为2.8%，这种极端的负债率的差异非常大，但是行业内负债融资的标准差在0.17，说明行业内的大部分公司的负债融资率的差异并不是很大。对于负债融资的类型结构上，商业信用的融资率是占比最大的，均值能够达到32%，其次占比较重的是银行贷款融资，平均占比达到了16%，但是由于我国债券市场目前还不是很完善，对于建筑行业来说，债权融资目前的规模比较小，平均的比例只有1.7%，最高的占比最多也只有16%，可以从数据中看出建筑行业在类型上的偏好比较明显。而关于债务融资的期限结构，短期债务融资的比重远远超过了长期的债务融资，可以看出建筑行业有比较明显的短期债务的偏好，短期的还款压力比较大，对企业的财务风险来说也处在一个风险较大的水平。短期债务融资的平均占比大概在54%，而长期的债务融资率只有9%。而从企业的股权融资率来看，均值在24%，建筑行业的股权融资的标准差在0.33，说明不同的企业选择股权融资的偏好差异较大。企业的股权集中度均值在60%左右，说明在建筑行业内股权比较集中，并且第二至第九大股东的持股比例除第一大股东的持股比例均值为0.88。最后内源融资率的均值只有8%，在整个的企业的融资结构中占了非常少的部分，而整体的标准差是0.27，说明行业内的水平差异不是很大，这样的有明显偏向的融资结构可以看出是比较不合理的，负债融资占有的比例非常高，而其他的融资方式尤其是内源融资相对来说就显得非常少。

* 1. 相关分析

关于本次研究所涉及到的相关变量，为了简单分析他们之间是否存在多重共线性以及粗略地了解解释变量和被解释变量是否相关，所以进行相关性分析研究。结果如下表5-2所示：

表5-2：相关性分析总览表

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Variables | (EPS) | (DB) | (STDB) | (LTBD) | (EFR) | (CR) | (control) | (IFR) |
| EPS | 1.000 |  |  |  |  |  |  |  |
| DB | -0.134\*\*\* | 1.000 |  |  |  |  |  |  |
| STDB | -0.080\* | 0.830\*\*\* | 1.000 |  |  |  |  |  |
| LTBD | 0.115\*\* | 0.502\*\*\* | -0.066 | 1.000 |  |  |  |  |
| EFR | -0.304\*\*\* | -0.591\*\*\* | -0.487\*\*\* | -0.303\*\*\* | 1.000 |  |  |  |
| CR | 0.338\*\*\* | 0.062 | 0.151\*\*\* | -0.122\*\*\* | -0.197\*\*\* | 1.000 |  |  |
| control | -0.162\*\*\* | -0.302\*\*\* | -0.212\*\*\* | -0.212\*\*\* | 0.219\*\*\* | -0.151\*\*\* | 1.000 |  |
| IFR | 0.255\*\*\* | 0.058 | 0.065 | 0.004 | -0.834\*\*\* | 0.195\*\*\* | -0.056 | 1.000 |

从图中的相关性分析可以简单地分析出因为相关系数都没有超过0.7，所以存在多重共线性的可能性比较小，并且解释变量与被解释变量可以从图中看出也有一定的相关性。通过相关性分析可以简单地看出负债融资比例与股权融资占比和EPS之间具有比较显著的负相关的关系，同时可以通过相关性分析简单地得出结论内源融资比例和EPS之间存在比较显著的正相关关系。从债务融资的期限结构上来看，短期债务融资和长期债务融资的相关系数也是与假设相符合。

对上述模型进行豪斯曼检验来判断是否可以使用固定效应模型，所得的结果如下表所示：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 表5-3：Huasman检验结果 | | |
| 模型 | chi2 | Prob>chi2 |
| 一 | 26.73 | 0.0000 |
| 二 | 31.23 | 0.0000 |
| 三  四 | 33.81  23.59 | 0.0000  0.0000 |

根据huasman检验的统计结果可以看出，因为p值<0.01，所以原假设被拒绝，随机效应的基本假设无法满足因此拒绝原假设，所以应该采用固定效应模型。所以接下来本文即将使用固定效应模型进行进一步分析。

* 1. 回归分析

根据之前所建立了模型对数据进行回归分析，首先是对债务融资结构进行回归分析，所得出的结果如下：

表5-4：面板数据模型回归结果

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
| VARIABLES | Y | y | y | y |
|  |  |  |  |  |
| DB | -1.070\*\*\* |  |  |  |
|  | (-5.43) |  |  |  |
| BD | -1.556\*\*\* |  |  |  |
|  | (-2.71) |  |  |  |
| RBF | 1.087\*\*\* |  |  |  |
|  | (2.72) |  |  |  |
| CFR | 0.616\*\*\* |  |  |  |
|  | (2.96) |  |  |  |
| STDB |  | -0.766\*\*\* |  |  |
|  |  | (-4.69) |  |  |
| LTBD |  | 1.343\*\*\* |  |  |
|  |  | (5.01) |  |  |
| EFR |  |  | -0.080\*\* |  |
|  |  |  | (-2.19) |  |

续表

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
| VARIABLES | Y | y | y | y |
| CR |  |  | 0.007\*\*\* |  |
|  |  |  | (5.47) |  |
| control |  |  | -0.015 |  |
|  |  |  | (-0.58) |  |
| IFR |  |  |  | 0.294\*\*\* |
|  |  |  |  | (4.12) |
| GROWTH | 0.001 | -0.000 | -0.000 | -0.000 |
|  | (0.56) | (-0.66) | (-0.33) | (-0.26) |
| SET | 0.191\*\*\* | 0.168\*\*\* | 0.077\*\*\* | 0.099\*\*\* |
|  | (8.37) | (11.03) | (5.50) | (8.05) |
| PRO | -0.143\*\* | -0.116\*\* | -0.253\*\*\* | -0.022 |
|  | (-2.54) | (-2.39) | (-3.10) | (-0.48) |
| Constant | -3.981\*\*\* | -2.937\*\*\* | -1.795\*\*\* | -1.932\*\*\* |
|  | (-6.49) | (-9.03) | (-5.38) | (-6.46) |
|  |  |  |  |  |
| F | 26.41 | 33.60 | 26.73 | 34.77 |
| Prob > F | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| Observations | 478 | 478 | 478 | 478 |
| R-squared | 0.475 | 0.302 | 0.254 | 0.227 |

t-statistics in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

* + 1. 债务融资结构与企业绩效的回归分析

根据上表模型一对债务融资以及债务融资类型结构的回归分析可以得出结论，债务融资率与企业绩效在1%的水平上呈显著关系，相关系数为-1.070，即呈现负相关关系，当债务融资率上升一个单位，企业绩效就下降1.070个单位。本次模型回归的t统计量值为-3.80，该模型在1%的水平上通过了t检验，回归方程显著，并且F值的统计量为26.41，同样说明在1%的水平上是显著的。拟合优度为0.5左右，说明债务融资占比与企业绩效之间存在显著的负相关关系。说明假设H1a成立。

同样在第一个模型的回归结果中，可以看到银行贷款融资的回归系数为-1.056，并且通过了显著性水平为1%下的t检验和F检验，说明当建筑行业企业的银行贷款的占比增加1个单位时，相应的企业绩效会下降1.056个单位，说明银行贷款融资与企业绩效之间呈现的负相关关系。在建筑行业内商业信用融资与企业绩效的相关系数为1.087，F值为26.41，也通过了显著性水平为1%的检验，同样可以说明商业贷款融资对企业绩效之间有显著的正向影响。债券融资占比与企业绩效的之间的回归系数为0.616，t值和F值分别为2.96和26.41，通过了显著性水平为1%的t检验和F检验，表明在建筑行业中，债券融资率对企业的绩效表现有显著的正向影响。债券融资率的增加会提高企业的绩效，债券融资率每增加一个单位，企业的绩效就会增加0.616个单位。通过以上的回归结果的分析，可以总结为银行贷款融资率会对企业绩效表现呈现负向相关，而商业信用融资率和企业债券融资率与企业绩效之间呈现正向相关关系，说明假设H1b成立。同时建筑行业的企业规模和企业的所有制同样根据回归结果，可以看出对企业绩效表现的显著影响。企业的规模越大，可以看出对企业具有显著的积极影响，对建筑行业这种大型的施工行业来说，更大的规模意味着更集中的管理，同时因为企业规模较大一般可以承受更大型的项目，在建筑成本上也更有优势，形成成本领先。但是企业的成长性没有通过显著性水平为10%的检验，说明在这个模型中，建筑行业的企业成长性对企业绩效表现的影响不大。

通过对企业债务期限结构的分析即模型二的回归结果进行分析，短期债务融资率与企业绩效的回归系数为-0.766，通过了在1%水平以下的显著性检验，t值为-4.69，F值为33.6，说明短期的债务融资率与企业绩效之间存在显著的负相关关系，当短期债务融资率增加一个单位时，企业的绩效会下降0.766个单位。而长期债务融资率和企业绩效之间的相关系数为1.343，同样通过了1%水平下的显著性检验。说明可以得出结论，长期债务融资率对企业绩效有着显著的正向影响。根据模型二得出的回归结果可以验证假设H1c，短期债务融资的占比与企业的经营绩效之间呈现负向关系，而长期债务融资的占比与企业经营绩效之间存在正向关系。对于短期债务融资来说，确实可以在一定程度上抑制企业过度投资的行为，但是由于建筑行业本身的短期融资率在整体的债务融资率内较高，在段时间内会带来较大的财务风险，同时由于建筑行业的行业的特殊性，所以短期的负债并不能够通过投入收益较高回报较好的项目中为企业创造更好的价值，所以在此基础上就会对企业的绩效产生一定的负面影响，而与此相反的就是长期负债。由于周期较长，正好与建筑行业的建设周期相吻合，可以用来选择更好地周期较长的投资项目。

* + 1. 股权融资结构与企业绩效的回归分析

根据上表的模型三可以得出结论，股权融资率与企业绩效之间是存在显著的负相关关系。因为股权融资率和企业绩效的回归系数为-0.080，即当股权融资率上升一个单位，企业绩效就下降0.05个单位。调整后的R方为0.254，对于整个模型来说，拟合效果比较好并且回归模型的F值是26.73，P值为0，回归方程显著，模型的变量通过了F检验，模型具有统计意义。同时t值表示该模型在1%的水平下显著。因此与本文的原本的假设H2a相符，并且对股权融资结构进行分析，可以得出结论股权的集中度和企业的绩效表现具有显著的正相关关系，因为回归结果的相关系数为0.007，并且在1%的水平下通过了显著性检验，t值为5.47，说明在建筑行业内，股权的集中度越高，企业的绩效表现更好，说明在建筑行业内，集中的股权结构比较集中，可以形成大的控股股东，大股东的利益与企业的绩效直接进行挂钩，可以使股东以及管理者有更好的积极性对企业的日常经营活动进行监督和管理。根据前文描述性统计的结果可以看出建筑行业上市公司的股权集中度平均大约在60%，所有对于建筑行业来说股权较为集中，但是还没有达到过度集中的水平。但是股权的制衡程度与企业绩效之间并没有很显著的关系，并没有通过水平为10%的显著性检验，可以得出结论在建筑行业股权融资结构之中，股权的制衡度对企业绩效之间的影响关系并不显著。说明在不同的建筑行业的企业内，企业的最大股东权力比较集中可能会使有些企业的大股东考虑的更多是个人的利益，出现“一言堂”的情况，使得企业可能做出一些不利于企业经营绩效的决定，但是也有可能出现因为最大股东的利益和企业的绩效相挂钩，使得最大的控股股东对企业的经营和管理可更具有积极性，并且大股东也可以根据自身的资源来促进企业的更好的发展，所以关于最大股东的控制程度由于会因为个体差异产生不同的作用，所以与企业的绩效表现没有直接的线性关系。根据回归结果来看，在股权的集中程度上是验证了H2b的假设，股权的集中度越高，建筑行业内的企业绩效就越好。但是从股权的控制程度上来看，与企业绩效没有显著的线性关系。

* + 1. 内源融资结构与企业绩效的回归分析

最后就是关于内源融资结构的分析。根据模型四的回归结果分析可知，内源融资率和企业绩效之间的回归系数为0.294，回归模型的F值是34.77，P值为0，回归方程显著，模型的变量通过了F检验，模型具有统计意义。因为内源融资与企业绩效之间的相关系数是0.294，是正相关关系，且t值为4.12，p值小于0.01，说明股权融资率与企业绩效在1%的水平上呈显著关系，该结论与之前的理论相符合，并且从实证角度验证了假设H3。

* 1. 稳健性检验

为了对该实证结果的稳健性做出相应的考察，观察在改变相应参数时是否还能得到与原来的实证结果类似的结论，本文将被解释变量由原来的EPS换成托宾Q值作为衡量企业绩效的具体指标，按照回归分析的方法再次进行回归检验，观察所得出的结果是否与前者相一致，来验证实证结果的稳健性。所得出的回归结果如下图所示。

表5-5：稳健性检验的模型回归结果

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (5) | (6) | (7) | (8) |
| VARIABLES | Y | y | y | y |
|  |  |  |  |  |
| DB | -1.334\*\* |  |  |  |
|  | (-2.23) |  |  |  |
| BD | -1.049\* |  |  |  |
|  | (-1.74) |  |  |  |
| RBF | 0.564\*\*\* |  |  |  |
|  | (2.63) |  |  |  |
| CFR | 1.334\*\* |  |  |  |
|  | (2.23) |  |  |  |
| STDB |  | -1.677\*\*\* |  |  |
|  |  | (-4.40) |  |  |
| LTBD |  | 1.262\*\* |  |  |
|  |  | (2.02) |  |  |
| EFR |  |  | -3.224\*\*\* |  |
|  |  |  | (-21.98) |  |
| CR |  |  | 0.04\*\*\* |  |
|  |  |  | (3.27) |  |
| control |  |  | -0.127\*\* |  |
|  |  |  | (-2.19) |  |
| IFR |  |  |  | 3.012\*\*\* |
|  |  |  |  | (18.04) |
| GROWTH | -0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.001 |
|  | (-0.29) | (-0.75) | (-1.41) | (-0.67) |
| SET | 0.055\*\*\* | 0.238\*\*\* | 0.076\*\* | 0.265\*\*\* |
|  | (4.37) | (6.69) | (2.49) | (9.17) |
| PRO | -0.334\*\* | -0.252\*\* | -0.296\*\*\* | -0.123 |
|  | (-2.42) | (-2.22) | (-2.85) | (-1.15) |
| Constant | 2.327\*\*\* | 8.170\*\*\* | 2.517\*\*\* | 7.985\*\*\* |
|  | (6.81) | (10.78) | (3.47) | (11.40) |
|  |  |  |  |  |
| F | 24.21 | 32.43 | 121.89 | 133.29 |
| Prob > F | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| Observations | 478 | 478 | 478 | 478 |
| R-squared | 0.312 | 0.278 | 0.608 | 0.530 |

Robust t-statistics in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

从上表的回归结果中可以看出，分别将原来的四个模型的被解释变量换为托宾Q值得到新的模型和回归结果，在模型五关于债务融资类型结构的回归检验中可以得出，债务融资率通过了显著性水平为1%的t检验，回归方程是显著的，并且总的债务融资率与企业绩效之间呈现负相关关系，相关系数为-1.334，说明债务融资率每上升一个单位，托宾Q值会下降1.334个单位，模型一得出的结论是稳健的。并且根据对债务融资的类型结构进行稳健性检验，可以得出结论银行贷款的融资方式占比和企业绩效之间同样是在显著性水平为10%以下的负相关关系，虽然并没有EPS作为被解释变量的显著性那么强的关系，但是总体也是显著的，而商业信用融资和企业债券融资也都是通过了显著性水平为1%的稳健性检验，并且都是对企业绩效起到了正向的积极影响，这与之前的假设二是相符合的。说明模型H1b的结果是稳健的。同时对划分的债务融资结构长期债务和短期债务来说，结果也和之前的实证结果保持一致，同样都通过了t检验并且相关性也是与前文相符合，长期债务融资与企业绩效之间呈现显著的正相关关系，与此相反的是短期债务融资与企业绩效之间呈现显著的负相关关系，这样的结论也与之前的结果和理论相符合。在模型七中可以看到，股权融资与企业绩效呈现负相关关系，并且通过了t检验和F检验，在1%的水平上是显著的，可以证明原来的假设H3的结果是成立的。而股权的集中度和股权的控制程度在托宾Q值的检验中都是显著的，股权的集中度与企业依旧呈现的是正相关关系，说明之前的模型三的结果是稳健的。而股权的控制程度与之前回归的结果不同，表示出了负向影响，即股权的控制程度越低，企业的绩效水平就越高，说明大股东集权有助于企业绩效的更好的发展。模型八所得出的内源融资和企业绩效之间的回归结果是显著正相关的，同样是在1%的水平下显著，可以得出结论模型四也同样是稳健的。

* 1. 实证结果小结

本章以建筑行业83家上市公司的经营数据为样本，以2015-2020年作为样本区间，对研究对象进行描述性统计、相关性分析和回归分析可以得出以下结论：

（1）企业的债务融资比重与经营绩效之间呈现负相关关系

（2）对企业的债务融资类型结构上说，企业的银行贷款融资的比重与企业绩效之间呈现负相关关系，而企业的商业信用融资和企业债券融资的占比与企业绩效之间呈现正相关关系。

（3）对企业债务融资的期限结构上说，长期债务融资比重越大，企业的绩效表现越好，但是相反短期债务融资的比重越大，企业的绩效表现相对会更差。

（4）企业的股权融资的比重越大，其企业的绩效表表现越差

（5）在股权融资结构中，企业的股权集中度越强，企业的绩效表现就会越好，而股权的控制程度即第一大股东的持股比重对企业绩效之间则没有显著的相关性。

（6）企业的内源融资占比与企业绩效之间呈现正相关关系

在结论的最后对控制变量对企业绩效的影响进行分析，得出的结果是在建筑行业内，企业的规模越大，企业是国有制，企业的绩效表现则越好。而企业的成长性在本次实证中发现对企业的绩效表现没有显著的影响。

1. 总结与建议
   1. 研究结论

建筑行业是国民经济的支柱产业之一，对国民经济起到了重要的推动发展作用，目前我国的建筑行业还处在不断发展完善的时期，同时对于行业的普遍融资结构，建筑业的融资结构并不完全完善，还有改进和发展的空间。对于整个建筑行业来说，研究融资结构与企业绩效之间的关系具有重要意义。

（1） 债务融资率与企业绩效之间呈现负相关关系。

虽然根据理论来说，债务融资率对企业绩效之间的影响是双向的，同时根据之前的很多其他文献也对很多不同行业的债务融资与企业绩效之间的关系进行过实证分析，有的行业实证的结果是正相关关系，也有会出现呈现“倒U型”的关系的情况，但是由于建筑行业的特征所需要的大体量的资金，并且回收期非常长，加上宏观上来说，我国的资本市场发展也并不完善，很多的融资方式都不能够被满足，所以债务融资率非常高。由于过高的债务融资率使得企业的财务风险较高，破产成本和财务困境成本超过了负债所带来的税盾的收益，所以会对企业绩效产生负向影响。而对于债务融资的结构来说来说，长期债务融资和短期债务融资都会对企业产生一定的负影响，具体来说长期债务融资会对股权融资产生一定的正向作用，而短期债务融资则对企业的整体经营情况出现一定的阻碍作用。这是因为对于建筑行业来说，投资项目的周期长、回收速度慢，这样的特性与长期债务比较匹配，而过多的短期债务会对公司的财务产生较大的风险和压力，不利于企业绩效的增长。

（2）对企业的债务融资类型结构上说，企业的银行贷款融资的比重与企业绩效之间呈现负相关关系，而企业的商业信用融资和企业债券融资的占比与企业绩效之间呈现正相关关系。

对建筑行业的债务融资的类型上说，有行业的偏好，行业内会选择银行贷款融资和商业信用融资更多，公司的债券融资比重很小，这与我国的债券市场发展不完善有关，企业会更加依赖商业信用和银行贷款，因为这两种融资方式对于发展起步不久建筑行业来说门槛更低，条件更宽泛，所以更容易获得。但是由于银行贷款的利率非常高，会极大地提高建筑企业的融资成本，所以会对企业造成比较大的财务压力，而商业信用融资主要构成是应付账款和预收账款，在建筑行业内，应付账款主要是材料成本费用和工程的结算款，预收账款则更多是备料款和进度款这些不需要实际还清的账款，而是需要交付商品，使用这种融资方式不会对企业产生额外的资金成本，所以可以在缓解企业资金压力的同时提高企业的绩效。

（3）对企业债务融资的期限结构上说，长期债务融资比重越大，企业的绩效表现越好，但是相反短期债务融资的比重越大，企业的绩效表现相对会更差。

建筑行业的融资特点是以短期融资为主，但是短期的融资一般成本较高，并且对企业的财务现金流的压力较大，会让企业产生更大的财务风险，甚至造成无法还清债款资不抵债最后导致破产的结果，这对企业的经营绩效的表现来说是不利的，同时，短期的债务融资对于建筑业行业这个项目周期较长的特来说，期限和投资项目不匹配，会更容易造成企业资金的闲置和浪费，而长期融资的期限正好与企业的项目周期相匹配，可以让企业的资金流入到更多周期更长、收益更高的项目中来提升企业的经营业绩。

（4） 股权融资率与企业绩效之间呈现负相关关系。

对于建筑行业来说，股权融资的资本成本相对较高，采用增募股本的融资方式也会使得现在的股东对企业的控制权被稀释，会降低股东的参与公司日常管理的积极性，不利于企业的经营。加上通过股权融资不需要进行还本付息，不会对企业的管理者产生经营压力，失去激励作用。公司通过股权融资筹集到的大量资本如果不能带来更高的实际收益率的增长，就会使得企业的业绩下降。同时根据信号传递理论，过多的股权融资则传递出来的信号是企业的价值被高估，传递出的不利的信号对企业的经营也会产生负面影响。

（5） 内源融资率与企业绩效之间呈现正相关关系。

建筑行业整体的内部资金的体量非常小，所以内源融资普遍较低。但是对于企业来说，通过自留的内部资金进行新项目的投资活动和日常经营活动，不需要还本付息，大大降低了企业的融资成本，并且由于是企业的内部决策，受到外界的影响和控制小，降低了交易成本，所以对于企业来说，采用内部融资对企业的经营发展来说是非常好的选择，这一实证结果与优序融资理论也是相符的。

* 1. 建议

基于上述理论和实践的分析，我国的建筑行业的融资结构非常不平衡，债务融资平均占到了65%以上，根据实证分析发现企业的债务融资率与企业绩效之间呈现的是负相关作用，并没有像税盾理论、信号传递理论中所认为的那样发挥出债务融资所具有的税盾作用、激励作用等对企业绩效产生正面影响的作用，反而对企业的经营绩效带来了负面影响。说明对于建筑行业来说，过多的债务产生的边际破产成本和财务困境成本已经超过了由于税盾给企业带来的收益。同时内源融资在建筑行业所占比重过少，但是根据实证结构可知内源融资能够给企业的经营绩效产生积极的影响。为了能够更好地提升企业的价值，更好地采用更合理的融资方式发挥企业的价值，提出以下几点建议。

* + 1. 企业方面的建议

（1）对债务融资的比例和债务融资的方式进行合理控制，降低企业的盲目扩张和投资过度情况的出现。对于目前的建筑行业整体的债务融资来说，由于行业的特殊性加上很多企业为了扩大规模产生规模效应有时往往会出现盲目扩张与过度投资的行为，使得企业投资到一些并不适合的经营活动中去，使得企业的投资行为的收益率变得很低，影响企业绩效。目前整个行业的债务融资率普遍处在一个非常高的水平，尤其是在疫情发生的最近几年由于疫情原因对企业的经营情况产生了非常大的影响，由于业务收入受到影响而无法还清债务资不抵债导致破产的企业比比皆是。建筑行业也应该在这种情况下敲响警钟，根据企业自身的现有经营水平，慎重选择投资项目，确定债务融资的比例结构和体量，严格考虑财务风险，在保证企业能够正常运行的情况下能够发挥债务融资的积极作用，实现企业价值的最大化。而对于债务融资期限的选择也需要进行取舍和侧重，根据前文的理论分析和实证结果来看，过多的短期负债对企业的财务压力和财务风险都会产生一定的影响，所以企业在进行债务选择时应该优先考虑期限较长的融资方式。

（2）调整债务融资的方式，拓宽债务融资的渠道。在债务融资中，除了金融机构借贷，还有企业债权和商业信用融资等多种渠道。啄食顺序理论中有提到除去内源融资之外，企业应该进行融资的活动就是发行债券进行融资。根据之前的实证分析结果，银行贷款所借到的资金的体量始终有限且融资成本较高，所以根据实证发现银行借贷对企业绩效的影响并不能实现促进作用，所以建筑行业企业可以更多的考虑其他的债务融资的方式。对于发行债券来说，一般债券的回收期较长，对于建筑行业这种资金体量大回收期长的行业来说，债券能够筹集到的资金是非常适配的，建筑行业的企业也不用囿于短期借款造成的立马要还本付息资金周转不灵的情况。同时一般来说，债券融资的发行成本是要比股权融资的发行成本低的，并且相对于对银行借款的利息，债券的利率也没有那么高，所以使用债券融资能够较好地降低资金融资的成本，有助于企业经营绩效更好的表现。所以对于建筑行业来说，在控制市场风险的前提下，适当提高债券融资的比重，有助于企业价值的进一步增值，提升企业的总体竞争力。

（3）合理评估股权融资影响，理性对待股权融资。根据前文实证分析，研究结果发现企业的股权融资在整个行业内的融资比例占比还是比较高，并且根据实证结果发现了股权融资与企业绩效之间呈现出的负相关关系，证明在建筑行业内过高的股权融资对企业的经营水平并没有给企业带来更好地投资收益。基于我国的资本主义市场发展时间不长，机制还不是很完善的情况下，政府不能完全控制企业信息的披露，所以企业的实际价值往往与展现出来的股票价格并不相符，所以导致股票市场的有效性较低，导致股权融资对提升企业价值并没有显著促进作用甚至是可能起到阻碍作用。所以企业在进行股权融资时要理性对待。

（4）企业要注重提高内源融资水平。根据前文的理论和实证分析可以看出，内源融资对企业绩效的影响最为显著，能够很显著的提升企业的经营水平。但是于此矛盾的是企业的内源融资比例非常的低，针对这种情况，企业应该努力提升自身的盈利能力，对于建筑行业来说，可以在一些地方更好地控制成本。对于建筑行业这样一个劳动密集型的企业，劳动力的人员流动非常的大，企业可以在建筑过程中控制人员管理，减少因为冗余造成的成本上的浪费，在这个方面控制成本；或者是要有效合理地使用机械设备，增加建筑施工时的效率，更好地为企业带来更多价值。同时对企业内部的管理人员进行合理有效和更加严格的监督，不断提升企业的经营状况，从而增加企业的内源融资率，再对企业绩效产生更显著的促进和发展作用，最大化企业的价值。

* + 1. 政府政策的支持

（1）对于我国建筑行业目前这个还在不断发展的行业来说，目前市场秩序并不完全规范，相应的法律法规制度也没有建立完善，建筑行业内工程掮客泛滥，围标串标严重、施工企业巨额垫资，恶性压价并且还拖欠工程款这样的现象就是相应的市场秩序并不完善的结果，现在的建筑行业除了大型的国有企业，很多民营企业也纷纷卷入浪潮，建筑业市场“僧多粥少”，企业为了更多的实现企业价值赚取更多利润会利用在法律法规之外的空白区。目前我国政府已经对相关的行业内部治理问题提出了一系列文件进行整治和监管，例如在2020年出台的《招标公告和公示信息发布管理办法》就对之前的招标的信息披露办法做出相应的修改，相关发布媒介对发布招标公告和结果公示的信息要免费发布，信息透明化并允许公众反映意见，通过大众监管规范市场行为，并且再2021年出台的《政府投资条例》也禁止建筑业施工企业垫付工程款这样的不利于行业发展的乱象等。政府要在宏观上完善相应的法律法规，规范建筑行业主体的市场行为，并且加强对市场的监管，促进市场的有效和合理运行，为建筑行业的发展以及企业的能够更方便、有效、多元的进行多样化融资创造绿色健康的环境。

（2）完善和发展金融市场。根据前文分析可以看出我国建筑行业的融资渠道和途径比较单一，由于我国的股票市场的发展速度要高于债券市场，所以在企业更多会选择在股票市场上进行融资而不是债券市场，而这个现象是违背了相关的融资理论的，所以应调整和放松对债券市场的限制，鼓励企业更多地利用债券进行融资，提高债券市场的流通程度。2021年我国也发布了《加快建筑工业化发展的若干条件》的文件中也指出要对企业进行金融上的支付，支持建筑业企业尤其是建筑业工业化企业发行公司债券进行融资，探索多元化绿色金融的支持方式，并且将在不增加企业负债和隐性负债的基础上支持和积极设立各地的专项基金。与此同时政府也要合理对债券市场进行监管，保证企业发行债券的质量，保护投资者和企业的权益，降低财务风险。同时也要对股票市场进行合理监管，完善相应法律法规，引进更多的金融监管方面的专业人才，更好地保护投资者的合法权益。对企业要完善健全的市场准入和退出机制，对落后企业进行及时淘汰，完善和加强对信息披露的管理，降低企业操控股票、内幕交易等影响市场正常运行的行为的发生。为建筑行业的融资环境和经营环境更好地保驾护航。

* 1. 研究不足总结

由于论文的撰写受到了时长期限、本人的写作能力水平等因素的制约，本篇文章只是简单研究和分析了一下针对建筑行业的融资结构和企业绩效的关系问题，还存在着大量的不足之处。

（1）关于样本量的选取是自15年始到21年结束，时间并不算很长，可能会对实验结果的稳定性和准确性有所影响。

（2）对解释变量的考虑比较简单，仅仅从融资渠道的三个大类进行了简单的回归分析，没有在三个大类中更细化的方向进行更深入的进一步研究。所以本篇文章所研究的内容更为浅显，没有准确、细致和深入。

（3）由于所选取的时限内政府的宏观政策因素和疫情导致的经济环境都发生了一些变化，建立模型时没有进行更加深入和具体的分析，可能会导致我的实证结果与真实的实际情况产生一些偏差。

（4）在关于融资结构与企业绩效之间的关系的影响上指考虑到了单向的影响，为了研究能够顺利完成。但是根据一些学者的研究显示，企业绩效也会对融资结构产生一定影响，关于这个如何探究，在日后的研究中应当更深入地进行分析和研究。

（5）关于论文最后所提出的建议可能基于现实情况比较难以改进，对于建筑行业来说，融资环境一直都比较困难算是行业内的沉疴，所以在关于具体的建议方面可以继续进行细化，提出更多有建设性的意见。

致谢

不知不觉，终于走到了大学生涯的最后一个环节，或许是因为出现了疫情，或许就是因为美好的快乐的时光总是短暂易逝的，感觉那个由于不知道坐校车，于是拎着两个行李箱从南大门一路走到韵苑的狼狈的画面好像就发生在昨天。“未决池塘春草梦，阶前梧叶已秋声。”以为四年时间很长，但是在恍然间也走到了尾声。记得刚来学校时总是感叹学校面积太大，走到哪都需要花上很长时间，而现在骑着小电驴，已经基本上丈量了华科的每一寸土地；总是感叹华科的道路太多太杂，去哪都得地图导航，而现在就算是路痴的我，也能够靠自己顺利到达每一个目的地；总是感叹学校太大人太多，没有归属感，而现在俨然已经把这里当成了家一样的地方。可惜“人生难得是欢聚，唯有别离多”，到这里，也终于到了要对母校、对老师、对同学说一声再见的时候了，四年生活一回首，看着比刚进学校时成长成熟了很多的自己，心中百感交集，但是更多的还是感激。

首先最想感谢的是我的导师——刘高峡老师，在她的帮助下我才能够顺利地写出这篇论文，从论文的选题、开题到撰写都是在老师的耐心、悉心指导下才能够顺利进行。“谆谆如父语，殷殷似友亲”，刘老师的平易近人的亲和力让我如沐春风，严谨客观的治学和科研态度使我高山仰止，谆谆不倦的教导令我受益匪浅，对刘老师给予我的帮助给予真诚的感谢，祝愿老师身体康健、万事顺遂。

引其流者怀其源，学其成者念吾师。在这里还想对所有的教授过我的老师和给予我帮助的老师说一声感谢，是老师们深入浅出的教导带领我走进财务的世界，不仅让我能够以专业的态度在知识的海洋里畅游，还让我在治学的态度和精神上受到了非常大的鼓舞，很幸运能够获得老师们的教授，才能够使我的大学生活没有虚度，学到了非常多的知识，使自己的内在变得更为充实和丰盈。所以也衷心地感谢所有的老师，祝所有的老师能够生活顺遂、平安健康。

然后想感谢的是我的父母，是他们在背后一直支持和鼓励我，他们的爱与关怀像海一样深像泉一样不竭，感谢他们对我一直以来的无条件理解和支持，让我成为了现在的自己，让我在所做的每一个决定时，都能够想到我还有父母能给我一切决定的退路和底气，让我更有信心地大步向前走。感恩的话自不言说也道不尽，只希望他们能够身体一直健康，给我更多诉说感激和感恩的机会。

感谢我的朋友们，由于我性格内向的原因，总是不善于交新朋友，在人生旅途中，也和很多旧朋友失去了联系，但是不管是曾经陪着我的朋友还是一直都在身边的朋友，想对他们每个人都说一声感谢，让我在求学的艰苦生涯里从没有感觉到孤独。感谢仿佛永远不会走散的好朋友周周和二姐，就算人不在一起，可是仿佛从来没有分别过；感谢大学一直陪着我的好朋友小孙和小王，人生的缘分就是如此巧妙，在大学生活里我仿佛找到了相似的思想和灵魂，让我能够时刻分享我的喜悦和哀愁。感谢所有帮助过我的同学和朋友，在离别之际各奔东西，也衷心祝愿大家前程似锦！

最后就是想对我自己表示感谢和肯定，在很长的学习生涯里以及现在的学术生活中，我很少会有自暴自弃的想法，虽然有时也会惫懒，但大多数时候还算是勤劳，并且一直以来都比较乐观，保持着非常正常的心理状况，对这一点我还比较满意。能够变成现在的我，我也很明显地发现了自己成长的轨迹，回想这一路还是成就感多过遗憾，所以我想感谢那个平凡但是会默默坚持的自己，也希望自己能够不断前进。“世之奇伟、瑰怪、非常之观，常在于险远，而人之所罕至焉，故非有志者不能至也。”更希望自己在未来的生活里继续保持好的心态，不停下前进的脚步，奋力奔跑，去看更壮观、更瑰丽的风景！

参考文献

[1]Abass H.S.H.H.A.. The Optimal Financing Structure And Its Impact On The Profitability Of Business Enterprises[J]. Academy of Accounting and Financial Studies Journal,2021,25(Special Issue 4).

[2]Alessandra Caragnano, Massimo Mariani, Fabio Pizzutilo et al. Is it worth reducing GHG emissions? Exploring the effect on the cost of debt financing[J] Journal of Environmental Management, 2020, 270

[3] Amir S. Bank lines of credit in corporate finance An empirical analysis [J]. Review of Financial Studies, 2009(22): 1057-1088.

[4] Booth B.L ,Aivaianv Demirguckunt , Maksimovic V .Capital Structures in Developing Countries [J].Journal of Finance.2003,56:87-130.

[5] Dewaelheyns, Nico, Cynthia Van Hulle. Internal Capital Markets and Capital Structure:Bank Versus Internal Debt. European Financial Management 16, no.3 (2010) :345-373;

[6]Harris and Artur Raviv，1990，Financial Contracting Theory，Working Paper 82，Kellogg School.

[7] Jennifer Tunga Janang; Rosita Suhaimi; Norhana Salamudin . Can Ownership Concentration and Structure be Linked to Productive Efficiency?: Evidence from Government Linked Companies in Malaysia [J]Procedia Economics and Finance Volume 31, 2015. PP 101-109.

[8] Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost sand Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,(3): 305-360

[9] Margaritis , Psillaki.M. Capital Structure and Firm Efficiency [J].Journal of Business Finance & Accounting ,2007,34(9-10): 1447-1469

[10]陈晓,单鑫.债务融资是否会增加上市企业的融资成本?[J].经济研究,1999(09):39-46.

[11] 陈素娟.论融资结构与企业绩效的关系[J].财经界,2021,(15):59-60.

[12] 高建来,彭雅丽.内源融资、投资活动与企业绩效——基于智能制造企业的实证研究[J].财会通讯,2021,(11):79-83+89.

[13]黄勇.物联网上市公司融资结构与企业绩效关系研究[J].山东社会科学,2017(03):115-120.

[14]李传宪,赵紫琳.民营上市公司债务结构与企业绩效关系研究——基于债务多元化的实证检验[J].会计之友,2020,(04):93-97.

[15]李科,徐龙炳.融资约束、债务能力与公司业绩[J].经济研究,2011,v.46;No.518(05):61-73.

[16]李君平,徐龙炳.资本市场错误定价、融资约束与公司融资方式选择[J].金融研究,2015,No.426(12):113-129.

[17] 李永壮,闫国栋,宁晓林.内源融资、管理者自信与企业绩效——基于中国中小板上市企业面板数据的实证研究[J].华中师范大学学报(人文社会科学版),2015,54(05):46-54.

[18]刘冬 ,李雪莲.中国上市公司资本结构合理性探讨[J].南开经济研究,2002,(04):17-20+30.

[19]刘素荣,李积鹏,孙严.融资结构对创业板公司业绩影响的实证研究[J].工业技术经济,2016,35(09):85-91.

[20]刘玉,盛宇华.制造业企业债务融资规模对经营绩效的影响研究——兼论股权集中度与产权性质的调节效应[J].财会通讯,2018,(30):119-124.

[21] 邱鹏云.融资结构与企业绩效关系研究——以零售业上市企业为例 [J]. 商业经济研究，2020（11）：170-173

[22]宋艳萍.债务融资与企业绩效的关系探究——以中国房地产上市公司为例[J]财会月刊,2015(21):67-72.

[23] 孙建国,胡朝霞.中小企业板上市公司股权结构、公司治理与企业绩效:基于随机前沿生产函数的分析[J].投资研究,2012,31(01):110-122.

[24]万丛颖,徐健.融资结构、融资治理与企业价值——基于零售业上市公司的实证研究[J].财经问题研究,2008(09):103-107.

[25] 汪辉，上市公司债务融资、公司治理与市场价值，经济研究，2003年第8期。

[26]王莉华,邹杰.国企上市公司融资结构与企业绩效关系的实证研究——以深沪两市国有企业上市公司前100强为研究样本[J].辽宁石油化工大学学报,2015,35(01):72-75.

[27]王善平,李志军.银行持股、投资效率与公司债务融资[J].金融研究,2011,No.371(05):184-193.

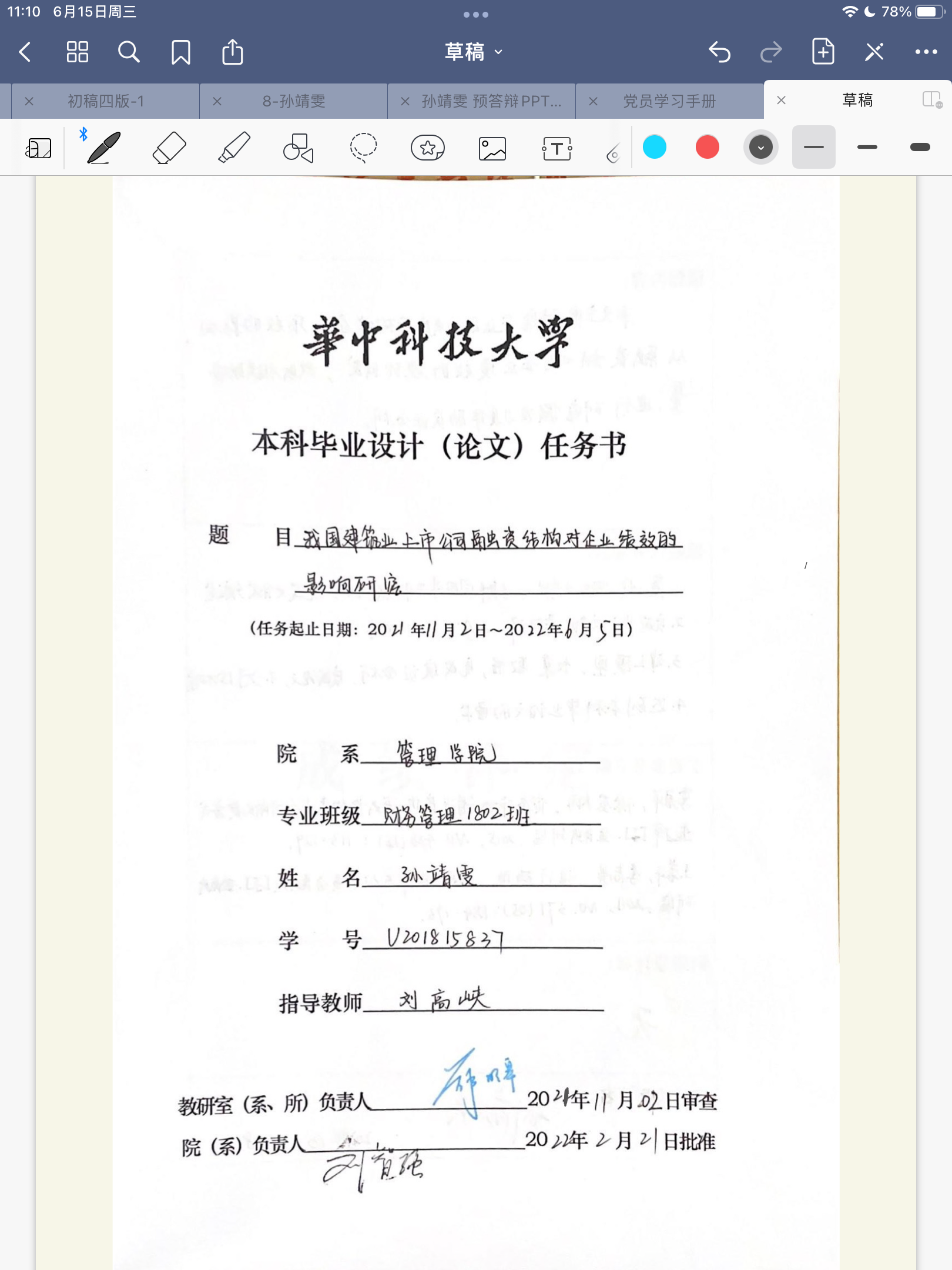
[28]魏熙晔,张前程.最优股权结构与公司价值——理论模型与来自中国的经验证据[J].当代经济科学,2014,36(03):92-103+127.

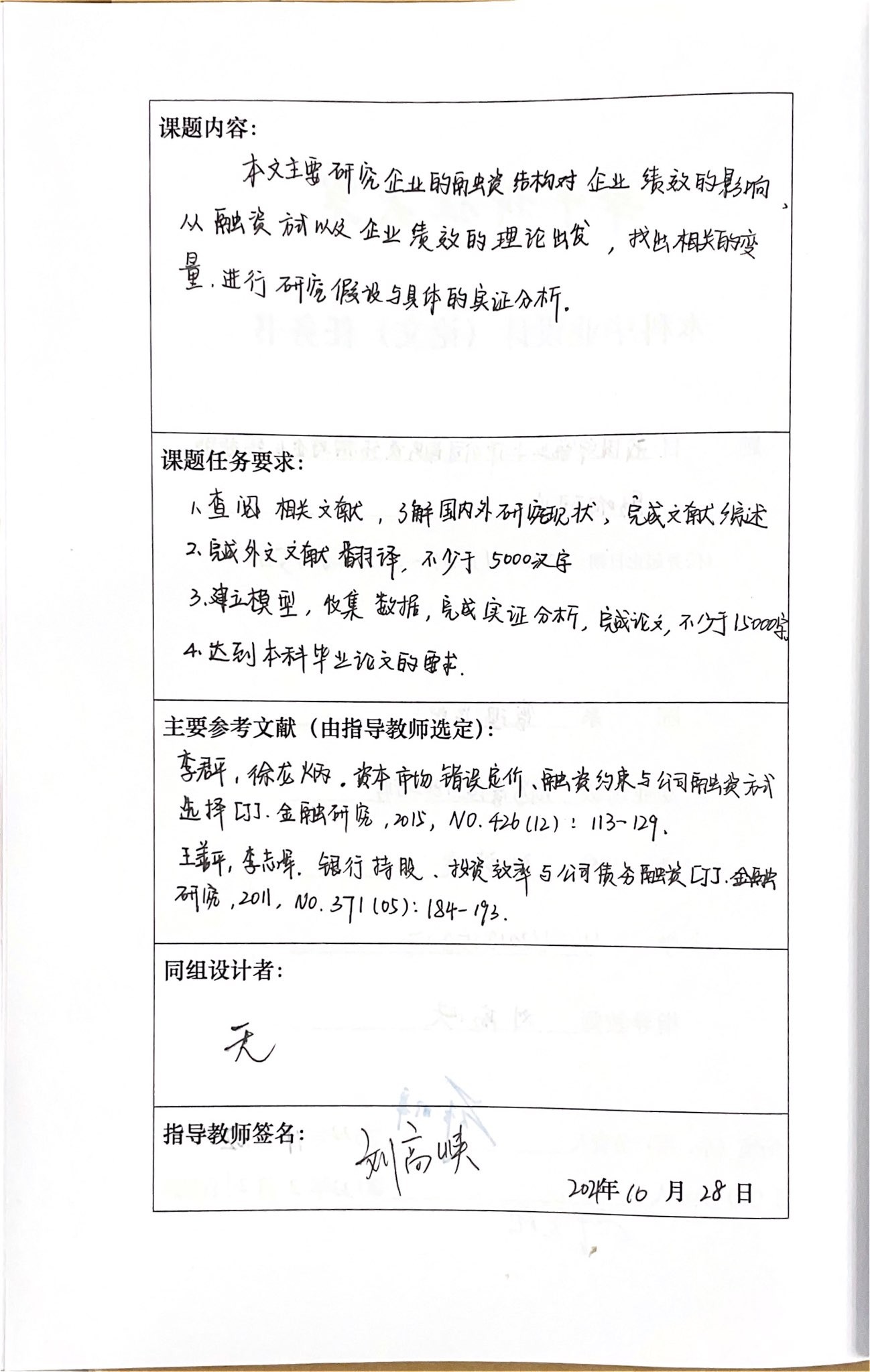
[29]王乔,章卫东.股权结构、股权再融资行为与绩效[J].会计研究,2005,(09):51-56.

[30]吴庆念.中小企业内源融资的渠道和模式研究[J].企业经济,2012,31(01):155-157.

[31]曾繁荣,张雪笛,方玉.融资结构、创新效率与企业绩效——基于我国战略性新兴产业上市公司的实证研究[J].财会通讯,2020,(01):79-84.

[31] 赵莎. 钢铁业上市公司债务融资对企业绩效的影响研究[D].河北经贸大学,2013.





# 成 绩 评 定

**毕业答辩及成绩评定说明**

**一、毕业答辩**

1. 答辩前，答辩小组应详细审阅每个学生的毕业设计（论文），为答辩做好准备。
2. 严肃认真组织答辩，开好答辩会。
3. 指导教师可参加本人所指导学生的毕业设计(论文)答辩，但应回避成绩评定环节。
4. 答辩中要做好记录以供成绩评定时参考。

**二、成绩评定**

1. 答辩前每个学生都要将自己的毕业设计（论文）在指定时间内交给指导教师，由指导教师审阅，写出评语并预评分。
2. 答辩工作结束后，答辩小组应举行专门会议进行讨论，在参考指导教师预评结果的基础上，结合学生毕业设计（论文）质量和学生答辩情况，综合评定每个学生的成绩。

3.毕业设计(论文)的综合成绩评定采用百分制，应经院（系）答辩委员会审定后方可向学生公布。综合成绩主要由指导教师评分和答辩小组评分等部分组成，院（系）应根据专业和学科特点制定具体评分细则。

4.凡未获得毕业设计（论文）答辩资格者或获得毕业设计（论文）答辩资格但综合成绩不及格者，按学校学籍管理相关规定处理。学生应根据院（系）毕业设计（论文）相关要求和安排，在学校学籍管理规定允许的最长学习期限内对毕业设计（论文）进行修改完善并申请再次答辩。

5.各专业学生的最后成绩应符合正态分布规律。

6.请用蓝、黑钢笔手写或五号宋体字编辑，签名须手写，A4纸双面打印。

