

安徽省民营上市公司融资结构 与公司治理绩效的研究

◎文/曹中红 俞军 王书珍

摘要：本文以安徽省民营上市公司研究样本，用样本公司2007—2011年的面板数据对资本结构、债务结构和股权结构与公司绩效之间的关系进行研究，研究结果表明：安徽省民营上市公司第一大股东持股比例对公司绩效影响不显著，社会公众股持股比例、资产负债率以及短期借款比例与公司绩效成反比。据此提出完善安徽民营上市公司治理机制有效途径。

关键词：融资结构；公司治理；绩效；实证研究

一、引言

民营经济作为中国经济的重要组成部分为国民经济发展做出了重大贡献。资本市场的建立和发展为民营企业提供了更广阔的舞台，使越来越多的民企通过资本市场获得更多的融资机会。但是民营企业进入资本市场以后，是否真正走上持续健康发展之路，为社会创造更多的财富，为投资者带来更可观的回报？他们会不会重蹈国企“圈钱”的覆辙，走入“重融资，轻回报”的怪圈？因此，民营企业登上资本市场舞台后的表现成为近几年关注的热点。相关理论认为，融资结构在一定程度上也反映了企业治理结构，研究融资结构就可以研究公司治理机制的完善程度。在此，从融资结构入手，深入探究民营公司上市后的治理现状以及绩效，检验民营企业组织结构性变迁及其效率的提高状况，探讨完善公司治理机制有效途径。

二、相关研究的文献回顾

1958年，美国经济学家 Modigliani and Miller 在《资本成本、公司融资与投资理论》一文提出在完美市场假设前提下，公司的市场价值与融资结构无关的著名论断（MM定理），引起很多经济学家探讨融资结构的决定因素以及融资结构的选择怎样影响经理、股东和债权人之间的合约关系。Jensen 和 Meckling(1976) 首先证明，在最优点上股权的边际代理成本等于债务的边际代理成本。之后，研究融资结构与经营者行为之间的关系模型不断问世。其中著名的有格罗斯曼和哈特(1987)的债务担保模型，哈里斯和雷维吾(1991)的债务缓和模型等。Titman 和 Wessels(1988年)以1972—1982年美国制造业中469家上市公司作为研究对象，结果显示获利能力与负债比率间具有显著的负相关关系。Titman、Lowe 和 Taylor(1998年)以1989—1993年间275家英国私人或独立的中小企业(年营业额介于100万—1000万英镑)为有效样本开展研究，认为财务因素方面，获利率、资本密集及营业风险等三项与负债比呈正相关。

国内对融资结构与公司治理效率的研究起步较晚，虽然也

取得不少的研究成果，但还没有形成较为成熟和广为认可的研究结论。陆正飞和辛宇(1998年)，对沪市1996年上市公司进行分析，结果认为：获利能力与资本结构（长期负债比率）之间有显著的负相关关系；洪锡熙和沈艺峰(2000年)通过对1995—1997年在沪市上市的221家工业类公司进行了CHI-SQUARE检验，得出结论是企业的资本结构与盈利能力呈正相关关系；沈艺峰，沈洪涛和张俊生(2006)及林朝南，刘星，郝颖(2007)等研究发现，中国上市公司负债融资的控制权治理效应极为微弱，甚至不利于公司绩效提高。这与西方融资结构理论所证明的负债能通过对股权结构的优化，提高公司绩效的结论完全相反；孙永祥(2006)对公司股权结构与托宾Q值进行了回归分析发现：随着公司第一大股东持股比例的增加，托宾Q值先是上升，至该比例到50%左右，托宾Q值开始下降。

三、理论分析与实证研究

(一) 理论分析和研究假设

1. 资本结构与公司绩效

债务融资可视为一种约束机制，能有效减少股东与经营者之间的代理成本，能促使经营者优化经营和投融资决策。当然，企业负债并非越多越好，当负债超出一定限度时，管理者从规避风险角度出发，将倾向于选择相对安全、能保证还清债务的项目，而非价值最大化的项目，从债权人角度来看，负债增加将使公司破产的可能性加大，由此产生的代理成本降低了企业价值。因此，提出假设：

H1：资产负债率（资本结构）与公司治理绩效负相关

2. 股权集中度与公司绩效

股权过度集中不能形成股权有效制衡，容易造成大股东的独断专行和监督力下降，使得决策效率低下，公司治理绩效下降；相反，股权极度分散时，股东会失去监督的动力，同时，在公司业绩较差时还面临被收购的风险。当股权适中时，股东既有经营激励又不足以独断专营，此时应最有利于公司绩效提高。因此，本文提出如下假设：

H2：适度集中的股权结构与公司治理效率正相关

3. 股东性质与公司绩效

从股东性质上看，绝大部分民营企业无国有股股东，因此，不考虑国有股股东的影响。法人股东主要是投资公司、基金等等机构投资者，为了提高自身的整体业绩，会积极参与治理，加上管理经验比较丰富，治理效率较高；社会公众股东分散程度高，持股比例小，普遍存在着“搭便车”心理，他们的

基金项目：安徽省哲学与社会科学规划项目，项目编号：AHSK11-12D268

基金项目：安徽省精品共享课“高级财务管理”

基金项目：安徽省高等学校省级优秀青年人才基金重点项目，项目编号：2013SQRW062ZD

主要目标是获取公司股票价格变动的价差收益，参与公司治理的动力不足，不利于公司治理绩效的提高。因此，提出假设：

H3-1：法人股比例与公司治理绩效呈正相关关系

H3-2：社会公众股比例与公司治理绩效呈负相关

4. 公司债务结构与公司绩效

就债务的期限结构而言，一般来说，如果债务期限较短，企业面临较强的流动性压力，从而有利于抑制企业资产替换行为，降低债务代理成本。但实际上，债权人因债务期限短，参与公司治理成本高，约束效应有限。而长期债务由于数额巨大、期限较长，债权人风险较大，因此债权人更有监督和约束企业行为的动机，这样既能有效解决投资不足问题，又能在一定程度上控制过度投资行为，提高企业价值。公司债务类型主要包括：银行信贷、公司债、商业信用、租赁等。其中银行信贷和商业信用是最常见的债务。作为债权人的银行可以利用公司在银行开设的账户，及时了解到公司内部信息，同时，由于银行贷款数额较大，期限较长，常常是参与公司治理的债权人的主要代表。所以，作为专业贷款机构的银行比其他债权人在参与公司治理方面更具优势。因此，提出假设：

H4-1：长期债务与公司治理效率正相关

H4-2：银行借款比例与公司治理效率正相关。

(二) 研究样本与数据来源

本文选取了 29 家在沪、深 A 股以及中小企业板和创业板上市的安徽民营上市公司为研究样本，以其 2007-2011 年的财务数据为研究依据，相关财务数据来源于国泰安数据库、和讯网。数据的处理和检验采用 SPSS 统计软件完成。

(三) 变量选择

1. 被解释变量：如果股票市场是有效的，则运用 Tobin's Q 值来度量公司绩效比较理想。目前中国股市仍然是非有效的，股票价格的高度波动和高换手率会导致 Tobin's Q 计算比较困难，且和市场回报等指标存在潜在偏差。相比之下，以会计类指标衡量公司绩效更合理，因此，本文采用总资产收益率 (ROA) 来表示。

2. 解释变量：本文的解释变量包括第一大股东持股比例 (CR1)、法人股比例 (PL)、社会公众股比例 (PP) 和、资产负债率 (DAR)、借款比率 (LR)、长期负债比率 (LDR)。

表1 相关变量定义

变量类型	变量名称	符号	计算公式
因变量	总资产收益率	ROA	ROA= 利润总额 / 平均总资产
自变量	第一大股东持股比例	CR1	CR1= 第一大股东持股数 / 总股本
	法人股持股比例	PL	PL= 法人股股东持股数 / 总股本
	社会公众持股比例	PP	PP= 社会公众股股东持股数 / 总股本
资本结构	资产负债率	DAR	DAR= 总负债 / 总资产
	借款比例	LR	LR= 借款总额 / 负债总额
债务结构	长期负债比例	LDR	LDR= 长期负债 / 总负债
	公司规模	SIZ	SIZE= 公司总资产的自然对数
控制变量	增长能力	GR	GR= 年度主营业务增长率

(3) 控制变量：本文以资产规模 (SIZE)、增长能力 (GR) 作为控制变量。相关变量定义如表 1 所示。

(四) 模型设计

$$ROA = a + b_1 CR1_{it} + b_2 PL_{it} + b_3 PP_{it} + b_4 DAR_{it} + b_5 LR_{it} + b_6 LDR_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_8 GR_{it} + \epsilon_{it}, i=1, 2, \dots, t=1, 2, \dots$$

式中，a 为常数项，b 为对应于变量系数， ϵ_{it} 随机误差

项，i 表示不同的公司，t 表示不同的年份， $i \times t$ 为观测值数量。

四、统计描述和回归分析

(一) 描述性统计分析

本文采用 Pearson 相关性检验分析变量之间的相关关系。如表 2 所示，变量之间的相关系数的绝对值全部在 0.5 之内，远小于门槛系数 0.7，因此基本确定不存在多重共线性的问题。

表2 自变量相关性

变量	CR1	ASR	SSR	DAR	LBR	LDR
CR1	1	0.046	-0.184	0.069	0.166	0.116
PL		1	-0.521	0.215	0.096	0.025
PP			1	-0.110	0.204	0.190
DAR				1	0.230	0.083
LR					1	0.400
LDR						1

表3 描述统计量

变量	N	极小值	极大值	均值	标准差
ROA	145	-0.51	0.43	0.0696	0.08689
CR1		0.0850	0.7090	0.337076	0.1614038
PL		0.0000	0.7075	0.169680	0.2344339
PP		0.2247	1.0000	0.604838	0.2775509
DAR		0.05	1.73	0.4854	0.26068
LR		.0000	.8166	.362074	.2206358
LDR		.0000	.5599	.068463	.1124575
SIZE		8.5	22.2	16.697	5.2932
GR		-0.4936	31.1679	0.876687	2.8394183

表 3 的描述性统计分析表明，样本标准差较低，分析结果具有统计学意义。

(二) 回归结果与分析

表4 回归统计结果

变量	非标准化系数	P 值	Sig.	T 值
(常量)	.187		0.000	4.478
CR1	.042	0.072	0.334	0.969
PL	-.039	-0.042	0.297	-1.048
PP	-.069	-0.188	0.023*	-2.135
DAR	-.075	-0.273	0.001**	-2.767
LR	-.093	-0.303	0.000**	-2.484
LDR	.052	-0.071	0.395	0.787
SIZE	-.001	-0.058	0.488	-0.625
GR	-.002	-0.054	0.521	-0.825

*、** 分别表示在 0.1、0.05 的水平下显著

从表 4 回归结果可见被解释变量和各解释变量之间的关系：

1. 资产负债率 (DAR) 与公司治理绩效显著负相关，H1 成立。即资产负债率越高公司治理绩效越低，较高负债不仅会带来较大风险，还增加了管理成本，降低经营效率。安徽省民营上市公司的资产负债率均值为 46.6%，(中弘股份 2007-2009 年处在重组期，资产负债率异常，故采用 2010、2011 两年数据)，资产负债率在 20%-60% 之间的有 21 家，占总数量的 72%。可见，理论上，样本公司资产负债率水平并不算太高，如图 2。但这样的负债水平并未获得应有的杠杆收益，说明民营上市公司相比非民营上市公司抗风险能力较弱，见图 1。

2. 股权集中度 (CR1) 与公司治理绩效 (ROE) 正相关，但其相关性不显著 (股权制衡度与公司治理绩效也具有正相关

关系,但由于股权制衡度与股权集中度具有高度共生性,故在此省略)。有研究表明当民营上市公司的股权集中在几个大股东手中且他们之间存在制衡时,公司绩效最好。赵景文、于增彪(2005)认为,“股权制衡”是指在公司中至少有两个大股东共享控制权,并将“股权制衡公司”定义为:第一大股东持股比例在10%到50%之间,第二大股东大股东的持股比例超过10%,第二到第五大股东的持股比例之和大于第一大股东的持股比例。安徽省民营上市公司大股东平均持股比例为33.63%,持股比例在10%~50%之间的达22家,占公司总数的七成以上,大多数公司股权集中度较高。但只有江南化工、皖通科技等5家公司符合股权制衡特征。可见股权结构失衡在一定程度上对公司绩效产生消极影响,见图2。

3. 法人股持股比例(PL)与公司绩效治理(ROE)负相关,且相关性不显著, H3-1 不成立。这个结果与样本数据自身特点有一定关系,有一半的样本公司法人持股比例为0;社会公众股持股比例(PP)与公司治理绩效(ROE)显著负相关,假设 H3-2 成立。即社会公众股持股比例越高,公司治理绩效越低。说明中小股东参与公司治理的程度较低,外部监督功能没有得到发挥。

4. 长期债务(LR)与公司治理绩效(ROA)正相关,但相关性不显著。长期负债的债权人相比短期债权人对公司的监督程度较高,但由于安徽省民营公司的持有长期债务比例普遍偏低,最高是巢东股份,5年均值为48%,最低的神剑股份(002361)和荃银高科(300087)持有比例为0,平均值也不到7%,故长期负债的债权人对公司治理的绩效的影响不够显著;借款比率和公司治理绩效显著负相关,与 H4-2 不成立。即借款越多,公司治理绩效越差。说明银行作为公司的主要债权人参与公司治理的程度较低,没有对债务方形成有力的监督。主要原因是银行借款虽然占负债比重并不低(平均36.2%),但多数借款为短期借款,银行作为公司短期债权人相比其他债权人参与公司治理的机会更少,参与治理的积极性也不高,所以未对公司治理产生积极影响。相反,却因为银行短期借款较多,增加公司还债压力,提高公司的风险等级,降低外界对公司的评价,对公司的生存和发展带来负面的效应。

五、优化公司治理结构,提高治理绩效对策

(一) 适度负债,科学管理风险。一方面审慎负债,合理估计自身抗风险能力,确定适合的资本结构;另一方面狠练内功,规范管理,积极开拓市场,寻找增长机会,提高盈利水平,不断增强公司抗风险能力,并通过合理负债获取更多的杠杆效益。

(二) 进一步优化股权结构,提高公司股权制衡度。相互牵制的治理机制不仅能有效提高各大股东对行业市场和前景的研究深度和广度,在重大决策上发挥协同效应,提高决策效率和决策科学性,还能有效防止控股股东滥用控制权,侵占其他股东利益。另外,可以考虑吸引一些机构投资者,发挥其资金和管理的优势,提高公司治理绩效。

(三) 健全相关法律法规,保护中小股东对公司监督权。社会公众股股东大部分仍为中小股东,他们之所以存在“搭便车”心理,主要源于参与公司治理的渠道不畅,法律保护机制不健全,大小股东的博弈又使中小股东明显处于弱势,迫使他们被动放弃监督权。所以,要提高中小股东参与公司治理的程度,不能指望大股东自律,必须从法制层面建立中小股东行使监督权的保障机制,保证其真正的参与公司治理,行使监督权力。

(四) 调整债务结构,引导债权人参与公司治理。和中小股东一样,债权人尤其是银行,应成为公司外部监督的中坚力量,更大程度的牵制和约束大股东。安徽省民营上市公司明显失衡的债务结构应引起相关各方的足够重视,及时予以调整,保证银行等债权人发挥外部监督作用,提高公司治理绩效。▲

参考文献:

- [1] Modigliani F, Miller M H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[J]. American Economic Review, 1958, (48).
- [2] 孙永祥. 公司治理结构:理论与实证研究[M]. 上海:上海三联书店, 2006.
- [3] 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).

作者单位:合肥学院管理系

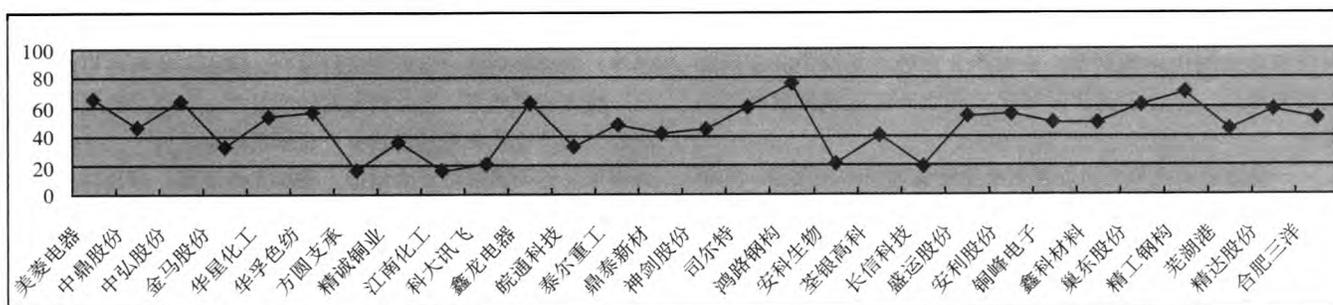


图1

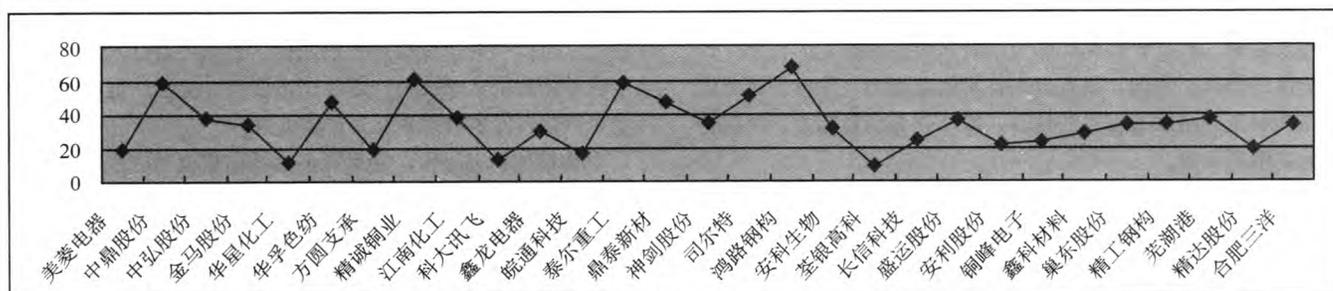


图2

安徽省民营上市公司融资结构与公司治理绩效的研究

作者: [曹中红](#), [俞军](#), [王书珍](#)
作者单位: [合肥学院管理系](#)
刊名: [会计师](#)
英文刊名: [Accountant](#)
年, 卷(期): 2014(5)

本文链接: http://d.g.wanfangdata.com.cn/Periodical_kjs201405002.aspx