

# 论上市公司财务风险的外部治理机制

田冠军(博士) 袁峰

(重庆理工大学财会研究与开发中心 重庆 400050)

**【摘要】** 本文从外部治理参与者与外部治理环境两个角度研究了外部治理机制与企业财务风险的关系,实证结果表明,外部治理机制对企业的财务风险有一定的影响。本文的研究对深入认识外部治理机制以及通过优化外部治理机制来降低企业财务风险有一定的启示意义。

**【关键词】** 财务风险 外部治理参与者 外部治理环境 全面风险管理

近几年来,国内外研究大都从分析公司内部治理结构入手,强调公司产权明晰和激励机制等措施对完善公司治理的重要性。从整体角度尤其从外部约束的角度来理解公司治理的内涵进而研究如何构造一个有效的公司治理结构的文献却鲜见。与此相对应,由于受企业价值最大化目标的影响,对于公司治理对企业绩效或价值影响的研究深受理论界青睐,而对于公司治理对企业财务风险影响的研究却少之又少。鉴于此,本文突破以往只从企业内部治理角度研究企业财务风险影响因素的局限性,拟从外部治理参与者和外部治理环境两个角度探讨外部治理机制与企业财务风险的关系。

## 一、研究假设

### 1. 外部治理参与者。

(1)银行债权人与财务风险。银行债务融资是企业除了股权融资之外的另一重要资金来源。银行债权人的监控能力主要表现在企业面临财务危机时的相机财务控制权。当企业出现财务危机信号尤其面临破产风险等情况时,银行为实现资本保全,就会在第一时间要求对企业采取控制措施。在企业层面,由于债务的增加会使公司破产的可能性变大,因而能够激励经理努力工作,经理在偿债压力下会设法提高企业业绩。在我国,银行与大部分上市公司都属于国有企业,在传统经济体制下银行债务对企业并不形成硬约束。但随着我国银行体制改革的深入,银行借款占债务融资的比重越大,银行维护自身利益的动机便越强烈,银行债权人对企业的约束限制能力就越强,此时企业的财务风险就会得到有效控制。于是本文提出如下假设:

假设1:银行借款比例越高,企业财务风险越小。

(2)雇员持股情况与财务风险。雇员包括一般员工和经营者,他们都为企业投入人力资本,在现代公司中的地位和作用越来越重要,相应地其在公司中应具有剩余索取权、剩余控制权、监督权、管理权等。

雇员持股计划(ESOP)作为现代欧美等发达国家的产权安排模式,其提倡企业员工持有本企业股票,从而实现员工以劳动者和所有者双重身份参与企业生产经营活动。Rosen与

Klein(1987)的研究表明,员工持股与企业绩效之间呈正相关关系。由于我国的雇员持股计划是与国有企业股份制改革相伴而生的,还属于探索阶段,不管是雇员持股的数量还是比例都还比较低。因此,本文将雇员是否持股作为其参与企业监督的替代变量,并提出如下假设:

假设2:雇员持股的企业相对于雇员未持股的企业财务风险要小。

(3)供应商与财务风险。2006年商务部颁布的《零售商供应商公平交易管理办法》规定,供应商是指直接向零售商提供商品及相应服务的企业及其分支机构、个体工商户,包括制造商、经销商和其他中介商。一般说来,交易规模越大,交易合同期限越长,供应商资产专用性越高,供应商与企业的关系越紧密,此时供应商越有监督企业运营的动机。而供应商与企业建立的监督与合作关系也有助于企业绩效的改善。

应付账款是企业因购买材料和接受劳务供应等经营活动应支付但尚未支付给供应商的手续费和佣金,是供应商为企业提供的自然融资。一般情况下,公司不需要对这种债务性资金支付利息,体现了一种正常的业务往来和商业利益关系。虽然单个供应商的应付账款在企业资本结构中所占的比例较小,但一旦发生违约事件,供应商就会诉诸法律进行维权,从而使企业承担巨额的诉讼费。因此,企业与供应商之间存在的商业信用资金,能够限制企业的高风险行为,起到约束企业管理层的作用。于是本文提出如下假设:

假设3:应付账款占总负债的比例越高,企业财务风险就越小。

(4)外部审计与财务风险。外部审计机构作为公司外部治理机制的重要组成部分,是公司内部治理有效运行的一道“防火墙”。高质量的外部审计在内部治理中发挥的作用具体体现在两个方面:①保护股东权益。外部审计机构以独立第三方的身份对财务资料予以鉴证,扮演监督经营者和维护股东利益的角色,其工作可减少公司管理层、股东和债权人之间的利益冲突,进而可减少代理成本。②约束大股东的行为。Joseph和Wong(2005)认为,控股股东拥有较高决定性控制权的上市公

司中,外部审计在缓解控股股东和外部投资者之间的代理冲突方面仍具有监督和约束的作用。

审计费用作为外部审计机构为公司提供专业服务收取的报酬,一定意义上体现了外部审计机构与公司之间审计服务的供求均衡关系。风险是审计费用的重要决定因素,当公司的财务风险较高时,外部审计面临的审计风险也较高,若要保证审计质量,外部审计须相应降低检查风险水平,而这势必会增加外部审计的审计强度,加大审计成本。

审计意见是外部审计对公司财务报告的合法性、公允性出具的具有法律效力的书面文件。理论上认为,完善的内部治理能够有效约束企业的高风险行为。当公司内部治理较为完善时,如果财务报告中存在不合法或不公允的地方,经外部审计指出后,公司一定会予以改正以便可以得到标准无保留意见的审计报告;反之则会得到非标准意见的审计报告。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设4:审计费用越高,企业财务风险越大。

假设5:被出具非标准意见审计报告的企业的财务风险相对较大。

(5)政府监管与财务风险。市场所存在的缺陷无法通过市场本身来克服,一个有效的政府才是市场经济成功转型的前提条件。当上市公司面临各种压力而实际经营状况难以达到证券监管部门的要求时,才有违规操作企业运行的可能性。具有典型意义的是,现金流量出现亏损、财务状况发生恶化、财务风险不断升级、濒临破产的上市公司,它们最有可能违规操纵,如通过粉饰财务报表来赢得投资者的信心等。在假定政府监管部门的监管机制有效的前提下,这类公司最容易受到监管机构的处罚。于是,本文提出如下假设:

假设6:存在监管处罚的企业的财务风险相对较大。

2. 外部治理环境与财务风险。外部治理环境是指整个外部治理机制的制度环境,其对公司的发展有重要的影响。但公司的外部治理环境也不是一成不变的,不同地区的上市公司,虽然所处的国家大环境是一样的,但其所处地区的外部治理环境很不平衡。本文以樊纲等(2006)报告的各省(自治区、直辖市)市场化指数来度量我国各地区之间的市场化进程、政府干预和治理环境的差异。将北京、天津、上海、广东、浙江、江苏、山东、福建等注册地列入外部治理环境发达地区,其他地区归为欠发达地区。公司外部治理环境的改善有助于提高公司价值,也有助于约束公司的内部治理行为,这样企业遭遇财务危机的可能性也将变小。

本文除考虑国内地区环境对企业财务风险的影响,还将国际环境纳入研究范畴。随着全球金融资本一体化的推进以及我国金融市场的进一步开放,在海外上市的企业数量不断增加。与国内资本市场相比,许多海外交易所历经百年的发展,在上市公司的内部治理及信息披露等方面都已经形成了一套比较有效的约束和规范机制,在这些交易所上市并按照其规范进行内部治理和信息披露,接受交易所和投资者的监督,有利于规范公司的行为,降低不确定性因素带来的风险,提升企业未来的价值。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设7:注册地处欠发达地区企业的财务风险相对较大。

假设8:在海外上市的企业财务风险相对较小。

## 二、研究设计

1. 样本选择。本文的数据选择区间为2007~2008年,同时剔除金融类和存在缺失值的上市公司,最终得到973家样本公司,共1841个观察值。本文的数据主要来自CCER数据库和CSMAR数据库。

2. 变量设定。

(1)被解释变量——财务风险的替代变量。本文采用Z指数来衡量企业财务风险(Fr)。该指数是Altman在1968年对美国破产和非破产企业进行观察后以多变量的统计方法为基础得出的。该指标越小,企业风险越大,反之企业风险越小。具体的计算公式如下:

$$Z=0.012\times\text{营运资金}\div\text{总资产}+0.0014\times\text{留存收益}\div\text{总资产}+0.033\times\text{息税前利润}\div\text{总资产}+0.006\times\text{股票总市值}\div\text{负债账面价值}+0.999\times\text{销售收入}\div\text{总资产}$$

(2)解释变量——外部治理机制特征变量。本文主要从外部治理参与者特征及外部治理环境两个方面,考察公司外部治理机制与企业财务风险的关系。其中,外部治理参与者特征变量包括:债权人特征用银行借款占总负债的比例(Loan)来表示;雇员特征用雇员持股(Empl)来表示,1表示存在雇员持股,0表示不存在雇员持股;供应商特征用应付账款占总负债比例(Paya)来表示;外部审计特征用审计费用的自然对数(Lnaf)和审计意见(Opin)来表示,并设置哑变量,1表示标准意见,0表示非标准意见;政府监管机构特征用上市公司受监管处罚(Puin)的情况表示,并设置了一个哑变量,1表示存在监管处罚,0表示不存在监管处罚。

外部治理环境特征变量主要包括:公司所处国内的环境(Area1),对于该变量本文设置了哑变量,0表示注册在北京、天津、上海、广东、浙江、江苏、山东、福建等地的公司,1表示注册在其他地区的企业;公司所处的国际环境(Area2),本文用上市公司发行外资股的情况表示,根据研究需要设置了哑变量,1表示发行外资股,0表示未发行外资股。

(3)控制变量。除了外部治理机制特征变量外,本文还设置了以下影响财务风险的控制变量:

公司规模(Size):用总资产的自然对数表示。大规模企业的成长速度比小规模企业的成长速度更快(Samuels,1965)。这样,大规模企业更容易受到外部投资者的关注,其信息的不对称水平也越低,其财务风险也相对较低。因此预测该变量的回归系数为正。

上市年限(Age):用样本公司的上市年限表示。由于我国证券市场建立时间不长,上市时间越短的上市公司,尤其是2001年审核后发行股票并上市的公司,其经营质量较高,资金也比较充裕。因此,本文加入上市年限以控制其对财务风险的影响,并预测该变量的回归系数为负。

营业利润率(Opr):用营业利润与营业收入总额的比例表示。盈利能力越强的企业相对来说驾驭风险的能力也越强,

遭受财务危机的可能性也越低。因此,本文预测该变量的回归系数为正。

董事会规模(Board):用董事会总人数表示。董事会规模较大可以集思广益,实现决策知识的互补,减少决策失误,提高投资的质量和效益。因此,本文预测该变量回归系数为正。

股权集中度(H10):用前十大股东持股比例的总和表示。研究表明,公司股权集中程度较高有利于公司绩效的提高。因为当股权集中度较高时,大股东可以更有效地监督管理层的行为,此时企业的财务风险水平将得到应有的控制。因此,本文预测该变量的回归系数为正。

此外,本文还控制了行业及年度因素。对于行业变量,根据证监会《上市公司行业分类指引(2001)》划分的13个行业,剔除金融业后,设置了制造业与非制造业2个哑变量;对于年度变量,设置了2个年度哑变量。

3. 模型构建。为检验前述有关理论假设,本文采用如下基本实证模型:

$$Fr = \beta_0 + \beta_1 Exg + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 Opr + \beta_5 Board + \beta_6 H10 + \beta_7 Trade + \varepsilon$$

其中:Fr表示财务风险;Exg表示外部治理机制特征变量;Size表示资产规模;Age表示上市年限;Opr表示营业利润率;Board表示董事会规模;H10表示股权集中度;Trade表示所处行业; $\beta$ 为待回归估计参数; $\varepsilon$ 为残差项。

三、统计分析过程和结果

1. 描述性统计。本文主要变量的描述性统计结果如表1所示:

变量	中位数	最小值	最大值	均值	标准差
Loan	0.737 7	0.010 0	0.981 0	0.692 0	0.197 8
Empl	0.000 0	0.000 0	1.000 0	0.083 6	0.276 8
Paya	0.158 5	0.000 0	0.750 0	0.190 0	0.136 3
Lnaf	13.081 5	11.160 1	18.591 0	13.206 9	0.719 1
Opin	0.000 0	0.000 0	1.000 0	0.942 5	0.232 9
Puin	0.000 0	0.000 0	1.000 0	0.129 8	0.336 1
Area1	0.000 0	0.000 0	1.000 0	0.472 9	0.499 4
Area2	0.000 0	0.000 0	1.000 0	0.011 4	0.106 2
Size	21.375 6	16.511 0	27.633 0	21.495 0	1.192 2
Age	8.000 0	1.000 0	18.000 0	8.038 0	4.086 7
Opr	0.052 7	-1.820 0	0.940 0	0.055 5	0.173 2
Board	9.000 0	1.000 0	18.000 0	9.158 0	1.907 0
H10	0.549 7	0.040 1	0.980 0	0.542 0	0.151 7

从表1可以看出:①样本公司中银行借款占总负债的比重均值为0.692,最大值甚至达到0.981,表明银行债权人出资对于企业正常运营发挥的作用不可低估;②雇员持股的企业相对较少,表明绝大部分样本公司在员工持股方面采取的是保守的政策;③企业与供应商进行交易时,欠款的现象比较普遍,这也为供应商参与外部治理提供了机会;④审计费用的样本数据相对较离散,这说明外部审计的保证程度与审计强度有很大的差异性;⑤持标准审计意见的均值为0.942 5,标

准差也相对较低,表明大部分公司的财务报表编制是合法和合规的;⑥受证监会等相关监管部门处罚的企业相对较少,说明大部分公司还是依法运营的;⑦从统计数据来看,样本公司注册地处北京、上海等较发达地区的较多,而中西部等欠发达地区则相对较少,说明地区的竞争环境、政策环境以及各种硬件环境等都会影响企业的选址;⑧样本中的上市公司同时在海外上市的并不多,说明大部分企业管理层在处理海外融资时是相对谨慎的;⑨在控制变量方面,企业规模、上市年限、董事会规模、营业利润、股权集中度等方面样本公司之间的差距也较大,这也便于笔者考察不同公司各方面的情况对财务风险的影响。

2. 外部治理参与者与企业财务风险。在回归模型中,我们以财务风险作为被解释变量、以外部治理参与者作为解释变量,同时控制了其他一些影响因素,结果见表2。

表2 外部治理参与者特征与企业财务风险 OLS 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距项	-10.01*** (-11.50)	-9.71*** (-11.03)	-10.40*** (-12.06)	-7.00*** (-7.38)	-9.56*** (-11.42)	-8.82*** (-9.99)
Loan	1.82*** (7.21)					
Empl		0.59*** (3.38)				
Paya			3.50*** (10.03)			
Lnaf				-0.61*** (-6.64)		
Opin					2.82*** (13.91)	
Puin						-0.78*** (-5.49)
Size	0.43*** (9.92)	0.47*** (10.84)	0.49*** (11.44)	0.72*** (12.55)	-0.34*** (8.01)	0.44*** (10.06)
Age	-0.05*** (-3.76)	-0.06*** (-5.31)	-0.06*** (-5.02)	-0.06*** (-5.03)	-0.05*** (-3.96)	-0.07** (-5.16)
Opr	0.00*** (4.24)	0.01*** (4.07)	0.01*** (4.10)	0.01*** (4.13)	0.00*** (2.74)	0.01*** (4.31)
Board	0.01 (0.47)	0.02 (0.79)	0.03 (1.18)	0.02 (1.01)	0.03 (1.20)	0.02 (0.746)
H10	1.26*** (3.62)	1.11*** (3.16)	0.65** (1.89)	1.37*** (3.90)	0.89*** (2.65)	1.07*** (3.06)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Indu	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本	1 841	1 841	1 841	1 841	1 841	1 841
F	36.81***	31.06***	43.67***	35.71***	56.75***	33.72***
Adj-R <sup>2</sup>	0.14	0.12	0.16	0.13	0.19	0.13

注:表内数字为解释变量的回归系数,对应的括号内的数字为回归系数的t统计值。其中,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的置信水平下显著。

从回归结果来看,Loan、Empl、Paya、Lnaf、Opin、Puin的回归系数显著,和预期假设一致,表明控制了其他一些变量后,银行借款、雇员持股、供应商信用、外部审计、政府监管等在约

束企业的高风险行为上起到了显著作用。从控制变量的回归结果来看,所有控制变量的回归系数显著,都和预期的一致,而且 Size、Age、Opr、H10 等变量的回归结果都显著。

3. 外部治理环境与企业财务风险。表 3 列示了以外部治理环境的两个特征变量为解释变量、以企业财务风险作为被解释变量的 OLS 回归结果。我们首先分别将这两个解释变量加入模型,然后将它们同时加入,从而形成三个模型。地区环境的回归系数为负且显著,支持了假设 7,说明在我国法制、竞争水平欠发达地区的公司的财务风险显著高于其他地区公司的财务风险。而国际环境的回归系数为负且显著,未能支持假设 8。表明选择海外上市的企业的财务风险并没有得到有效的监控,这一结果也可从此次金融危机中得以体现,以美国为首的政府监管体系流于形式,并没有发挥好应有的调控企业风险的作用。此外,控制变量的回归结果与前面一致。

表 3 外部治理环境与企业财务风险 OLS 回归结果

	模型1		模型2		模型3	
	系数	t	系数	t	系数	t
截距项	-9.19	-10.39***	-10.14	-11.21***	-9.83	-10.82***
Area1	-0.28	-2.93***			-0.28	-2.98***
Area2			-1.37	-2.96***	-1.39	-3.01
Size	0.46	10.50***	0.50	11.14***	0.49	10.93***
Age	-0.07	-5.28***	-0.07	-5.57***	-0.07	-5.34***
Opr	0.01	4.12***	0.01	4.20***	0.01	4.11***
Board	0.03	1.00	0.02	0.80	0.03	0.95
H10	0.96	2.72	1.13	3.19***	1.05	2.96***
Year	控制		控制		控制	
Indu	控制		控制		控制	
观测值	1 841		1 841			
F	30.69***		30.72***			
Adj-R <sup>2</sup>	0.11		0.11			

4. 总体检验。我们将本文所设置的所有外部治理机制特征变量加入同一模型,重新进行了回归,所得结果如表 4 所示。从表 4 的结果可看出,所有的公司外部治理特征变量的回归系数与显著性和本文实证检验所得的结果基本一致。

5. 稳定性检验。为了验证上述结论是否可靠,我们进行了如下一些稳定性检验:第一,我们将财务风险变量替换成财务杠杆系数进行重新检验,回归结果基本维持前面结论;第二,我们剔除非制造类企业后作回归,得出的结论和前面基本一致;第三,我们剔除了样本公司中的 ST 公司,重新进行了回归检验,结果也没有发生明显的变化。

四、研究结论

本文从外部治理参与者特征与外部治理环境两个角度来度量企业的外部治理机制,并研究外部治理机制与企业财务风险之间的关系,实证结果表明外部治理机制对企业的财务风险有一定的影响。其中,银行债权人的债务比例与企业的财务风险负相关;雇员持股的企业,财务风险相对较低;供应商的应付账款占负债的比例与企业财务风险负相关;外部审计

表 4 外部治理机制特征与企业财务风险 OLS 回归结果

	预期符号	系数	t
截距项	?	-8.27	-8.62***
Loan	+	0.67	2.75***
Empl	+	2.84	8.49***
Paya	+	0.40	2.45**
Lnaf	-	-0.51	-5.60***
Opin	+	2.27	11.13***
Puin	-	-0.32	-2.39**
Area1	-	-0.23	-2.54**
Area2	+	-0.53	-1.22
Size	+	0.57	10.09***
Age	-	-0.02	-1.68**
Opr	+	0.00	2.77***
Board	+	0.04	1.53*
H10	+	1.02	3.07***
Year	?	控制	
Indu	?	控制	
观测值		1 841	
F		40.17***	
Adj-R <sup>2</sup>		0.25	

费用与财务风险正相关,同时持非标准意见审计报告的企业的财务风险相对较高;存在监管处罚企业的财务风险相对较高;注册地的发达程度与企业财务风险正相关。而企业的财务风险与企业海外上市存在明显的正相关,与假设相悖。

笔者认为,一方面应通过优化外部治理机制降低企业的财务风险,利益相关者应该与企业形成良好互动,真正起到约束企业冒进行为的作用;另一方面要完善外部治理机制,明确各个治理主体的责任,以抑制企业的高风险行为。另外,外部治理机制的建立既应与时俱进,又不能一味模仿西方国家做法,而应结合我国企业实际开展。

主要参考文献

1. Aghion, Philippe and Patrick Bolton. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. Review of Economic Studies, 1992; 59
2. 李维安,武东立.公司治理教程.上海:上海人民出版社, 2002
3. COSO.方红星等译.企业风险管理——整合框架.大连:东北财经大学出版社, 2005
4. 于富生等.公司治理影响公司治理风险吗.会计研究, 2008; 10
5. 田冠军.公司治理国际化趋同、模式缺陷与纠偏机制——美国金融危机引发的思考.经济管理, 2009; 4
6. 夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据.经济研究, 2005; 5
7. 樊纲,王小鲁.中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告.北京:经济科学出版社, 2007