

不同负债结构对负债治理效应的影响研究

卢柯

(中南财经政法大学 武汉 430073)

【摘要】 本文从理论上分析了负债结构对负债治理效应的影响,并进行了实证检验。研究表明:负债治理整体上表现出负面效应。从负债期限结构角度看,短期负债与长期负债都呈现负面治理效应,且长期负债的负面效应较短期负债更强;从负债类别结构角度看,银行贷款呈现负面治理效应,而企业债券和商业信用则未表现出显著治理效应。

【关键词】 负债结构 负债治理 企业绩效

一、负债结构对负债治理效应影响的理论分析

负债结构是指整体负债中不同组成成分之间的构成关系。传统意义上的负债结构大多是指负债的期限结构。事实上,从不同角度观察负债会产生不同的负债结构定义:按照偿还期的长短,可以将负债分为长期负债和短期负债,两者之间的比例关系构成了负债的期限结构;按照资金的来源,可以将负债分为银行贷款、公司债券、商业信用等,不同组分之间的比例关系构成了负债的类别结构;按照偿还的优先级别,可以将负债分为融资租赁、抵押债务、普通债务和次级债务等,不同组分之间的比例关系构成了负债的优先级结构。以下分别从负债期限结构、类别结构、优先级结构角度分析其对负债治理的影响,并在此基础上提出两个研究假设。

1. 负债期限结构与负债治理。西方学者对负债期限结构与负债治理早有研究:Jensen(1986)、Hart和Moore(1995)认为,短期债务通过清算威胁可以减少经营者对自由现金流的任意决定权,而公司的长期债务可以阻止经营者进行利己的无效率扩张;Myer(1977)认为,短期债务有助于解决企业的投资不足问题,当企业的短期债务先于新投资项目到期时,原有债务不再影响股东的投资动机,而原有债务人也无法分享新项目的收益。理论上长期负债与短期负债都具有正面治理效应,但两者在治理效应的侧重点上有所不同。从我国资本市场来看,国有控股公司占绝对多数的现实决定了在企业融资过程中行政力量发挥着非常重要的作用。行政干预的直接后果是负债的软约束,企业可以短债长用而不用承担相应的责任,从而使短期负债丧失了对自由现金流的约束效应。对长期负债来说,国有控股企业管理层的行政属性和考核机制的短期化极大地削弱了长期负债对于无效率扩张的约束效应。

基于以上分析,本文提出假设一:短期负债和长期负债与企业绩效之间均存在负相关关系,且长期负债比短期负债与企业绩效之间的负相关关系更强。

2. 负债类别结构与负债治理。银行贷款是企业最主要的负债融资来源。银行作为专业性金融机构,可以与企业建立长期合作关系,其优势在于获取信息的能力强、成本低,在特定

条件下,还可以直接介入企业内部管理,因此银行有可能在企业负债治理中扮演重要角色。但银行贷款的治理效应也受到制度环境的诸多制约。在我国,国有银行与国有控股公司之间的准亲缘关系使其之间的信贷关系严重扭曲,从而制约了银行贷款治理效应的发挥。发行企业债券是企业融资的另一种重要手段。企业债券主要通过债券市场的价格机制来间接实现治理效应。企业债券的优势是流动性好,债权人能够很方便地卖出债券。但其弱势是,由于市场机制的有效性有较高要求,以致企业债券难以表现出正面的治理效应。商业信用是企业中较普遍的负债形式,其特点是期限相对较短,且一般有具体交易活动作为基础。相比于前两种负债融资类别,商业信用的治理效应更弱。这是因为商业信用除了债务关系,还涉及债权人与债务人之间的交易关系,如果债务人在交易中占据强势地位,债权人将很难对其行为进行有效干预。

基于以上分析,本文提出假设二:银行贷款与企业绩效之间存在负相关关系,而企业债券和商业信用与企业绩效之间不存在显著关系。

3. 负债优先级结构与负债治理。负债融资的优先级决定了债权人对于企业权益要求权的优先级顺序,反映了其权益得到保护的先后次序。Stulz和Johnson(1985)认为,当企业通过发行具有优先权的抵押债务、融资租赁等为新项目融资时,由于其优先级高于原有负债,因此能限制财富从股东向原有债权人转移,从而能够有效抑制股东的投资不足行为。当债务人的道德问题非常严重时,监控企业的债权人必须是优先级债权人,而且最好是唯一的优先级债权人。这是因为,如果监控职能由次级债权人承担,监控收益将首先保证优先级债权人的权益,在满足其索取权以后的剩余收益才能由次级债权人分享。如果企业的清算价值还不足以满足优先级债权人的权益要求,那么次级债权人将得不到任何收益,其也就没有监控企业的动力。以上分析表明,相比于次级债务,优先级债务能发挥更明显的治理效应。由于上市公司负债优先级结构的准确数据无法获取,因此本文对负债优先级结构对负债治理的影响仅做理论分析,不做实证检验。

二、负债结构对负债治理效应影响的实证分析

目前,国内大多数实证研究是从整体负债水平的角度来考察负债的治理效应的,本文拟利用我国上市公司数据对负债结构与负债治理效应之间的关系进行实证检验。

1. 数据来源。本文选取了我国证券市场2006~2008年三年间上市公司的数据作为研究样本,所有数据均取自北京色诺芬信息服务有限公司开发的CCERTM中国证券市场数据库系统。为了增加实证结论的可靠性,对样本进行了部分剔除:①由于金融行业的特殊性,样本中剔除了金融、保险类公司;②剔除了ST公司以及交易状态不正常的上市公司;③剔除了财务数据缺失的样本;④剔除了总资产收益率严重异常的样本。经过上述筛选,共有3 784个观察值进入到样本中。

2. 指标选取。

(1)被解释变量。在公司治理研究中,公司绩效的计量一般采用公司价值和财务绩效两类指标。其中,公司价值指标一般选用Tobin's Q,该指标在国外资本市场研究中被广泛运用,尤其对于资本市场高度发达、市场有效性强的国家,该指标具有相当重要的意义。在我国,由于资本市场制度不健全,投机气氛浓厚,使该指标的使用受到较大限制。相比于Tobin's Q值,公司财务绩效指标具有更高的可靠性和稳定性。公司财务绩效的衡量一般采用总资产收益率和净资产收益率。其中,净资产收益率包含了负债融资的杠杆效应,不符合衡量负债融资治理效应的需要。因此,本文采用总资产收益率(ROA)作为被解释变量。总资产收益率的计算公式为:

$$ROA = \text{净利润} \div [(\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) \div 2] \times 100\%$$

(2)解释变量。针对上文提出的假设,本研究采用资产负债率(DAR)、短期资产负债率(SDAR)、长期资产负债率(LDAR)、银行贷款占资产比率(BKAR)、企业债券占资产比率(BDAR)、商业信用占资产比率(CRAR)五个指标作为解释变量。其计算公式如下:

$$DAR = [(\text{期初负债} + \text{期末负债}) \div 2] \div [(\text{期初资产} + \text{期末资产}) \div 2] \times 100\%$$

$$SDAR = [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) \div 2] \div [(\text{期初资产} + \text{期末资产}) \div 2] \times 100\%$$

$$LDAR = [(\text{期初长期负债} + \text{期末长期负债}) \div 2] \div [(\text{期初资产} + \text{期末资产}) \div 2] \times 100\%$$

$$BKAR = [(\text{期初银行贷款} + \text{期末银行贷款}) \div 2] \div [(\text{期初资产} + \text{期末资产}) \div 2] \times 100\%$$

$$BDAR = [(\text{期初企业债券} + \text{期末企业债券}) \div 2] \div [(\text{期初资产} + \text{期末资产}) \div 2] \times 100\%$$

$$CRAR = [(\text{期初商业信用} + \text{期末商业信用}) \div 2] \div [(\text{期初资产} + \text{期末资产}) \div 2] \times 100\%$$

(3)控制变量。参考国内外已有研究,本文设置了以下控制变量:①公司规模(LNSIZE)。LNSIZE用公司年末账面总资产(以亿元为单位)的自然对数值来表示。②成长能力(GROWTH)。本文用净利润增长率来表示成长能力。③行业虚拟变量(IND)。考虑到行业宏观经济因

素对公司绩效存在影响,本文设置了IND,用来控制行业因素的影响。具体来说,行业虚拟变量根据证监会的行业分类标准分为13类。④年度虚拟变量(YEAR)。为控制年度间宏观经济环境变化的影响,本文设置了年度虚拟变量。

3. 实证模型。本文采用线性回归模型来分析负债比例与公司财务绩效之间的关系。

针对假设一:

$$\text{模型1: } ROA = \alpha_0 + \alpha_1 SDAR + \alpha_2 LNSIZE + \alpha_3 GROWTH + \beta \sum YEAR + \gamma \sum IND + \varepsilon$$

$$\text{模型2: } ROA = \alpha_0 + \alpha_1 LDAR + \alpha_2 LNSIZE + \alpha_3 GROWTH + \beta \sum YEAR + \gamma \sum IND + \varepsilon$$

针对假设二:

$$\text{模型3: } ROA = \alpha_0 + \alpha_1 BKAR + \alpha_2 LNSIZE + \alpha_3 GROWTH + \beta \sum YEAR + \gamma \sum IND + \varepsilon$$

$$\text{模型4: } ROA = \alpha_0 + \alpha_1 BDAR + \alpha_2 LNSIZE + \alpha_3 GROWTH + \beta \sum YEAR + \gamma \sum IND + \varepsilon$$

$$\text{模型5: } ROA = \alpha_0 + \alpha_1 CRAR + \alpha_2 LNSIZE + \alpha_3 GROWTH + \beta \sum YEAR + \gamma \sum IND + \varepsilon$$

另外,本文还将附带检验资产负债率与公司财务绩效之间的关系,则有:

$$\text{模型6: } ROA = \alpha_0 + \alpha_1 DAR + \alpha_2 LNSIZE + \alpha_3 GROWTH + \beta \sum YEAR + \gamma \sum IND + \varepsilon$$

其中: α_0 为截距; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \beta, \gamma$ 分别代表模型各变量的回归系数; ε 为随机扰动项。

4. 实证结果与分析。

(1)变量之间的Pearson相关性检验。表1表明,资产负债率、短期资产负债率、银行贷款等指标与总资产收益率之间存在显著的负相关关系,商业信用与总资产收益率之间存在显著的正相关关系,长期资产负债率、企业债券与总资产收益率之间则不存在显著的相关关系。

表1 变量之间的Pearson相关性分析

	ROA	DAR	SDAR	LDAR	BKAR	BDAR
DAR	-0.111 **					
SDAR	-0.102 **	0.832 **				
LDAR	-0.026	0.381 **	-0.196 **			
BKAR	-0.221 **	0.633 **	0.350 **	0.536 **		
BDAR	0.012	0.045 **	-0.043 **	0.151 **	0.03	
CRAR	0.043 **	0.321 **	0.474 **	-0.222 **	-0.191 **	-0.040 *

注:**表示在1%水平(双侧)上显著相关;*表示在5%水平(双侧)上显著相关。

(2)描述性统计。由表2可知,2006~2008年三年中样本公司的总资产收益率呈现先上升后下降的趋势,其离散程度呈现先下降后上升的趋势。

表2 公司财务绩效描述性统计

	全部样本(N=3 784)		2006年(N=1 158)		2007年(N=1 262)		2008年(N=1 364)	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
ROA	0.040 419	0.064 143 4	0.034 604	0.062 475 9	0.049 893	0.059 076 4	0.036 616	0.068 866 9

表3 负债状况的描述性统计

	全部样本(N=3784)		2006年(N=1158)		2007年(N=1262)		2008年(N=1364)	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
DAR	0.485 107	0.177 891 2	0.493 982	0.173 726 3	0.481 714	0.172 402 8	0.480 711	0.186 055 5
SDAR	0.407 575	0.167 758 5	0.419 312	0.165 918 7	0.403 466	0.163 564 8	0.401 414	0.172 685 2
LDAR	0.077 456	0.100 720 6	0.074 313	0.100 244 0	0.078 299	0.097 417 3	0.079 346	0.104 085 3
BKAR	0.211 956	0.144 319 3	0.219 073	0.143 300 0	0.208 918	0.139 741 7	0.208 726	0.149 159 3
BDAR	0.000 832	0.010 278 2	0.002 666	0.018 367 7	0.000 063	0.000 412 1	0.000 045	0.001 644 9
CRAR	0.088 523	0.069 065 6	0.089 086	0.069 916 7	0.088 848	0.069 741 6	0.087 745	0.067 741 2

由表3可以看出,除长期资产负债率呈上升趋势外,样本公司的资产负债率、短期资产负债率及其他负债指标在三年中均呈现下降趋势。

(3)回归结果及分析。对于上述模型,本文采用普通最小二乘法(OLS)对全部样本数据进行多元线性回归分析,分析软件采用SPSS18.0。回归结果见表4:

表4 多元线性回归结果

变量	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
dependent	ROA					
Constant	0.041 *** (3.825)	0.005 (0.490)	0.036 *** (3.688)	0.007 (0.702)	0.006 (0.567)	0.049 *** (4.606)
DAR						-0.115 *** (-10.604)
SDAR	-0.090 *** (-7.933)					
LDAR		-0.111 *** (-5.420)				
BKAR			-0.191 *** (-15.155)			
BDAR				0.046 (0.268)		
CRAR					0.024 (0.880)	
LNSIZE	0.017 *** (10.284)	0.017 *** (10.168)	0.019 *** (11.871)	0.014 *** (8.753)	0.014 *** (8.658)	0.021 *** (12.168)
GROWTH	0.004 *** (21.311)	0.004 *** (21.661)	0.004 *** (21.292)	0.004 *** (21.604)	0.004 *** (21.584)	0.004 *** (21.298)
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.179	0.172	0.217	0.165	0.166	0.190
F-value	49.559	47.183	61.364	45.108	45.158	53.064
Sig.	(000)	(000)	(000)	(000)	(000)	(000)
Durbin-Watson	1.967	1.958	1.986	1.959	1.960	1.967

注:*、**、***分别表示回归系数在10%、5%和1%水平上显著,括号中的数值表示t值。

整体上,从各模型的调整后R²、F值、P值、DW值情况来看,上述6个模型均具有显著统计意义,拟合度也比较理想。

首先,从模型6的回归结果来看,资产负债率的回归系数为-0.115,t值达到-10.604,且在1%的水平上显著,表示资产负债率与总资产收益率之间呈显著负相关关系。

其次,从与假设一对应的模型1和模型2来看:模型1中短期资产负债率的回归系数为-0.090,t值达到-7.933,且在1%的水平上显著,表示短期资产负债

率与总资产收益率之间呈显著负相关关系;模型2中长期资产负债率的回归系数为-0.111,t值达到-5.420,且在1%的水平上显著,表示长期资产负债率与总资产收益率之间呈显著负相关关系,且这种关系较短期资产负债率更强。以上结果支持假设一。

最后,从与假设二对应的模型3、模型4和模型5三个模型来看:模型3中银行贷款占资产比率的回归系数为-0.191,t值达到-15.155,且在1%的水平上显著,表示银行贷款占资产比率与总资产收益率之间呈显著负相关关系;模型4中企业债券占资产比率的回归系数为正,但结果并不显著,表示企业债券占资产比率与总资产收益率之间不存在显著相关关系;模型5中商业信用占资产比率的回归系数同样为正,但结果也不显著,表示商业信用占资产比率与总资产收益率之间不存在显著相关关系。以上结果完全支持假设二。

三、总结

本文从理论上分析了负债结构对负债治理效应的影响,并运用我国上市公司数据进行了实证检验,结果基本上支持了研究假设。因此得出结论:①我国上市公司负债融资与公司财务绩效之间存在显著负相关关系,说明负债融资不仅未对公司财务绩效产生正面作用,反而表现出显著的负面效应。②我国上市公司短期负债和长期负债与公司财务绩效之间都存在显著负相关关系,且长期负债与公司财务绩效之间的负相关关系比短期负债与公司财务绩效之间的负相关关系更强。这说明短期负债和长期负债对公司财务绩效都产生了显著的负面效应,而且长期负债的负面效应更为强烈。③我国上市公司银行贷款与公司财务绩效之间都存在显著负相关关系,说明银行贷款对公司财务绩效产生了显著的负面效应,而企业债券和商业信用对公司财务绩效无显著影响。

综上所述,我国上市公司的负债治理现状呈现全面弱化和恶化的状态,需要我们从我国资本市场的制度环境中进一步深入探寻原因,并探索改善的途径。

主要参考文献

1. 杨兴全.企业债务融资结构综述与启示.广东商学院学报,2006;5
2. 孙铮,刘凤委,李增泉.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构.经济研究,2005;5