

# 资本结构对商贸行业绩效的影响及优化建议

杨淑君(教授) 吴春雷

(河北经贸大学会计学院 石家庄 050061 辽宁工程技术大学工商管理学院 辽宁葫芦岛 125105)

**【摘要】** 本文归纳出我国商贸行业资本结构特征,实证分析了资本结构对商贸上市公司财务绩效的影响,同时结合中西方财务理论与商贸上市公司的经验数据来研究符合我国国情的资本结构优化措施。

**【关键词】** 商贸行业 资本结构 绩效评价

## 一、我国商贸行业资本结构特征

本文以2001~2005年沪深两市A股商贸上市公司作为研究样本。在初选样本的基础上,从中剔除某一年财务异常(如净资产为负值)的公司,得到有效样本公司76家。本文数据来源于证券之星及CCER数据库。表1是我国商贸上市公司负债水平、负债结构和股权集中度的描述性统计结果,从中可以看出我国商贸行业资本结构的静态特征和动态特征。

表1 2001~2005年商贸上市公司资本结构描述性统计表

广义资本结构		均值	标准差	最小值	最大值	
负债水平	资产负债率	0.581 8	0.061 2	0.525 4	0.674 8	
	负债结构	长期借款率	0.054 7	0.004 4	0.048 6	0.058 7
		短期借款率	0.402 1	0.024 0	0.370 0	0.432 5
		商业信用率	0.361 0	0.019 3	0.328 3	0.375 3
		流动负债率	0.926 1	0.006 6	0.920 7	0.937 1
长期负债率	0.071 3	0.006 1	0.062 9	0.078 3		
股权集中度	第一大股东持股比例(CR_1 指数)	0.381 0	0.006 3	0.372 5	0.388 2	
	前五大股东持股比例(CR_5 指数)	0.514 3	0.001 9	0.512 1	0.517 1	
	前十大股东持股比例(CR_10 指数)	0.547 0	0.003 5	0.542 5	0.550 1	
	第一大股东与第二大股东持股数之比(Z 指数)	32.271 0	12.028 4	20.556 1	49.888 2	

1. 负债水平偏高且逐年递增。资产负债率五年的均值为58.18%,并且在五年之内呈递增的趋势。根据现代资本结构理论,企业存在一个最优的资本结构即负债水平。Masulis(1983)对权衡理论的研究证实了税收盾牌对企业价值的促进作用,并检验了资本结构变化对企业价值的影响,结果表明:当负债水平位于0.23~0.45的区间时,随着负债水平的提高,企业绩效提高,即最佳的资本结构为负债水平位于0.23~0.45的区间时。而胡援成(2002)认为,我国国有上市公司的资产负债率以不高于60%为宜。胡援成的研究对象是国有企业,而国有企业具有高负债的特点。本文未区分国有商贸企业与非国有商贸企业,而商贸企业的负债水平接近60%,并且呈现逐年递增的

趋势,可见其资本结构并非最优,这将给企业带来负面的治理绩效。

2. 负债结构中,各比率的变化特征各异。流动负债率多年居高不下,商业信用率逐年递增,短期借款率呈递减趋势,长期借款率、长期负债率的波动性不大。流动负债率的均值为92.61%,其最小值也在92%以上;而长期负债率的均值为7.13%。尽管商贸行业的特征决定了该行业必然具有较高的流动负债率,但是92.61%的超高比率可能会对治理绩效产生负面影响。

3. 股权主要集中在前五大股东。前一、前五、前十大股东持股比例的均值分别为38.1%、51.43%、54.7%,表明在前十大股东中,股权主要集中在前五大股东。从变化趋势来看,前十大股东持股比例和前五大股东持股比例小幅度波动,第一大股东持股比例逐年递减,第一大股东与第二大股东持股数之比在2003年达到顶峰之后大幅度递减,表明除第一大股东之外的前四大股东持股比例逐年递增。股权集中度的差异会导致公司治理效率的差异,如果股权过度分散,不利于上市公司保持长期稳定的财务绩效;如果股权过度集中,不利于上市公司的健康成长。如果资本市场机制不发达,法律对投资者保护不力,在股权适度集中的前提下,可以通过内部治理效率的提高来弥补外部治理机制的不足。

## 二、资本结构对商贸上市公司财务绩效影响的实证分析

1. 财务绩效评价。单一评价指标很难全面评价商贸上市公司的综合财务绩效,为避免公司经理人的短期行为,保证公司的长期利益和发展,我们从盈利能力、偿债能力、获取现金的能力、营运能力和成长能力等方面对企业五年的财务绩效进行总体考核。考核方法是采用因子分析法对相关指标处理后得到综合绩效的因子得分,作为下一步回归分析的被解释变量。我们参照2002年财政部等五部委颁布的《企业绩效评价操作细则(修订)》并结合商贸上市公司的特点选取了与财务绩效相关的19个指标,分别是衡量偿债能力的流动比率( $X_1$ )、速动比率( $X_2$ )和现金比率( $X_3$ ),衡量营运能力的应收账款周转率( $X_4$ )、存货周转率( $X_5$ )、流动资产周转率( $X_6$ )、总资产周转率( $X_7$ )、固定资产周转率( $X_8$ )和长期资产适合率

(X<sub>9</sub>), 衡量盈利能力的净资产收益率(X<sub>10</sub>)、每股收益(X<sub>11</sub>)和总资产利润率(X<sub>12</sub>), 衡量获取现金的能力的每股营业现金流量(X<sub>13</sub>)、主营业务现金比率(X<sub>14</sub>)、现金自给率(X<sub>15</sub>)、经营现金资本性支出比率(X<sub>16</sub>)、经营现金折旧费用比率(X<sub>17</sub>), 衡量成长能力的主营业务收入增长率(X<sub>18</sub>)、总资产扩张率(X<sub>19</sub>)。这19个指标都是正向指标, 无需进行趋势化处理。首先对X<sub>i</sub>(i=1, 2, ..., 19)进行统计检验, KMO统计量=0.604>0.5, Bartlett's Test of Sphericity 统计量=949.351, 单侧P=0<0.01, 这说明适合进行因子分析。然后按累积方差贡献率大于85%的标准, 采用主成分分析法来提取因子, 累积方差贡献率为87.658%的因子有9个, 再用Varimax旋转法得到前9个因子的旋转因子载荷矩阵, 运用回归方法计算出因子得分系数矩阵, 以各个主因子在每个指标上的得分作为权重, 得到9个主因子的数学表达式, 再根据各因子的方差贡献率占9个因子的累积方差贡献率的比重得到财务绩效(PER)的表达式。

2. 模型的构建。我们选取衡量负债水平的资产负债率(ZFL), 衡量负债结构的长期借款率(CJL)、短期借款率(DJL)、商业信用率(SXL)、流动负债率(LFL)和长期负债率(CFL), 衡量股权集中度的CR\_1指数、CR\_5指数、CR\_10指数和Z指数作为资本结构的变量。控制变量为公司规模(取自然对数, 即LnSIZE)、董事会规模(BSIZE), 在进行负债结构回归分析和股权集中度回归分析时, 我们也把资产负债率作为控制变量加入模型。由于主要考察资本结构对治理绩效的影响, 我们采用截面数据, 建立三个线性回归模型来依次检验治理绩效与负债水平、负债结构、股权集中度之间的相关性。

模型1:  $PER = \beta_0 + \beta_1 CJL + \beta_2 DJL + \beta_3 SXL + \beta_4 LFL + \beta_5 CFL + \beta_{10} ZFL + \beta_{11} LnSIZE + \beta_{12} BSIZE + \epsilon_1$

模型2:  $PER = \beta_0 + \beta_6 CR_1 + \beta_7 CR_5 + \beta_8 CR_{10} + \beta_9 Z_i + \beta_{10} ZFL + \beta_{11} LnSIZE + \beta_{12} BSIZE + \epsilon_2$

模型3:  $PER = \beta_0 + \beta_{10} ZFL + \beta_{11} LnSIZE + \beta_{12} BSIZE + \epsilon_3$

3. 回归结果。在回归过程中, 我们诊断了回归方程的多重共线性、异方差性和序列相关性。为了尽可能地避免伪回归, 我们把存在多重共线性的变量分别代入模型, 同时以

表2 商贸上市公司财务绩效反应系数的回归结果

系数	模型 1				模型 2			模型 3
$\beta_0$	-1.483 (-1.578)	-1.389 (-1.344)	-1.551 (-1.546)	-2.328 *** (-2.631)	-2.298 ** (-2.465)	-2.693 *** (-2.928)	-2.745 *** (-3.009)	-2.946 *** (-3.144)
$\beta_1$	0.096 (0.211)	0.106 (0.231)	-0.177 (-0.397)	-0.167 (-0.374)				
$\beta_2$	-0.809 *** (-5.151)	-0.810 *** (-5.151)						
$\beta_3$			0.835 *** (5.515)	0.830 *** (5.492)				
$\beta_4$		-0.099 (-0.303)	-0.780 ** (-2.345)					
$\beta_5$	0.109 (0.330)			0.773 ** (2.309)				
$\beta_6$					0.589 ** (2.445)			
$\beta_7$						0.523 ** (2.092)		
$\beta_8$							0.598 ** (2.328)	
$\beta_9$					-9.85E-005 (-0.242)	0.000 (0.492)	0.000 (0.532)	
$\beta_{10}$	-0.362 * (-1.870)	-0.362 * (-1.871)	-0.845 *** (-5.170)	-0.837 *** (-5.119)	-0.750 *** (-4.005)	-0.806 *** (-4.350)	-0.808 *** (-4.402)	-0.885 *** (-4.716)
$\beta_{11}$	0.104 ** (2.272)	0.104 ** (2.278)	0.120 *** (2.713)	0.120 *** (2.707)	0.123 ** (2.485)	0.142 *** (2.947)	0.142 *** (2.973)	0.173 *** (3.601)
$\beta_{12}$	-0.021 (-1.395)	-0.021 (-1.392)	-0.009 (0.063)	-0.010 (-0.647)	-0.012 (-0.717)	-0.015 (-0.929)	-0.016 (-0.940)	-0.023 (-1.362)
DW	1.782	1.782	2.006	1.994	2.127	2.033	2.028	1.956
R <sup>2</sup>	0.697	0.697	0.506	0.505	0.594	0.582	0.590	0.531
F	10.892 ***	10.887 ***	11.795 ***	11.744 ***	9.615 ***	9.159 ***	8.457 ***	9.409 ***

注: \*\*\*, \*\* 和 \* 分别代表在1%、5%、10%的水平上显著, 括号内为t值。

1/ZFL<sup>2</sup>为权重, 采用WLS处理异方差效果比较理想。得出的结果如表2所示。

首先, 从负债水平来看,  $\beta_{10}$ 为负, 即我国商贸行业的负债水平对商贸公司的绩效带来了负面影响, 这说明我国商贸行业的负债水平目前不是最优的, 而是已经超过了最优资本结构所要求的负债水平的上限, 资产负债率偏高, 需要进一步优化其资本结构。其次, 从负债结构来看,  $\beta_1$ 正负不明确, 并且在统计上不显著, 表明长期借款的治理效应不明显;  $\beta_2$ 为负, 并且在统计上显著, 说明我国商贸公司短期借款率偏高从而导致财务杠杆效应为负, 对治理绩效产生不利影响;  $\beta_4$ 为负并且在5%的水平上显著, 表明较高的流动负债率对治理绩效产生负面作用;  $\beta_3$ 和 $\beta_5$ 都为正, 且在统计上几乎显著, 表明商业信用率和长期负债率对治理绩效产生了正面影响。再次, 从股权集中度来看,  $\beta_6$ 、 $\beta_7$ 、 $\beta_8$ 都为正, 并且在5%的水平上显著, 表明目前股权的适度集中有利于提高治理效率;  $\beta_9$ 近似于零且在统计上不显著, 表明第一大股东与第二大股东持股数之比对治理绩效几乎无影响。最后,  $\beta_{11}$ 为正且在统计上显著, 说明公司规模的扩大带来规模经济效应, 有利于财务绩效的提高;  $\beta_{12}$ 为负且在统计上不显著, 说明董事会规模与财务绩效呈现

# 会计职业判断、会计准则与会计信息质量

莫 磊 李月娥(教授)

(华中科技大学 武汉 430046 中国地质大学管理学院 武汉 430074)

**【摘要】** 本文分析了会计职业判断与会计准则、会计准则执行体系与会计信息质量之间的逻辑关系,推导出会计职业判断与会计信息质量之间的相互关系,以使会计人员恰当地运用职业判断进行会计处理。

**【关键词】** 会计职业判断 会计信息质量 会计准则

从2007年1月1日开始在上市公司实行的新会计准则将有效地促使我国会计信息质量的提高。与原有会计准则不同的是,新会计准则及其应用指南中多处提到了“判断”的概念。于是,如何看待职业判断的作用以及会计人员应当如何恰当地运用职业判断来进行会计处理就成为一个亟待解决的重大现实问题。

## 一、会计职业判断与会计准则

1. 从会计职业判断的视角看会计准则的存在价值。作为会计信息的生成规则,会计准则对于会计信息质量的重要性是毋庸置疑的。在这里,我们从会计职业判断的角度来解读会计准则的存在价值。

不显著的负相关关系,董事会规模的盲目扩大导致财务绩效的降低。

## 三、优化商贸行业资本结构的建议

1. 降低负债水平。按照西方财务理论,增加债务融资的比例将增加经理人的持股比例,从而能够增加经理人的剩余索取权并最终提高经理人的积极性。另外,由于债务利息采用固定的支付方式,债务的利用减少了企业的自由现金流量,从而缩小了经理人从事低效投资的选择空间,抑制了经理人的在职消费,减少了经理人用于满足其个人私利的“自由现金”。但是,“激励”与“约束”之间必须有一个合适的“度”,从目前负债水平与财务绩效呈负相关关系来看,过高的负债比率反而是一种过度约束。商贸行业对经理人在负债融资方面表现出的经济后果是约束过度而激励不足,所以必须降低负债水平。

2. 调整公司负债结构。增加长期融资特别是长期直接融资的比重势在必行。具体来说,公司负债结构要从负债期限结构和债源上调整,即调整流动负债与长期负债的比例,公司可以通过债务重组等方式减少流动负债,适当增加长期负债,而且借入长期负债时应考虑偿还期限与利率的搭配。在增加长期负债方面,在符合债券发行条件的情况下,商贸公司可考虑发行长期债券,提高长期直接融资比重;在减少流动负债方面,应该考虑降低短期借款率,同时利用商业信用的优势,适当提高商业信用率。

首先,会计准则的存在降低了会计人员职业判断的风险。由于会计职业判断是对不确定的经济事项所做的判断,会计人员在进行职业判断时面临着两类风险:一是从备选方案后果的不确定到可用于决策信息的模糊性或缺乏等不同的风险;二是个人进行职业判断的局限性导致的未意识到的风险。因此从本质上看,职业判断意味着风险。所有的这些风险要求会计职业界应该制定会计准则,作为对社会赋予其特权的回报;同时,会计职业界也希望通过会计准则的制定来维护其地位并保护其成员。

其次,会计准则的存在提高了会计职业判断的平均水平。会计准则严格遵循了准则的制定程序,其制定人员包括学术

3. 适当提高股权集中度。股东监控企业要付出相当高的成本,而大股东与小股东实施有效监控所获得的收益却相差很大,大股东获得的收益远远多于小股东获得的收益,小股东的理性选择便是放弃对企业的监控权而“搭便车”。如果股权过于分散,就会造成每个股东都想“搭便车”,导致监控者的缺位。所以,股权集中度越高,内部控制就越有效。

另外,为了给商贸公司发行债券创造良好的外部环境,必须大力发展资本市场。公司债券市场是资本市场的重要组成部分,但目前公司债券的比重很低,影响公司融资效率,也不利于促进公司改善资本结构。因此,必须大力发展资本市场特别是债券市场,这是优化上市公司资本结构的前提条件。从实证分析结果可以看出,在保证公司健康发展的情况下扩大公司规模,同时避免盲目扩大董事会(或类似机构)的规模,能够带来规模经济效应,可以弥补资本结构欠佳带来的低效率。同时,研究不同企业不同时期特有的投融资特征、及时解决委托代理关系的特殊问题,对于优化资本结构也是十分必要的。

## 主要参考文献

1. 李梅芳.我国第三产业结构分析及政策趋向.湖南经济管理干部学院学报,2005;6
2. 戴文标,任熹真.国有企业资本结构优化标准探析.经济学家,2001;4
3. 张宣庆.改善资本结构 增加企业盈利.经济师,2002;1