

商贸行业上市公司债务结构治理效应研究

吴春雷

(辽宁工程技术大学工商管理学院 辽宁葫芦岛 125105)

【摘要】 本文分析了我国商贸行业上市公司的债务结构特征,在此基础上对商贸行业上市公司债务结构的治理效应进行了实证研究,并提出了相关建议。

【关键词】 商贸行业 上市公司 债务结构 治理效应 经营绩效

到目前为止,国内外学者大多侧重于对所有行业上市公司的债务结构进行分析,对分行业的研究较少。其研究证实,行业特征是影响债务结构与公司治理效应关系的一个重要因素。当前,我国商贸行业正处于高速发展时期,面临着与债务结构相关的诸多问题。本文通过分析我国商贸行业上市公司债务结构对经营绩效的影响来研究债务结构的治理效应。

一、我国商贸行业上市公司债务结构的特征

1. 样本与数据来源。本文将沪深两市发行A股的全部商贸行业上市公司2001~2005年的财务数据和公司治理结构数据作为研究样本,按照证券之星对板块的分类,共获得样本82家。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,最后得到有效样本76家。本文数据全部来源于证券之星及北京大学中国经济研究中心,使用的数据处理和分析软件包含EXCEL、SPSS13.0等。

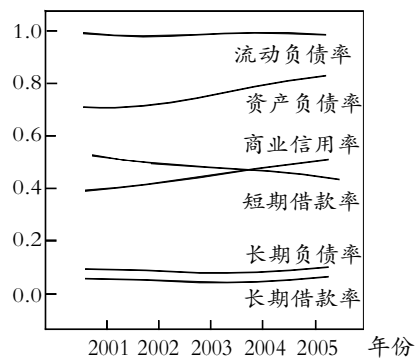
2. 商贸行业上市公司债务结构的特征。

表1 商贸行业上市公司2001~2005年债务结构描述性统计结果

债务结构指标	均值	标准差	最小值	最大值
资产负债率	0.581 8	0.061 2	0.525 4	0.674 8
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

表1是商贸行业上市公司2001~2005年债务结构的描述性统计结果,可以看出我国商贸行业上市公司债务结构具有以下静态特征:①资产负债率5年的均值为58.18%。Masulis(1983)对权衡理论的研究证实了税盾效应对企业价值增加的促进作用,并进一步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的范围,随着负债水平的提高,企业绩效也将随之提高。根据胡援成(2002)的研究结论,我国上市公司最优资产负债率低于60%为宜,可见我国商贸行业上市公司负债总体水平适中。②流动负债率均值为92.61%,最小值也在92%以上,这表明商贸行业上市公司具有

较高的流动负债率,表现出对流动性负债的偏好,容易造成对长期负债的替代效应。③长期负债率为7.13%,其中银行长期借款所占比重为5.47%,这表明长期负债及长期借款比重偏低,并且长期负债的主要构成是银行长期借款。



商贸行业上市公司2001~2005年债务结构趋势图

上图显示了商贸行业上市公司2001~2005年债务结构的变化趋势,反映出债务结构的趋势特征:资产负债率和商业信用率呈逐年递增趋势;短期借款率则呈递减趋势;长期借款率、长期负债率和流动负债率的波动不大,这表明整体负债比重在逐年增大,但是流动负债和长期负债的比重相对稳定,同时在流动负债的构成中,商业信用所占比重在2004年左右超过短期借款所占比重。以上特征说明,尽管我国相关部门放宽了企业贷款的相关政策,但是商贸行业上市公司融资仍然比较困难。这些债务结构特征势必影响公司治理效应。

二、商贸行业上市公司债务结构治理效应实证研究

1. 数据处理:商贸行业上市公司经营绩效评价。本文将采用因子分析法对相关指标处理后得到综合绩效的因子赋值,作为下一步回归分析的治理效应变量。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)》,同时结合商贸行业上市公司的特点选取了19个指标,分别是流动比率、速动比率、现金比率、应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率、总资产周转率、固定资产周转率、长期资产适合率、净资产收益率、每股收益、总资产利润率、每股营业现金流量、主营业务现金比率、现金自给率、经营现金资本性支出比率、经

营现金折旧费用比率、主营业务收入增长率、总资产扩张率。经营绩效评价步骤为：①对19个指标进行统计检验，KMO统计量=0.604>0.5，Bartlett统计量=949.351，单侧P=0.000<0.01，这说明适用于因子分析。②按累积方差贡献率大于85%的标准，采用主成分分析法提取因子，得到9个累积方差贡献率为87.658%的因子。③用Varimax旋转法得到前9个因子的旋转因子载荷矩阵。④运用回归方法计算出因子得分系数矩阵。⑤将各个主因子在每个指标上的得分作为权重，9个主因子的数学表达式为： $F_j = \alpha_{1j}x_1 + \alpha_{2j}x_2 + \dots + \alpha_{19j}x_{19}$ (j=1, 2, ..., 9; i=1, 2, ..., 19)。其中， x_i 是经标准化处理的19个经营绩效指标。⑥以各因子的方差贡献率占9个因子累积方差贡献率的比重为权重，得到经营绩效（PER）的表达式： $PER = (0.254 \times F_1 + 0.146 \times F_2 + 0.123 \times F_3 + 0.101 \times F_4 + 0.069 \times F_5 + 0.055 \times F_6 + 0.052 \times F_7 + 0.041 \times F_8 + 0.032 \times F_9) \div 0.8766$ 。

2. 模型构建。用来表征债务结构的变量，我们选取长期借款率（CJL）、短期借款率（DJL）、商业信用率（SXL）、流动负债率（LFL）、长期负债率（CFL）。本文的研究还加入了若干控制变量，包括资产负债率（ZFL）、公司规模（LnSIZE）、董事会规模（BSIZE）。本文采用截面数据，即先对各公司指标数据按年数求均值（其中，对成长能力指标采用几何平均数，经测算结果有效），构建模型如下：

$$PER = \beta_0 + \beta_1 CJL + \beta_2 DJL + \beta_3 SXL + \beta_4 LFL + \beta_5 CFL + \beta_6 ZFL + \beta_7 LnSIZE + \beta_8 BSIZE + \varepsilon$$

其中， ε 是随机误差项。

3. 实证检验结果及讨论。为了避免伪回归，在模型回归过程中我们重点讨论了回归方程的多重共线性、异方差和序列相关性。我们把存在多重共线性的变量分别代入模型，同时以 $1/ZFL^2$ 为权重、采用WLS处理异方差的效果比较理想，且不存在序列相关性。得出的结果如表2所示。

表2 商贸行业上市公司债务结构系数的回归结果

变量	系数			
截距	-1.483(-1.578)	-1.389(-1.344)	-1.551(-1.546)	-2.328***(-2.631)
长期借款率	0.096(0.211)	0.106(0.231)	-0.177(-0.397)	-0.167(-0.374)
短期借款率	-0.809***(-5.151)	-0.810***(-5.151)		
商业信用率			0.835***(5.515)	0.830***(5.492)
流动负债率		-0.099(-0.303)	-0.780**(-2.345)	
长期负债率	0.109(0.330)			0.773**(2.309)
资产负债率	-0.362*(-1.870)	-0.362*(-1.871)	-0.845***(-5.170)	-0.837***(-5.119)
公司规模	0.104**(2.272)	0.104**(2.278)	0.120*** (2.713)	0.120*** (2.707)
董事会规模	-0.021(-1.395)	-0.021(-1.392)	-0.009(0.063)	-0.010(-0.647)
DW	1.782	1.782	2.006	1.994
R2	0.697	0.697	0.506	0.505
F	10.892***	10.887***	11.795***	11.744***

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

从表2可以看出，长期借款率的回归系数正负不明确，且统计上不显著；短期借款率的回归系数都为负，且在统计上显著，表明治理效应与短期借款率负相关，说明我国商贸行业上市公司的短期借款率偏高，导致财务杠杆发挥负效应；流动负债率系数为负，表明治理效应与流动负债率呈反向关系，基本在5%水平上显著，因为商贸行业上市公司流动负债中非短期借款占较大比重，非短期借款起不到避税的作用，并且我国商贸行业上市公司流动负债比例过高，容易导致短期融资对长期融资的替代，其交易成本、谈判成本、代理成本等相关成本的增加可能导致治理效应下降；商业信用率和长期负债率的系数都为正，且在统计上较为显著，表明治理效应与商业信用率和长期负债率正相关，商业信用能够发挥理财作用；资产负债率系数都为负，证明商贸行业上市公司的整体负债对治理效应的增强做出了显著的负贡献，即我国商贸行业上市公司的负债总体水平已经超过了最优资本结构的要求，资产负债率偏高，原因在于行业因素的影响，以及经理人与所有者之间代理问题所导致的代理成本或破产成本

的增加；公司规模系数为正，且统计上显著，说明公司规模的扩大产生规模经济，有利于治理效应的提高；董事会规模系数为负，统计上不显著，说明董事会规模与治理效应呈不显著的负相关关系，董事会规模的盲目扩大会导致治理效应的减弱。

三、相关建议

我国商贸行业上市公司负债总体水平适中，且表现出对流动负债的偏好，长期负债及长期借款比重偏低，资产负债率和商业信用率的比重呈逐年递增趋势，短期借款率的比重呈递减趋势，长期借款率、长期负债率和流动负债率的波动性不大，表明整体负债比重在逐年增加，但是流动负债和长期负债的比重相对稳定。商贸行业上市公司治理效应与短期借款率、流动负债率、整体负债水平负相关，与商业信用率和长期负债率正相关。另外，治理效应与公司规模正相关，与董事会规模负相关。

从负债总体水平来看，目前我国商贸行业上市公司资产负债率偏高，没有实现最优资本结构，这与国内外一些研究有些不一致，这是由于商贸行业上市公司的影响因素以及委托代理关系等特殊问题所致。在整体负债水平需要降低的情况下，从债务结构来看，由于流动负债率的提高会导致经营绩效的下降，长期负债率的提高有利于经营绩效的提高，所以应该在降低流动负债率的同时适当提高长期负债率，但是由于长期借款率与经营绩效相关性正负不明显，从而可以适当调整增加长期债券的筹资比重。在降低流动负债率方面，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。另外，应该加强公司治理，尽快解决经理人与所有者委托代理关系中存在的问题及企业融资难的问题。

主要参考文献

1. 胡援成. 中国企业资本结构与企业价值研究. 金融研究, 2002, 3
2. 余建英, 何旭宏. 数据统计分析与SPSS应用. 北京: 人民邮电出版社, 2003