

股权结构、资本结构、资产结构和股利政策与企业绩效的关系研究

厦门大学 赵莉 黄莉芳 郑冰

一、股权结构与企业绩效

国外关于股权结构和企业绩效关系的研究可追溯到Berle和Means,他们认为股权的分散使得无持股的管理者与股东利益发生冲突,从而使企业价值在这种内耗中不可能最优化。而真正研究股东和管理者持股比例对企业价值影响的则是Jensen和Meckling,他们认为企业价值取决于内部股东所持股份比例,而且与企业绩效成正相关关系。Holderness和Sheehan则在比较了具有绝对控股股东和股权分散的上市公司绩效后,认为两者没有显著差异,因此认为股权结构和企业绩效无关。

我国的实证研究结论也是大相径庭。许小年对沪深两市上市公司的经验研究结果表明,法人股比例越高,企业绩效越好;国有股比例越高,企业绩效越差;流通股比例与企业绩效基本无关。陈晓、江东则认为,不同类型的股东在公司治理结构中发挥的作用是状态依存的,股权结构的多元化对企业业绩的正面影响取决于行业的竞争性。在提高行业竞争性的基础上,通过适当减少国有股比例,提高法人股和流通股的比例,将能改善公司的治理结构。

通过上面的对比可以看出,具体的最优股权结构是无法准确计算出来的。第一,因为我国上市公司的财务数据受国家政策的影响比较大,人为粉饰的痕迹比较明显,这就导致了用样本数据进行实证分析的可信度不高;第二,我国的宏观经济正处于转轨时期,上市公司面临的外部环境变数很大,用混合数据进行的实证分析具有很大的变动性;第三,行业环境差别很大,竞争性领域和垄断性领域获得的政府政策倾斜是截然不同的,因此分行业的股权结构最优化研究才具有一定的现实意义,笼统地断言国有股减持是不明智的。所以,对股权结构最优化的研究应在结合我国国情的基础上,将行业特性和国有股作为交叉变量来分析股权结构最优区间才具有积极意义。

二、资本结构与企业绩效

MM理论过滤掉现实中存在的信息不对称、破产成本、交易成本等复杂因素,描述了理想状况下资本结构与企业绩效的关系。Bradley等人假设企业价值的变动性、财务危机的潜在影响和非债务避税三个因素影响最优资本结构,发现企业收益不确定性和潜在财务危机对资本结构有预期的负面作用。此外,行业对资本结构存在巨大影响,不同的资本结构比例中,有54%以上的差异可以由行业变异性来解释。Thies和Klock通过对制造业进行深入研究,发现销售增长的波动性加大时,即环境的不稳定将使长期债务融资额减少,从而说明环境变量影响资本结构。

我国的资本结构研究也取得了相当的成果。李善民等对1993、1995及1997年上市公司资本结构的影响因素进行了实证分析,发现在政府干预较少或企业经营状况剧烈波动时期,有关融资理论能较好解释企业负债情况。黄少安等通过对上市公司融资结构的实证研究,发现上市公司存在强烈的股权融资偏好。陈小悦、徐晓东对股权结构、企业业绩和投资者利益保护的实证研究表明,由于我国外部投资者利益缺乏保护,长期财务杠杆与企业绩效成反比。

从中外理论研究的脉络来看,资本结构与企业绩效的关系也不是固定不变的。认为企业业绩随资本结构优化而增加随后又回落的传统结论在我国上市公司中没有得到验证,由此可见单纯研究资本结构与企业绩效的关系是远远不够的。将各行业面临的不同环境变数纳入实证研究范畴相当必要,因为行业特性决定了不同的经济环境和制度环境对各行业的影响不同,导致各行业的融资偏好存在差异,从而影响企业绩效;不同时间段环境波动的不一致,对各行业的影响也是不一样的。因此,资本结构与企业绩效之间的定性关系、定量比例会因时、因势而异。我们需要努力的是在我国这种存在制度缺陷和剧烈变革的大环境里,探究企业融资偏好的深层机理以及改变这种偏好的举措。优序融资理论在我国无市场就说明我国资本结构的特殊性,从而反映出我国现行的制度与政策指引同融资理论存在着偏差。

三、资产结构与企业绩效

随着我国建立现代企业制度步伐的加快,企业作为市场经济中一个自主经营的经济实体,无论在生产经营、劳动人事还是资金运用方面都有了相当的自主权,资产结构对企业绩效的影响日益显现。

分析资产结构的目的在于确保企业在自主运用资金时,能按比例、按实际需要确立资金的内部约束机制。资产结构包括一系列资产之间的比率关系,尤为重要是流动资产与固定资产的比例确认问题。在资产规模一定的情况下,由于流动资产和固定资产的周转周期不同,不同资产的结构安排将影响总资产周转的周期,从而影响企业的利润率。流动资产的比例越大,总资产周转率越大,对企业的利润贡献度就越大;相反,流动资产的比例越小,总资产周转率越小,对企业的利润贡献度就越小。但是,流动资产与固定资产的比例是受到宏观环境、企业所属行业、市场的销售容量、竞争对手的压力、科技的革新程度等因素影响的。因此,每个行业应该有自身适宜的资产结构,并非流动资产比例越大越好。根据吴树畅的研究,在我国企业整体盈利能力普遍偏低的情况下,我国上市公司财务管理的重点应在资产结构和股权结构管理上面,因为这

治理企业诚信缺失 重建市场诚信机制

南开大学国际商学院 谷卫

一、诚信的含义及其与企业商誉的关系

诚信就是指诚实守信。诚信的核心不在于做出某种承诺,而在于对所做出承诺的履行。有人把诚信归入道德范畴,但是诚信与道德实际上是有区别的。道德是指调整人与人之间以及个人与社会之间关系的的行为规范的总和,是社会意识形态之一。道德以善和恶、正义和非正义、公正和偏私、诚实和虚伪等道德标准来评价人们的各种行为和调整人们之间的关系。道德包括诚信,诚信是道德的基本原则之一。因为诚信主要是反映在特定的交易事项上,所以有其功利色彩,其目的是维护良好的交易环境,降低交易费用,增加社会和个人经济利益。因此,诚信无法承载更多的道德内容。

诚信是一个企业的无形资产,诚信的外在表现形式是声誉。良好的声誉自然可以为企业带来超额收益,与一般所说的企业商誉应该是同一个概念。美国著名会计学家亨德里克森在专著《会计理论》中从会计的角度对什么是商誉总结了三种观点,其中之一就是商誉是对企业好感的价值。商誉是企业无形资产的特殊项目,能为企业创造超额利润,因此企业的声誉与其商誉有着相同的功能和本质。“等量资本获取等量利润”,如果企业获得超过可辨认资产盈利的超额利润,

两个因素对企业绩效的影响不仅是显著的,而且贡献度相当大。因此,以下工作成为企业的当务之急:加强成本管理,降低成本;加强市场营销管理,不断开拓新市场,提高市场占有率;加强客户信用管理,加速货款回收;及时处置闲置不用的固定资产,提高资产周转速度,增强企业盈利能力。

四、股利政策与企业绩效

对股利政策与企业绩效关系的考察,可以追溯到Easterbrook和Jensen的解释,他们认为股东可以通过减少管理者控制的现金流量来增加管理者任意分配资源的难度。当股利分配像债务融资一样成为一种硬约束时,股利分配政策对企业绩效将起到与资本结构相似的效果。因为管理者所能控制的现金流量越少,他们就越难于采取不利于股东利益的行为,而减少管理者控制的现金流量的方式之一就是增加股利支付水平。Crossman和Hart也曾指出,由于债务承诺比股利承诺更难违约,减少管理者控制的现金流量的另一种方式即增加负债水平。这同时道出了股利政策与融资政策一样在降低代理成本方面具有一定潜力。Deangelo进一步发现,处于财务危机时期或将被私有化的企业是不愿削减股利支付水平的,这就意味着一种明显的利益从债券持有人流向股东的倾向。

国内关于股利政策的研究始于陈晓等给出的我国上市

那么它必然来自企业的无形资产——商誉(不一定入账),是社会对企业好感的价值体现。这种好感不是来自于某一个人的,而是社会公众好感的集合;不是短时期形成的,而是在较长的历史时期中形成并保持稳定的。社会公众对企业有好感,也就是企业建立起了良好的声誉,企业是声誉的载体。在长期的市场交易活动中形成的良好声誉是社会公众给予企业的评价,是企业诚信的外在表现,所以诚信也就成为企业商誉最核心的内容。

二、诚信缺失的经济学分析

传统经济学在对市场进行分析研究时,通常假定在信息充分和完备的前提下做出决策,但实际上信息是否充分和完备对经济活动的决策和有效性有着重要的影响,并且取得信息是要花费成本的,甚至于花费很大成本也不一定能够得到所需的信息。因此,主要研究由于获取信息困难而普遍存在于经济活动中的信息不对称问题的信息理论应运而生。根据微观经济学的信息理论,在市场交易活动中,往往存在着信息的不对称性,比如卖方永远比买方掌握更多的有关其销售的产品信息,卖方比买方更了解产品的品质和价值。当双方掌握的信息有差异时,拥有信息优势的一方为了获得更有利于自

公司存在股利信号传递效应的结论。魏刚对我国上市公司1997年度股利分配预案推出后的市场反应进行的实证分析,得出我国上市公司的股利分配政策与公司股票价格相关的结论。吕长江、王克敏认为,我国上市公司的股利分配政策支持Lintner的股利信号传递理论和Jensen的代理成本理论,不支持Myers的筹资次序理论。

这一系列的研究为更好地实施股利政策提供了经验支持,增大股利支付比例将增加企业外部权益资本筹资机会。在企业盈利稳定的情况下,股利的增加势必引发外部融资机会,当企业增加其外部权益时,管理者就增加了被外部权益主体如证券交易所、证券监督机构及投资者监督的机会,这种监督促使管理者的行为要与股东的利益一致,以避免被解雇的风险,从而会提高企业绩效。

综上所述,企业要在市场经济大潮中脱颖而出,保持稳步上升的企业绩效,就需要不断加强企业财务管理,调整和平衡好股权结构、资本结构、资产结构和股利政策与企业绩效之间的关系,使企业主体在风险最小化的同时达到企业绩效的最优化。这四种因素在企业不同发展时期将有不同的侧重点,如何权衡有待进一步的研究。另外,对这四种因素与企业绩效关系的定量研究也是今后研究的一大方向。☐