

金融危机环境下中小板公司经营绩效影响因素研究

刁志斌

(丽水职业技术学院 浙江丽水 323000)

【摘要】 本文对浙江省 59 家中小板上市公司 2007~2009 年的经营绩效进行描述性统计分析 & 绩效影响因素的回归分析。实证结果表明,在金融危机环境中,中小板上市公司的资产结构与企业的经营绩效的关系不显著,而资产负债率与绩效之间却存在显著的负相关关系。

【关键词】 金融危机 资产结构 资本结构 经营绩效

一、研究假设

在全球性金融危机中,中小板上市公司经历了严峻的生存考验。基于危机背景对中小板上市公司进行绩效研究能为企业在未来危机环境中的经济决策提供参考依据。为了考察资产结构、资本结构对企业经营业绩的影响,并结合全球金融危机对企业的影响,本文提出如下研究假设:

假设 1:流动资产比重呈上升趋势,与企业的绩效呈负相关关系。流动资产流动性好、风险小,其产生的收益相对较低。

因此管理者必然会选择“会计政策 B”策略以增加自己的效益。投资者也意识到了这一点,因此投资者也会更改自己的策略,选择“不投资”策略,而不是“投资”策略。于是,最后一次博弈的均衡结果是不投资,会计政策 B。

考虑前一次的博弈,也就是倒数第二次的情况,既然管理者知道最后一轮博弈均衡结果是不投资,会计政策 B,他必然会在该轮便选择“会计政策 B”,因为如果投资者不改变策略,会计政策 B 总是能够给管理者带来更高的红利,管理者之所以选择会计政策 A,是为了下一次仍旧选择会计政策 A。但是在最后一次博弈中,管理者已经选择了会计政策 B,所以此次博弈管理者就没有必要选择会计政策 A。同样的,投资者不会看不到这一点,因此在这一阶段投资者也会将自己的策略选择为“不投资”。那么,这一轮的博弈均衡结果是不投资,会计政策 B。

如果将这一分析过程逐步逆推,直到第一轮为止,可以看到,在有限次博弈中,投资者和经理人又重新回到了原先的“囚徒困境”。

关于有限次重复博弈,经济学中有以下定理:

有限次重复博弈存在性定理:令 G 是阶段博弈, $G(T)$ 是重复 T 次的重复博弈($T < \infty$),那么,如果 G 有唯一的纳什均衡,重复博弈 $G(T)$ 的唯一子博弈精炼纳什均衡结果是阶段性博弈 G 的纳什均衡重复 T 次,即每阶段博弈出现都是一次性博弈的均衡结果。

在金融危机环境中,企业应加强资产流动性的管理,以增强应对风险的能力,其流动资产的比重将会上升。

假设 2:固定资产比重与企业绩效呈负相关关系。当企业的固定资产正常使用且利用率较高时,其单位产品所承担的固定成本费用会降低,因而往往能给企业带来良好的经济效益;当固定资产闲置时,其产生的折旧等固定成本总额不变,提高了产品的单位成本,降低了企业的经济效益。

假设 3:无形资产比重与企业绩效呈正相关关系。拥有无

根据上述定理,在有限次重复博弈中,分红计划假设是成立的。

六、结论

本文以博弈论为工具,分析了西方实证会计理论中的分红计划假设,研究表明:

从短期来看,分红计划假设是成立的,这是因为,管理者为了获得更高的利润报酬将会有动机采用将利润从未来转移至当期的会计政策。

从长期来看,管理者是否采取这一机会主义动机要取决于管理者和投资者的博弈是有限次重复博弈还是无限次重复博弈:①如果博弈次数是有限的,管理者的行为和短期行为是一致的,也就是分红计划假设是成立的。②如果博弈次数是无限的,管理者是否会采取该机会主义行为取决于贴现率的高低:当贴现率高于某一特定值时,企业经营管理者会为了长期的利益而放弃短期机会主义动机,分红计划假设此时并不成立;此时,只有贴现率低于这一特定值,分红计划假设才是成立的。

主要参考文献

1. 罗斯·L.瓦茨,杰罗德·L.齐默尔曼著.陈少华等译.实证会计理论.大连:东北财经大学出版社,2000
2. 威廉·R.斯科特著.陈汉文等译.财务会计理论.北京:机械工业出版社,2006
3. 王跃堂.会计政策选择的经济动机.会计研究,2000;12

形资产的企业,往往意味着其应对风险的能力较强,能有效应对金融危机带来的不利影响。

假设4:财务杠杆的正向作用在减弱,负向作用在增强;债务水平与绩效之间存在正相关关系。但是,在金融危机环境下,为了降低企业的财务风险,在管理有效的中小板企业中,往往会采取降低债务水平等措施来应对风险。另外,由于受危机的影响,企业的营业收入也会下降,因而营业收入与债务水平的下降,将减弱财务杠杆的正向作用。

二、数据来源

本文以浙江省在深市中小板上市的公司作为研究对象。截至2010年9月30日,浙江省已有83家中小板上市公司。在具体样本的选择上,我们剔除了宁波银行以及2010年刚上市的企业,最终确定了59家中小板上市公司作为样本公司。根据这些公司2007~2009年度财务报告公布的数据,进行相关数据的统计和分析。

我们主要采用描述性分析方法研究中小板上市公司整体经营绩效及其影响因素,采用因素分析法剖析引起企业经营绩效发生变化的原因,并用回归分析法评价经营绩效影响因素的显著性。

三、数据检验

1. 描述性统计分析。

(1)流动资产占总资产的比重略有下降,资产结构变化不明显。统计表明,在金融危机最为严重的2008年,流动资产比重较前期相比有所下降,但在2009年有所上升,呈现出“U”形的变化形态,详见表1。

表1 浙江中小板上市公司各行业流动资产占总资产比重

行业分类	2009.12.31	2008.12.31	2007.12.31	样本数
C制造业	58%	57%	59%	52
E建筑业	82%	81%	82%	2
G信息技术	79%	75%	79%	3
J房地产业	95%	95%	92%	2
全行业水平	61%	60%	62%	59

究其原因,在金融危机来临之际,企业受经济不景气的影响,企业的原材料、产品库存水平出现明显的下降。2009年由于我国实施4 000万亿元等经济刺激计划,对各行各业的复苏产生了极大的推动作用,从而使得2009年流动资产比重略有回升。与流动资产比重变化对应,各行业的固定资产占总资产比重也没有产生较大的变化。这主要是由于在没有项目投资、资产剥离的情况下,已有的资产结构不可能在较短时间内发生改变。

(2)总资产周转率呈下降趋势,资产利用效率在下降。从2007~2009年三年的总资产周转率行业均值的对比来看(见表2),浙江省中小板上市公司全行业的平均资产周转率从2007年的1.05次下降到2008年的0.98次,到2009年仅为0.82次,呈现出持续下降的状态,说明各行业的资产对营业收入的贡献有所下降。这意味着同样的资产产生的效益在下降,不可避免地给企业的经营绩效带来负面影响。

表2 浙江中小板上市公司各行业平均总资产周转率

行业分类	2009.12.31	2008.12.31	2007.12.31	样本数
C制造业	0.86	1.04	1.10	52
E建筑业	1.00	0.95	1.26	2
G信息技术	0.52	0.58	0.58	3
J房地产业	0.20	0.20	0.39	2
全行业水平	0.82	0.98	1.05	59

(3)资产负债率呈下降趋势,财务结构趋向稳健。在2007~2009年三年期间,59家上市公司平均资产负债率从2007年的49.32%下降到2009年的40.70%(见表3)。从行业上看,除了建筑业、房地产业该指标近年来呈上升状态外,其他各行业的资产负债率均呈下降趋势。整体而言,债务水平呈现出下降趋势,财务结构趋向稳健。资产负债率在金融危机时期持续下降,在一定程度上显现了外部经济危机对企业生产经营活动的重大影响。在经营风险加大的环境下,在中小板上市的公司大多都能采取通过降低财务风险来应对风险。

表3 浙江中小板上市公司各行业平均资产负债率

行业分类	2009.12.31	2008.12.31	2007.12.31	样本数
C制造业	39.08%	42.31%	48.66%	52
E建筑业	71.77%	70.79%	66.27%	2
G信息技术	24.93%	27.01%	31.45%	3
J房地产业	75.28%	73.32%	76.31%	2
全行业水平	40.70%	43.55%	49.32%	59

2. 多元回归分析。

(1)建立分析模型。企业的经营业绩受到资本结构、资产结构、收入增长等因素的影响,在经营环境恶化的情况下,一个管理有效的企业能根据外部环境的变化适时地调整自己的经营情况,以适应环境变化的要求。因此,我们还需要检验企业管理当局调整后经营政策的有效性。

根据上述分析,企业的资产报酬率会受到资本结构、资产结构、产品结构、生产能力以及营业收入变化的影响,而企业经营政策的调整又会影响到上述因素的变化。因此,本文选择了资产报酬率(Y)作为衡量企业绩效的指标;三年营业收入平均增长率(X_1)、总资产周转率(X_2)作为衡量企业营运能力的指标;流动资产结构(X_3)、固定资产净额结构(X_4)、无形资产结构(X_5)作为衡量企业资产结构的指标;资产负债率(X_6)作为衡量企业资本结构的指标。

资产结构、资本结构和营运能力与企业绩效之间并非呈现出严格的线性关系。为了研究的方便,我们假设它们的关系表现为近似的线性相关关系,并可以通过线性函数关系表达。因此,建立如下分析模型:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon$$

其中: Y 代表因变量资产报酬率; β_i 为解释各自变量的回归系数; X_i 为各自变量;当 $i=1,2,3,4,5$ 时,分别代表三年营业收入平均增长率、总资产周转率、流动资产结构、固定资产净额结构、无形资产结构、资产负债率; ε 为随机误差项。

(2)统计检验。利用 Excel 软件中的统计分析功能,对变量进行多元回归分析,回归分析结果如表 4 所示。

表 4 变量回归分析结果

回归统计						
Multiple R	R Square	Adjusted R Square	标准误差	观测值		
0.622 223	0.387 162	0.316 45	0.045 61	59		
方差分析						
	df	SS	MS	F	Significance F	
回归分析	6	0.068 341	0.011 39	5.475 19	0.000 188	
残差	52	0.108 176	0.002 08			
总计	58	0.176 517				
统计分析						
	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	0.170 115	0.091 559	1.857 989	0.068 836	-0.013 61	0.353 842
X ₁	0.134 403	0.037 773	3.558 182	0.000 807	0.058 606	0.210 2
X ₂	0.014 853	0.008 403	1.767 687	0.082 98	-0.002 01	0.031 715
X ₃	-0.073 82	0.097 231	-0.759 23	0.451 145	-0.268 93	0.121 288
X ₄	-0.065 95	0.102 334	-0.644 45	0.522 119	-0.271 3	0.139 4
X ₅	0.081 97	0.290 458	0.282 208	0.778 904	-0.500 88	0.664 817
X ₆	-0.135 36	0.033 076	-4.092 28	0.000 149	-0.201 73	-0.068 98

从表 4 中可以看出,在给定显著性水平 $\alpha=0.05$ 时, Significance F=0.000 188 小于 $\alpha=0.05$,说明该模型通过显著性检验。三年营业收入平均增长率(X_1)、资产负债率(X_6)的 P-value 值均小于 $\alpha=0.05$,说明上述两个自变量通过显著性检验;总资产周转率(X_2)、流动资产结构(X_3)、固定资产净额结构(X_4)、无形资产结构(X_5)的 P-value 值均大于 $\alpha=0.05$,说明这四个自变量未能通过显著性检验。值得注意的是,流动资产结构(X_3)、固定资产净额结构(X_4)、无形资产结构(X_5)这三个自变量均反映资产结构特征,这说明资产结构对因变量资产报酬率的影响未通过显著性检验。但是它们并未影响整个回归分析模型通过显著性检验。

根据上述分析并结合表 4 的数据可以看出,三年营业收入平均增长率(X_1)与资产报酬率的相关系数为 0.134 403,由于其通过显著性检验,则呈现出显著的正相关关系;资产负债率(X_6)与资产报酬率的相关系数为-0.135 36,两者呈现出显著的负相关关系;总资产周转率(X_2)与资产报酬率的相关系数为 0.014 853,无形资产结构(X_5)与资产报酬率的相关系数为 0.081 97,两个变量的 P-value 值未通过显著性检验,因此,总资产周转率和无形资产结构与资产报酬率存在非显著的正相关关系;流动资产结构(X_3)与资产报酬率的相关系数为-0.073 82;固定资产净额结构(X_4)与资产报酬率的相关系数为-0.065 95,由于这两个自变量的 P-value 值未通过显著性检验,因此,流动资产结构和固定资产结构与资产报酬率存在非显著的负相关关系。

四、结论与建议

1. 资产结构与公司绩效不存在显著的相关关系,资产结构优化在短期内难以抵御系统性风险。统计显示,59 家在浙

江省上市的中小板公司的资产结构没有发生较大的变化。2007~2009 年期间的流动资产占总资产比重均在 60%~62% 之间波动,与此对应,固定资产结构也没有明显变化。在进行绩效回归分析时,反映资产结构的流动资产结构、固定资产净额结构、无形资产结构的 P-value 值均大于 $\alpha=0.05$,这三个自变量均未能通过显著性检验,反映出资产结构与公司绩效之间不存在显著的相关关系,与假设 1 不符。一般而言,在没有新增项目投资或是资产剥离的情况下,企业的资产结构在短期内是难以改变的。实证分析结果表明,在金融危机环境下,通过改变资产结构来应对系统性风险并不是一项有效的应对措施。

2. 资产负债率与公司绩效成显著负相关关系,债务控制水平有待加强。在金融危机环境下,中小板上市的公司均能随外部环境的变化适时调整债务水平,从而使公司的资产负债率水平呈现出持续下降的趋势,降低了财务杠杆的负向作用,这是企业管理有效的外在表现。

但是,回归分析表明资产负债率与公司绩效成显著的负相关关系,这反映出企业还不能及时地将企业的资本结构动态地调整到一个最优结构水平,企业债务所产生的利息仍蚕食了企业的部分盈利,债务的负向作用在增强。实证分析结果表明,企业的资本结构尚未调整到最优资本结构状态,管理当局的债务控制水平有待加强。

3. 资产周转率与公司绩效不存在显著的正相关关系,资产利用效率有待提高。受金融危机的影响,中小板上市公司的营业收入环比和资产周转率均呈现出下降的趋势。而回归分析表明,营业收入、资产周转率与企业绩效成正相关关系。但是,资产周转率的影响程度却未能通过显著性检验,说明企业在金融危机环境下部分资产会出现利用程度不高的状况。企业在加强营业收入管理的同时,应进一步加强资产使用的有效性管理,尽可能提高资产使用效率,增强风险应对能力。

4. 无形资产与企业绩效不存在显著的正相关关系,无形资产的管理有待加强。统计显示,在金融危机环境下,中小板上市公司的无形资产与公司绩效成非显著的正相关关系,这与假设 4 不符。从无形资产的构成来看,中小板上市公司的无形资产主要由土地使用权这一类非知识性无形资产构成,而能够提高产品性能、服务质量、拓展市场起较大作用的专有技术、商标权等知识性无形资产数量偏少。这种无形资产结构不仅不能给企业带来显著的超额利润,反而会在无形资产摊销时形成巨额费用,产生负作用。可见,企业在无形资产的研发、使用、投入等方面的管理还有待加强。

【注】本文系浙江省教育厅 2010 年度科研计划一般项目“浙江省中小企业板上市公司经营绩效研究”(项目编号:Y201016883)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 钟志斌.上市汽车生产企业资产结构对企业绩效的影响.财会月刊(理论),2006;12
2. 刘国山.数据建模与决策.北京:中国人民大学出版社,2004