

文章编号:1002-980X(2007)10-0026-03

# 中国上市公司资本结构对经营绩效影响的实证分析

## ——来自商贸行业的经验验证

马林梅, 王志宏

(辽宁工程技术大学 工商管理学院, 辽宁 葫芦岛 125105)

**摘要:**通过对中国商贸行业上市公司的资本结构与经营绩效的影响关系进行实证研究,得出结论:经营绩效与资产负债率负相关,资本结构已经超过了最优资本结构;经营绩效与长期借款率呈不显著的正相关关系,与短期借款率呈显著的负相关关系;股权的适度集中有利于经营绩效的提高。

**关键词:**资本结构;财务杠杆;股权集中度;经营绩效

**中图分类号:**F721.8 **文献标志码:**A

### 1 问题的提出

如何安排股权结构和负债结构对于提高公司治理的效率、促进公司绩效提高是必不可少的。从资本结构的历史变迁来看,资本结构效应已经逐渐从财务杠杆效应扩展到治理效应,即企业通过对资本结构中股权与负债结构的选择来影响企业治理效率,最终影响公司绩效。现有的研究已经证实,行业特征是影响资本结构与绩效关系的一个重要因素。商贸企业是生产企业价值链的延伸,其资产剪动性强,流动负债率较高,所以商贸企业资本结构与经营绩效之间的关系也必然不同于其他行业。当前,我国商贸企业正处于入世后的高速发展时期,面临着与资本结构相关的诸多问题,而国内外学者大多侧重于上市公司整体资本结构的分析,本文主要针对我国商贸上市公司资本结构对经营绩效的影响进行实证研究。

### 2 相关文献回顾与研究假说的提出

MM 理论认为,资本结构与企业价值不相关;MM 的修正模型则认为企业负债越多,企业价值越大。Jensen 和 Meckling 认为,企业存在一个使企业价值最大的最优资本结构。Masulis 的检验结果表明企业价值与负债水平正相关。Ross 的信号传递理论认为债务融资是资产质量良好的信号,越是质

量高的企业负债率越高,所以企业价值与资产负债率正相关。我国会计学界对资本结构与经济效果的研究文献颇为丰富<sup>[1]</sup>。陆正飞发现负债率与收益率负相关<sup>[2]</sup>。王娟和杨凤林发现净资产收益率、公司规模与资本结构负相关<sup>[3]</sup>。吴淑琨通过实证分析发现股权集中度、内部持股比例与公司绩效呈显著性倒 U 型曲线关系<sup>[4]</sup>。李锦望等以家电行业为例,证明我国家电行业上市公司资本结构与企业价值之间负相关<sup>[5]</sup>。这些文献大多侧重于资本结构的某一方面进行分析,并且大多侧重于针对上市公司整体而少有针对分行业资本结构的研究。目前,我国上市公司基本完成了股权分置改革,考虑到研究的意义,本文从广义资本结构的多个方面,即从狭义资本结构(资产负债率)、负债结构、股权集中度三个角度研究资本结构对商贸企业经营绩效的影响。

负债比例的提高有利于抑制经理人利用企业过多的自由现金流量进行自利行为,以缓和因经理人在公司中的持股比例过低而导致的经理人与股东在剩余索取权上的利益冲突,激励经营者努力工作,提高经营绩效。根据现代资本结构理论,在公司负债不超过某一点时,企业的财务杠杆为正效应,经营绩效与资本结构正相关,在公司负债超过某一点时,企业的财务杠杆为负效应,经营绩效与资本结构负相关,即企业存在一个最优的资本结构。Masulis 对权衡理论的研究证实了税收盾牌对企业价值的促进

收稿日期:2007-05-16

**作者简介:**马林梅(1978-),女,山西洪洞人,辽宁工程技术大学工商管理学院讲师,技术经济与管理硕士,主要从事国际贸易研究;王志宏(1958-),男,内蒙古满州里人,辽宁工程技术大学工商管理学院院长,教授,博士生导师,主要从事管理科学与工程技术经济领域研究。

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,公司绩效与其负债水平呈正相关关系;当负债水平位于 0.23 ~ 0.45 的区间中,随着负债水平的升高,企业绩效将增加<sup>[6]</sup>。根据 2001—2005 年统计表明,我国商贸上市公司的资产负债率均值为 58% 左右,而我国上市公司企业最优资产负债率应该是 60% 左右<sup>[7]</sup>。故本文的第一个假说是:

H<sub>1</sub>: 商贸企业经营绩效与资本结构正相关。

长期借款和短期借款由于利息的避税作用,财务杠杆对经营绩效可能有正的效应,但是我国商贸行业上市公司由于行业特征使其流动负债比例较高,这可能会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导致经营绩效下降。基于以上分析,本文的第二个假说是:

H<sub>2</sub>: 商贸企业经营绩效与长期借款率正相关、与短期借款率负相关。

如果股权过度分散,单个股东的作用有限,导致他们参与治理的成本和收益不对称,所以在缺乏监督的情况下,经理人会为了短期收益而放弃更好的长期投资机会,不利于企业长期稳定的经营绩效;如果股权适度集中,大股东们出于自身利益的考虑,会对经理人进行有效的监督和激励,提高经营绩效。结合以上分析以及目前中国资本市场的现状,本文的第三个假说是:

H<sub>3</sub>: 商贸上市公司经营绩效与股权集中度正相关。

### 3 研究设计

#### 3.1 研究变量

对上市公司绩效评价方法中,研究人员大多采用市场价值、现金流量和投资报酬率方法,具体采用企业绩效托宾 Q 值、盈利能力(资本利润率、资产利润率、净资产利润率)、股东财富等指标作为被解释变量。本文采用总资产利润率作为衡量公司绩效的指标,是因为考虑到它能够把企业的收益和使用的

总资产联系起来,反映债权和股权的综合盈利能力,评价资产的综合使用效率。用来表征资本结构的变量,我们选取衡量广义结构的资产负债率,衡量负债结构的长期借款率、短期借款率,衡量股权集中度的 CR\_1 指数和 CR\_5 指数。另外,本文的研究中还加入了两个控制变量:公司规模(总资产的自然对数)、董事会规模(董事会人数)。

#### 3.2 模型的构建

我国股票市场发展时间比较短,所以我们采用 2001—2005 各年的截面数据对资本结构的因素与经营绩效的关系进行实证检验。

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CJL + \beta_2 DJL + \beta_3 CR_1 + \beta_4 CR_5 + \beta_5 ZFL + \beta_6 LNSIZE + \beta_7 BSIZE + \epsilon$$

其中,总资产利润率 ROA = 利润总额/平均资产总额;资产负债率 ZFL = 总负债/总资产;长期借款率 CJL = 长期借款/总负债;短期借款率 DJL = 短期借款与一年内到期的长期借款之和/总负债;CR\_1 = 第一大股东持股比例;CR\_5 = 前 5 大股东持股比例之和;公司规模 LnSIZE = 总资产的自然对数;董事会规模 BSIZE = 董事会人数; $\epsilon$  是随机误差项。

#### 3.3 样本与数据来源

本文采用沪深两市上市的 A 股全部商贸公司 2001—2005 年财务数据和公司治理结构数据为研究样本。按照证券之星对板块的分类,总共有 82 家商贸公司。在初选样本的基础上,从中剔除掉 2001 年以后上市的商贸公司和财务数据缺失的公司,最后得到有效样本 75 家。全部数据来源于证券之星及 CCER 中国经济研究服务中心。本文使用的数据处理和分析软件包含 EXCEL、SPSS13.0 for Windows 等。

### 4 实证结果

#### 4.1 描述性统计分析

表 1 和图 1 是商贸行业上市公司资本结构、负债结构和股权集中度的描述性统计结果。

表 1 2001 - 2005 年商贸上市公司资本结构描述性统计表

年份	ZFL		CJL		DJL		CR_1		CR_5	
	均值	标准差								
2001	0.4810	0.1529	0.0572	0.0928	0.4325	0.2250	0.3882	0.1698	0.5130	0.1396
2002	0.5049	0.1514	0.0587	0.1110	0.3958	0.2520	0.3859	0.1705	0.5171	0.1423
2003	0.5286	0.1672	0.0486	0.0824	0.4180	0.2254	0.3805	0.1675	0.5121	0.1378
2004	0.5466	0.1553	0.0576	0.0925	0.3944	0.2192	0.3775	0.1689	0.5151	0.1360
2005	0.5843	0.1720	0.0514	0.0923	0.3700	0.2092	0.3725	0.1629	0.5142	0.1368

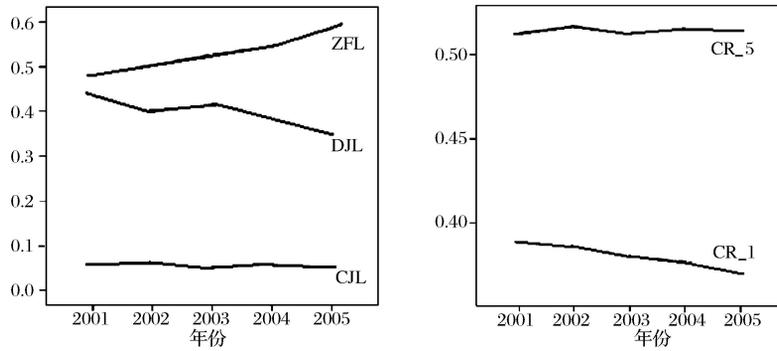


图 1 2001—2005 年商贸上市公司资本结构各指标趋势图

从表 1 和图 1 可以看出,反映广义资本结构的资产负债率呈明显的逐年递增趋势,由 2001 年的 48.10% 上升到 2005 年的 58.43%; 负债结构中,长期借款基本呈现小幅波动,在 2003 年出现最低点 4.86%,短期借款率呈现逐年递减趋势,以上证据表明商贸企业在整体负债水平提高的同时,借款融资的比重在下降,非借款负债在上升; 股权结构中,第一大股东持股比例呈现明显的递减趋势,而前 5 大股东持股比例之和 5 年中基本持平,表明股权逐渐

向第 2 至第 5 大股东集中。

4.2 实证检验结果

为了尽可能保证回归结果的可靠性,我们重点诊断了回归方程的序列相关性、多重共线性和异方差性,发现不存在序列相关性,多重共线性不严重,但是存在较严重的异方差。我们采用加权最小二乘法,以  $1/\ln SIZE$  为权重处理异方差问题的效果比较理想。最后得出的结果如表 2 所示。

表 2 商贸行业资本结构因素对经营绩效影响的回归结果

系数	2001	2002	2003	2004	2005
0	- 0.558 *** (- 3.003)	- 0.185 (- 1.005)	0.007 (0.033)	- 0.277 ** (- 1.854)	- 0.764 *** (- 3.399)
1	0.003 (0.040)	0.011 (0.213)	0.045 (0.562)	0.092 * (1.841)	0.087 (1.014)
2	- .059 ** (- 2.042)	- 0.101 *** (- 3.902)	- 0.091 *** (- 2.868)	- 0.031 * (- 1.286)	- 0.030 * (- 1.689)
3	- 0.110 ** (- 1.893)	- 0.060 (- 1.081)	- 0.044 (- 0.711)	- 0.002 (- 0.039)	0.041 (0.488)
4	0.195 *** (2.907)	0.046 (0.723)	0.033 (0.454)	0.058 (1.062)	- 0.062 (- 0.648)
5	- 0.073 ** (- 1.856)	- 0.115 *** (- 2.900)	- 0.055 * (- 1.579)	- 0.110 *** (- 3.291)	- 0.271 *** (- 5.498)
6	0.028 *** (3.135)	0.015 * (1.633)	0.005 (0.505)	0.016 ** (2.167)	0.047 *** (4.417)
7	0.000 (- 0.117)	0.000 (0.130)	- 0.002 (- 0.497)	0.002 (0.880)	- 0.003 (- 0.624)
DW	2.108	1.805	2.059	1.746	1.973
R <sup>2</sup>	0.317	0.383	0.213	0.345	0.507
F	6.380 ***	8.037 ***	8.625 ***	9.118 ***	9.986 ***

注: \*\* \*、\* \*和 \* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的水平上显著

从上述回归系数的符号来看, 负债结构中,  $\beta_1$  在 5 年中都为正,表明经营绩效与长期借款率呈不显著的正相关关系,长期借款率对经营绩效的贡献率为正;  $\beta_2$  在 5 年中都为负,且在统计上显著,表明经营绩效与短期借款率呈显著的负相关关系,短期

借款率对经营绩效的贡献率为负。以上检验结果与研究假说基本一致,说明我国商贸企业短期借款水平多年来一直偏高,造成对长期借款的替代,容易导致财务杠杆为负效应。 股权集中度的  $\beta_3$  基本都 (下转第 58 页)

## Group Norm, Collective Action Happening and the Co-governance of Common Property Resource

CAI Xiang-jun, ZHANG Ping, LI Yu-lian

(School of Economics & Management, Nanjing University of Sci. & Tech., Nanjing 210094, China)

**Abstract:** Collective action is community cooperation to governance Common Property Resource, so the key is the share of cost and profit in Common Property Resource's self-governance. But all actors want to free-rider because the benefit is nonexclusive. So it is difficult to achieve collective action. This article demonstrates that it can be true base on norms which become more important in collective action theory. Norms encourage cooperation action and punish non-cooperation action. All these compose the mechanism for collective action to achieve community self-governance. This article gives a model to show how norm can be shaped from intercommunication. So offer a collective action theory of community norm.

**Key words:** collective action; norm; free rider; common pool resource

(上接第 28 页)

为负的贡献,只有在 2005 年为正;<sup>4</sup> 基本都为正的贡献,只有在 2005 年为负。这表明第一大股东持股比例过高,前 5 大股东的持股比例之和又过低,并且股权在第 2 至第 5 大股东的适度集中有利于经营绩效的提高。关于股权集中度的检验结果基本与研究假说相一致。<sup>5</sup> 在 5 年中都为负,且都显著,证明商贸行业企业的资产负债率对经营绩效的增长是负贡献的,即我国商贸行业上市公司的资本结构已经超过了最优的资本结构,资产负债率偏高,这与研究假说是不一致的,这是由于行业因素的影响,以及经理人与所有者之间代理问题带来的代理成本加大或破产成本增加所致。另外,控制变量的系数中,<sup>6</sup> 在 5 年中都为正,且除了 2003 年之外,其它各年都在统计上显著,说明商贸行业公司规模扩大可带来规模经济,有利于经营绩效的提高;<sup>7</sup> 接近于零,且统计上不显著,表明董事会规模与经营绩效基本无关。

## 5 结论

目前我国商贸行业上市公司资产负债率呈明显的逐年递增趋势,并且资产负债率偏高,超过了最优

资本结构,这与国内外一些研究有些不一致,原因在于商贸行业因素的影响以及委托代理关系的特殊问题所致。从资本结构诸因素来看,长期借款率对经营绩效的贡献率为正,短期借款率对经营绩效的贡献率为负,尽管短期借款率呈现逐年递减趋势,但是我国商贸企业短期借款水平多年来一直偏高,造成对长期借款的替代,容易导致财务杠杆为负效应;而股权在第 2 至第 5 大股东的适度集中有利于经营绩效的提高。

## 参考文献

- [1] 韩传模,孙青霞. 中国资本结构实证研究方法的思考[J]. 会计研究,2006(9):42-47.
- [2] 路正飞. 企业适度负债的理论分析与实证研究[J]. 经济研究,1996(2).
- [3] 王娟,杨凤林. 上市公司筹资结构的实证研究[J]. 经济理论与经济管理,1998(6):23-28.
- [4] 吴淑琨. 股权结构与公司绩效的 U 型关系研究—1997-2000 年上市公司的实证研究[J]. 中国工业经济,2002(1):80-87.
- [5] 李锦望,张世强. 中国上市公司资本结构与企业价值实证分析[J]. 财经问题研究,2004(2):32-35.
- [6] MASULIS RONALD W. The impact of capital structure change on firm value: some estimate [J]. The Journal of Finance,1983,38:107-126.
- [7] 胡援成. 中国企业资本结构与企业价值研究[J]. 金融研究,2002(3):110-122.

## The Impact of Chinese Public Corporate Capital Structure Change on Corporate Performance: Evidence from Commercial Companies

MA Lin-mei, WANG Zhi-hong

(College of Business Administration, Liaoning Technical University, Huludao Liaoning 125105, China)

**Abstract:** In this article, the author analyzes empirically the relationship between the capital structure and corporate performance of the commercial companies and gets the result: the corporate performance is negatively related with the asset-liability ratio and the capital structure is beyond the best point; the corporate performance has insignificantly positive relationship with the long-term loan ratio, but the negative relationship between the corporate performance and short-term loan ratio is still remarkably existent; the concentration of equity is propitious for improvement of corporate performance.

**Key words:** capital structure; financial lever; equity concentration degree; corporate performance