

资本结构对公司价值的影响研究

——基于外资参股与非外资参股上市公司的比较

肖雪丹, 刘雪晶(教授), 纪茂利(教授)

(渤海大学管理学院, 辽宁锦州 121000)

【摘要】 本文利用我国A股制造业上市公司2011~2013年数据,检验了外资参股与非外资参股上市公司资本结构对公司价值的影响,并对比分析了二者差异。研究表明,产权比率与公司价值负相关,对外资参股上市公司的影响强度要大于非外资参股上市公司;股权集中度与公司价值负相关,对外资参股上市公司的影响强度要大于非外资参股上市公司;流动负债比率与两类上市公司价值均不存在显著相关性。

【关键词】 资本结构; 公司价值; 外资参股

随着我国金融体制改革的深化和证券市场开放程度的不断提高,外资股东身影出现在我国上市公司中的频率越来越高。与内资企业相比,国外企业普遍具有更为明晰的产权关系、合理的管理组织以及更好的经济效益。外资股东注入资金的同时能否也为我国上市公司带来先进的管理经验、优化资本结构进而改善公司治理是公司做筹资决策时要考虑的核心问题。有鉴于此,本文研究了外资参股与非外资参股上市公司资本结构对公司价值的影

响,并对比分析二者差异,以期为我国上市公司如何对待外资参股、如何优化资本结构提供一点参考,最后本文提出了若干具体建议。

一、文献综述

资本结构配置的不同,直接影响公司相关经济主体的利益和行为,影响到公司价值的提高。本文对资本结构进行细化,从产权比率、股权集中度和债务期限结构三个方面来探讨其对公司价值的影响。

为了保持盈余阈值零盈余、保增长,也存在通过资产处置调低收益,以规避税收负担或政治成本的动机;进一步检验发现,微盈利公司、盈余微增长公司也存在利用非流动资产处置损益进行负向盈余管理的现象;盈余微下降公司存在利用处置非流动资产损益调高利润的现象。

资产的历史成本计价方法与处置价格之间的差额为盈余管理提供了契机,管理层有选择处置资产和安排处置时间的自主权,管理层会将资产的历史成本与市场价值之间的差额战略性地计入损益,因此,准则制定者在权衡历史成本会计与现行成本会计时,应考虑历史成本计量属性对盈余管理行为的影响。现行的退市制度是亏损公司利用资产处置实现扭亏的主要诱因,为了遏止亏损公司利用非经常性损益操纵盈余,市场监管部门应将非经常性损益的影响进一步引入风险警示制度和暂停上市制度中。外部审计师应将大额的资产处置损益列入重点审计目标,加强对亏损公司的审计,及时发现公司的盈余管理行为,降低审计风险。

主要参考文献

Ervin L.Black, Keith F.Sellers and Tracy S .Manly.
Earnings Management Using Asset Sales: An International

Study of Countries Allowing Noncurrent Asset Revaluation
[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 1998(25).

Graham, j.r., Harvey, C.R., Rajgopal, S..The Economic Implications of Corporate Financial Reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005(40).

王福胜,程富,吉姗姗.基于资产处置的盈余管理研究[J].管理科学,2013(5).

王福胜,吉姗姗,程富.盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究——基于应计盈余管理与真实盈余管理比较视角[J].南开管理评论,2014(17).

王福胜,程富,吉姗姗.阈值处的盈余分布断层:盈余管理解释的实证检验[J].会计研究,2013(5).

魏涛,陆正飞,单宏伟.非经常性损益盈余管理的动机、手段和作用研究[J].管理世界,2007(1).

吴战麓,罗绍德,王伟.证券投资收益的价值相关性与盈余管理研究[J].会计研究,2009(6).

蒋大富,熊剑.非经常性损益、会计准则变更与ST公司盈余管理[J].南开管理评论,2012(4).

【基金项目】 河南省高等学校重点科研项目计划资助(项目编号:15A630067)

(一) 产权比率对公司价值的影响

国内外关于产权比率对公司价值的影响研究,主要得出了两种结论。一种观点支持产权比率高会产生正向影响,认为债务融资受契约约束,可以抑制经营管理者道德风险及过度投资行为,对管理者产生激励效应,促使其提高工作效率,有利于提高公司经营绩效。这种观点得到大多数西方学者认可,例如,Masulis(1983)所进行的实证研究结果表明企业负债程度在0.23~0.45区间,其与股价具有正相关性,与企业绩效也呈现正相关性。近年来,这个结论也再次得到验证,Mohammed(2013)以尼日利亚2000~2006年上市公司为样本,通过动态面板模型进行研究,结果表明企业的产权比例与代理成本之间呈现负相关关系,高负债率有助于降低企业代理成本,提升企业价值。国内学者汪辉(2003)、徐向艺和张立达(2008)等也得出这样的研究结论。

另一种观点则支持高产权比率会产生负向治理效应,并多次在国内学者的研究中得到验证。万平和陈共荣(2008)实证检验了中小板上市公司资本结构的治理效应,得出资产负债率与企业价值显著负相关,并表现出了较强的负向治理效应。黄雷等(2010)运用回归分析方法比较了未完成股权分置改革和已完成股权分置改革的这两类公司资本结构对公司价值的影响,发现企业价值与资产负债率呈负相关关系。殷红(2012)以战略性新兴产业上市公司2006~2010年的数据为样本,实证分析了负债与公司价值间的关系,研究结果显示,负债水平与公司价值在1%的显著性水平下负向相关,负债比率的提高对公司价值产生了负面影响,债务治理是无效的。

(二) 股权集中度对公司价值的影响

有关股权结构对公司价值影响的文献多数都探讨了股权集中度的影响,但国内外学者的研究结论并不统一。一些学者认为股权集中更为有利,王鲁平等(2006)对股权结构与企业价值进行了线性回归分析,并以十大股东作为股权集中的衡量指标,结果显示,十大股东与公司价值正相关。Kapopoulos和Lazaretou(2007)选取了175家希腊上市公司进行实证研究,结果表明分散的股权结构与公司绩效负相关,一个更加集中的股权结构肯定涉及较高的企业盈利能力。一些学者则认为适当的股权分散更有利于公司价值提高,Johnson等(2000)提出“隧道挖掘”这个概念,认为大股东可能为了追求自身的利益而利用隧道行为侵害其他股东的权益。高学哲(2006)分析了股权结构与企业价值的关系,他认为股权过度集中使中小股东的权益可能受到损害,对公司价值产生负面影响。这种观点在陈奕奕和刘成昆(2013)的研究中也得到了验证。此外,还有一些学者研究结果显示股权集中度与公司价值之间并非简单的线性关系,例如,王力军(2006)、唐松等(2009)等研究发现第一大股东的持股比例与公司价

值之间呈倒U型关系。

(三) 债务期限结构对公司价值的影响

与产权比率和股权结构相比,关于债务结构对公司价值研究的文献相对较少,主要集中在债务的期限结构方面。研究普遍支持流动负债比率高具有正向影响,认为流动负债的比率越高,其财务风险和财务压力也就越大,对管理层的约束力也就越强,更有利于提高公司价值的观点。Aivazian等(2005)的研究发现,在控制了杠杆率总体水平的影响后,长期债务占总债务比例较高会显著降低投资公司的高增长机会。陶安(2007)研究结果表明,短期财务杠杆对公司管理的激励作用要强于长期财务杠杆。肖坤和秦彬(2011)在债务期限结构对财务治理效率的影响研究中也提到,流动负债在抑制控股股东的“掏空”行为和提升公司价值方面效果显著。

总的来说,国内外学者在产权比率、股权集中度和债务期限结构对公司价值的影响方面做了大量的研究,但研究结论没有一致性。而且,很少有学者在研究中对研究对象是否有外资参股做区分来专门考察外资参股上市公司资本结构对公司价值的影响。所以,将外资参股与非外资参股上市公司对比研究资本结构对公司价值的影响将具有重要意义。

二、研究设计

(一) 研究假设

我国债券市场不够成熟、债权人主体缺位以及破产制度不够完善。债务未能发挥应有的治理效应,甚至助长了公司的盲目负债及投资,西方的资本结构契约理论及激励理论不完全适用于我国。张珈铭(2009)对在华外资企业的融资结构进行研究,发现与内资企业相比,外资企业内部融资居首要地位,资本结构呈现低负债比率的特点。而外资参股上市公司与在华外资企业是具有相似性的,公司的经营管理都有国外的投资者参与。外资参股后,很可能会引进国外经验,合理地采用债务融资方式筹集资金,更注重对债务的科学管理,完善对债权人的保障,缓解债务治理的负面效应。据此,本文提出如下假设:

H1: 产权比率与公司价值负相关,对非外资参股上市公司的影响强度要大于外资参股上市公司。

按照代理理论,大股东在公司治理中充当着积极的角色,他们会为了保护自身利益,有动力去参与公司治理,而小股东持股比例较少,缺乏参与公司治理的积极性。从短期看,股权集中利于公司治理,但从长期看,股权集中可能会降低公司价值。大股东为了满足私人利益,经常会侵占小股东的利益,甚至不惜损害公司的整体价值。在我国上市公司中,股权集中现象较为严重,这种股权代理所带来的成本已经成为构成公司治理代理成本的最主要组成部分,十分不利于公司治理。苏国强(2011)在研究外资参股对上市公司影响时,提到外资参股后上市公司

的股权集中度有所上升。可见,外资参股后,股权集中问题没有缓解,反而更加严峻,有可能更加不利于公司治理。据此,本文提出如下假设:

H2: 股权集中度与公司价值负相关,外资参股上市公司的影响强度要大于非外资参股上市公司。

负债按照偿还期限的长短可以分为流动负债与非流动负债。与非流动负债相比,流动负债具有偿还期限短、对公司资金调度更敏感等特点,使公司常常面临还本付息的压力,从而对管理层具有更强的约束力。按照激励理论,这种约束将更有利于公司价值提高。苏国强(2011)研究结果显示外资参股的比例越高,上市公司的经营越稳健,短期偿债能力有所增强,对提高公司价值起到一定的作用。所以,我们可以据此推断,与非外资参股上市公司相比,外资参股上市公司的短期负债治理可能更加规范,流动负债比率对公司价值的影响强度可能要大于非外资参股上市公司。据此,本文提出如下假设:

H3: 流动负债比率与公司价值正相关,外资参股上市公司的影响强度要大于非外资参股上市公司。

(二) 样本选择与数据来源

本文选取 2011~2013 年我国沪深两市所有 A 股制造业上市公司前十大股东中有外资股东或有经中国国家外汇管理局批准的合格境外机构投资者的上市公司作为外资参股上市公司研究样本。考虑到本文的研究目的以及数据的可得性、研究结果的稳健性,本文剔除了同时发行 B 股、H 股的公司,ST、PT 类公司和当年新上市的公司。

经过上述筛选,我们分别得到 2011 年 123 家、2012 年 151 家、2013 年 173 家外资参股 A 股制造业上市公司作为本研究的有效观测样本。为了考察外资参股与非外资参股上市公司资本结构对公司价值影响的差异,我们按照资产规模、上市年度以及主营业务相近的原则为每个外资参股上市公司选择一家或两家非外资参股上市公司作为配对样本公司。若上一年匹配的样本公司在下一年资产增长率超过 100%,本文将按照上述标准重新为外资参股上市公司选取一家配对公司。这样,本文分别选取 2011 年 143 家、2012 年 187 家、2013 年 211 家非外资参股上市公司作为配对研究样本。为了剔除异常值对研究结果的影响,本文对样本数据进行了 1% 和 99% 的缩尾处理。

数据全部来源于国泰安数据库。数据处理软件为 SPSS19.0、EXCEL2007 等。

(三) 变量定义

1. 被解释变量。本文以公司价值作为被解释变量,采用市场价值指标托宾 Q 值来衡量,以反映投资者对公司成长性及发展前景认可程度。随着我国股权分置改革和资本市场的不断完善,该指标能够更为真实地衡量公司的实际价值。目前我国上市公司股票存在流通股和非流通股两种形式,对于非流通股市值,本文参照国内学者

王立军(2006)、伍伟(2008)等的做法,选择以净资产代替计算。

2. 解释变量及控制变量。本文对资本结构进行细分,从产权比率、股权集中度和债务期限结构三个方面研究对公司价值的影响。其中,产权比率是指负债总额与股东权益总额的比值;股权集中度以前十大股东持股比例平方和(赫芬达尔指数)衡量,以更好地反映股东监督的积极性和股东之间的“搭便车”程度;债务期限结构以流动负债与负债总额的比值衡量。另外,本文选取了以下的控制变量:公司规模、公司成长性、公司上市年限和年度。有关变量的描述及计量如表 1 所示。

表 1 变量描述及计量说明

变量类型	变量符号	含义描述及计量
被解释变量	TBQ	Tobin's Q=资产市场价值/资产账面价值=(股权市值+净债务市值)/期末总资产账面价值
	DER	产权比率=负债总额/股东权益总额
解释变量	OCD	股权集中度=前十大股东持股比例平方和
	CDR	流动负债比率=流动负债/负债总额
控制变量	SIZE	公司规模=Ln(年末总资产)
	GRO	公司成长性=公司主营业务收入增长率=(本年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入
	AGE	公司上市年限=Ln(当年年份-上市年份+1)
	YEAR	年度虚拟变量(2个)

(四) 模型设计

根据研究假设,本文构建了下面多元线性回归模型分别检验我国外资参股上市公司与非外资参股上市公司资本结构对公司价值的影响:

$$TBQ = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 OCD + \beta_3 CDR + \beta_4 SIZE + \beta_5 GRO + \beta_6 AGE + \beta_{6+j} \sum_{j=1}^2 YEAR_j + \varepsilon_1$$

三、实证检验分析

(一) 描述性统计

我们分别对外资参股与非外资参股上市公司上述模型中的主要变量进行了描述性统计,统计分析结果如下:

由表 2 可以看出,在公司价值方面,外资参股上市公司托宾 Q 平均值为 1.500,而非外资参股上市公司托宾 Q 平均值为 1.381。可以看出,托宾 Q 值没有严重背离 1,不同于早先一些学者的研究结果,说明随着我国证券市场的不断完善以及股权分置改革的完成,托宾 Q 值可以更加准确地衡量公司价值。外资参股上市公司的价值要高于非外资参股上市公司。外资参股上市公司的标准差为 0.846,非外资参股上市公司的标准差为 0.646,二者公司价值平均值的差距可能是受到极值的影响。

表2 变量描述性统计:外资/非外资参股上市公司对比

变量	平均值		最大值		最小值		标准差	
	外资	非外资	外资	非外资	外资	非外资	外资	非外资
TBQ	1.500	1.381	5.746	4.475	0.440	0.465	0.846	0.646
DER	0.793	0.976	4.556	4.696	0.034	0.034	0.864	0.947
OCD	0.208	0.183	0.561	0.544	0.015	0.014	0.122	0.115
CDR	0.873	0.850	1.000	1.000	0.407	0.331	0.143	0.152
SIZE	21.939	21.957	26.091	25.384	20.155	20.199	1.165	1.189
GRO	0.152	0.145	2.043	1.703	-0.493	-0.339	0.302	0.267
AGE	1.675	1.741	3.091	3.045	0.693	0.693	0.840	0.834
N	447	541	447	541	447	541	447	541

在资本结构方面,非外资参股上市公司的产权比率的平均值接近于1,即公司融资需求的一半是通过债务实现,说明公司具有较为稳定的财务结构,而外资参股上市公司产权比率低于非外资参股上市公司,平均值为0.793,说明外资参股的上市公司具有相对较低的负债率。外资参股上市公司股权集中度均值为0.208,非外资参股上市公司的股权集中度为0.183,外资参股上市公司高于非外资参股上市公司,具有更高层次的股权集中。两类上市公司流动负债在负债总额中所占比例的平均值为85%左右,外资参股上市公司的流动负债比率要略大于非外资参股上市公司。说明我国上市公司的负债融资具有短期化倾向,主要依靠短期借款,原因可能是我国上市公司长期借款融资渠道不够顺畅,而短期借款的门槛相对较低,成为企业债务融资的主要来源。

(二)相关性检验

表3、表4分别列示了外资参股上市公司与非外资参股上市公司资本结构各自变量之间以及与因变量间的相关性。通过自变量间Pearson相关性系数可以看出,各自变量间相关性均不大,不存在严重的多重共线性问题。通过自变量与因变量间Pearson相关性系数可以看出,产权比率、股权集中度与两类上市公司价值均负相关,而流动负债比率与两类上市公司价值均正相关,但相关性均不显著。

表3 外资参股上市公司主要变量间相关性检验

	TBQ	DER	OCD	CDR	
TBQ	Pearson 相关性	1			
	显著性(双侧)				
DER	Pearson 相关性	-0.113*	1		
	显著性(双侧)	0.017			
OCD	Pearson 相关性	-0.191**	-0.140**	1	
	显著性(双侧)	0.000	0.003		
CDR	Pearson 相关性	0.040	-0.279**	0.082	1
	显著性(双侧)	0.398	0.000	0.084	

注:*表示在0.05水平(双侧)上显著相关,**表示在0.01水平(双侧)上显著相关

表4 非外资参股上市公司主要变量间相关性检验

	TBQ	DER	OCD	CDR	
TBQ	Pearson 相关性	1			
	显著性(双侧)				
DER	Pearson 相关性	-0.131**	1		
	显著性(双侧)	0.002			
OCD	Pearson 相关性	-0.154**	-0.010	1	
	显著性(双侧)	0.000	0.814		
CDR	Pearson 相关性	0.31	-0.176**	0.084	1
	显著性(双侧)	0.468	0.000	0.051	

注:**表示在0.01水平(双侧)上显著相关

(三)回归分析

为了进一步研究资本结构对公司价值的影响,本文依据上述模型分别对两类上市公司进行了多元线性回归分析检验,结果如表5所示。

表5 资本结构对公司价值影响回归结果

变量	外资参股上市公司		非外资参股上市公司	
	系数	t值	系数	t值
Constant	3.977***	4.435	4.725***	6.688
DER	-0.254***	-5.004	-0.100***	-2.687
OCD	-0.878***	-2.837	-0.402*	-1.739
CDR	0.358	1.360	0.075	0.407
SIZE	-0.146***	-3.469	-0.172***	-5.514
GRO	0.296**	2.496	0.323***	3.360
AGE	0.499***	8.999	0.281***	6.767
YEAR1	控制	控制	控制	控制
YEAR2	控制	控制	控制	控制
Adj- R ²	0.229		0.163	
F- Value (Sig.)	17.597 (0.000)		14.115 (0.000)	
DW	1.888		1.673	

注:*、**、***分别表示回归系数在10%、5%、1%水平上显著

由表5可见,外资参股与非外资参股上市公司F值分别为17.597与14.115,并且sig值均为0.000,说明外资参股上市公司与非外资参股上市公司的回归模型均具有显著的统计意义。调整R²分别达到22.9%与16.3%,与同类公司治理方面文章相比较,具有理想的拟合度。模型的DW值分别为1.888与1.673,接近于2,模型不存在序列自相关问题。模型中容差均大于0.1,且方差膨胀因子均小于10,表明模型不存在严重的多重共线性问题。由此可见,回归方程是有效的。

从产权比率对公司价值影响的回归结果看,外资参股与非外资参股上市公司产权比率与公司价值均表现为负相关关系,且在1%水平上显著,即负债占权益的比率越大,公司价值越低,假设1得到了部分验证。通过进一步对

比两类上市公司的回归系数,可以看出,外资参股上市公司回归系数的绝对值大于非外资参股上市公司,说明外资参股上市公司产权比率对公司价值的影响强度要大于非外资参股上市公司。与非外资参股上市公司相比,外资参股上市公司高产权比率更加不利于其公司价值提高,与假设1不符。本文在实证研究中发现,国外投资者的投资具有短期性。所以导致假设1不成立的原因可能是,国外投资者在投资后,很可能会淡化债务约束意识,倾向于对资本的短期逐利,而债权人在提供资本来源后,很少参与公司治理,导致产生更多的债务代理成本,更为不利于公司价值提高。

从股权集中度对公司价值影响的回归结果看,外资参股上市公司股权集中度与公司价值之间呈现出负相关关系,且在1%水平上显著。非外资参股上市公司股权集中度与公司价值之间也呈现出负相关关系,且在10%水平上显著。通过对比两类上市公司的回归系数,可以看出,外资参股上市公司回归系数的绝对值大于非外资参股上市公司,外资参股上市公司股权集中度对公司价值的影响强度要大于非外资参股上市公司,从而假设2成立。说明在我国,外资参股虽然改变了我国上市公司股权构成,但股权集中度对公司价值影响并没有根本性改变,仍表现为负向影响,较非外资参股上市公司更为不利于公司价值提高。

从流动负债比率对公司价值影响的回归结果看,外资参股与非外资参股上市公司流动负债比率与公司价值之间均呈现出正相关性,但未能通过显著性检验。说明债务期限结构治理表现出无效性。导致与假设3不相符的原因可能是,我国上市公司取得长期借款,其财务管理与经济实力等可能都要达到较高标准,而相对于长期借款,短期借款的取得更为容易一些,我国许多上市公司中都存在流动负债取得的资金长期占有,并以新债偿还旧债的现象,使得债务期限结构对公司价值影响有所减弱。

此外,控制变量对两类上市公司价值也具有显著影响,公司规模与两类上市公司价值表现出负相关性,公司成长性、上市年限与两类上市公司价值正相关。

四、结论及建议

通过上述研究,可得出如下结论:①产权比率与两类上市公司价值负相关,对外资参股上市公司的影响强度要大于非外资参股上市公司。与非外资参股上市公司相比,外资参股上市公司的负债治理负面效应更为突出。②股权集中度与两类上市公司价值负相关,对外资参股上市公司的影响强度要大于非外资参股上市公司。在对外资参股上市公司中,大股东侵占中小股东合法权益的程度更为严重。③流动负债比率与两类上市公司价值均不存在显著相关性,说明在我国上市公司中负债的期限结构治理效应弱化,未发挥应有的作用。

资本结构的合理安排是完善公司治理结构、提高公司价值的重要途径之一,通过对比研究,本文为我国上市公司如何对待外资参股、如何优化资本结构提供了参考依据。具体对策建议如下:第一,大力发展我国的债券市场,拓宽公司的债务融资渠道。第二,完善《破产法》等相关法律法规并加强落实力度,为债权人权益提供合理的保障,充分发挥负债融资的杠杆作用;完善相关引入外资政策,加强控制外商投资者的投机性行为,实现以结构优化为基础的利用外资总量上的增长。第三,适当分散股权集中程度,实现多元化融资,在引入外资的同时,我国上市公司应控制好其持有股份的来源及比例,避免造成股权集中加剧的局面。第四,上市公司应减少短期负债资本的长期化占用,合理搭配长短期债务,以发挥短期负债契约约束在公司治理实践中的作用。第五,上市公司在吸纳外资时并不能盲目的引入,应注重甄别外资投资者的投资动机,结合公司自身状况,选择那些有长期持有打算、与公司长期利益相一致的战略投资者,注重引进国外先进的管理经验和技能,努力提高公司价值,实现战略共赢。

主要参考文献

苏国强,李政.外资参股与上市公司价值——基于信息透明度视角的实证分析[J].财经问题研究,2012(10).

何卫东,张嘉颖.所有权结构、资本结构、董事会治理与公司价值[J].南开管理评论,2002(2).

Masulis R. W.. The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimate [J]. Journal of Finance, 1983(38).

Mohammed D.. A Dynamic Panel Model Of Capital Structure And Agency Cost In Nigerian Listed Companies [J]. Journal of Accounting & Taxation, 2013(5).

汪辉.上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J].经济研究,2003(8).

徐向艺,张立达.上市公司股权结构与公司价值关系研究——一个分组检验的结果[J].中国工业经济,2008(4).

万平,陈共荣.中小板上市公司资本结构的治理效应研究[J].管理世界,2008(12).

黄雷,张仁凤,叶勇.上市公司资本结构对公司价值的影响分析[J].统计与决策,2010(19).

晏艳阳,陈共荣.我国上市公司的资本结构与代理成本问题分析[J].会计研究,2001(9).

伍伟.基于托宾q的公司治理与公司价值关系的实证研究[J].经济研究,2008(7).

肖坤,秦彬.我国上市公司债务结构对财务治理效率的影响[J].经济管理,2011(2).

【基金项目】辽宁省教育厅项目:辽宁小微企业企业发展“瓶颈”问题及对策研究(课题号:w2014165)