

文化类上市公司资本结构与绩效的关系

张庆^{1,2}(教授), 桑磊泉^{1,2}, 陈欢^{1,2}

(1.湖北经济学院会计学院, 武汉 430205; 2.湖北会计发展研究中心, 武汉 430205)

【摘要】 本文利用中国资本市场数据,对上市文化企业债务融资即债务治理机制与企业绩效的关系进行了研究。结果表明,我国文化企业在成长初期有较强的股权融资偏好,但其短期负债居多的资本结构能起到较好的治理效果,流动性负债水平与公司综合价值呈倒U型关系。最后,根据研究结论提出了一些有针对性的政策建议。

【关键词】 文化行业; 资本结构; 企业价值; 债务治理

一、引言

自MM理论提出以来,企业的债务融资如何影响其内在价值,或者说企业如何选择最有利于其内在价值实现的资本结构的问题越来越受到理论界的关注。学者们提出了包括权衡理论和优序融资理论在内的诸多成果,很好地对企业的债务治理机制进行了描述。

Masulis(1980)研究了资本结构的变动对公司股价的影响,得出“公司负债水平增加,其普通股价格也随之提高”的结论。Frank和Goyal(2003)采用美国非金融企业1950年至2000年50年间近20万个数据进行实证研究,发现公司绩效与用账面数据计算的财务杠杆呈正相关,而与用市场价值衡量的财务杠杆负相关。

国内方面,陈小悦、徐晓东(2001)通过经验研究得出的结论是公司长期财务杠杆与公司绩效成反比。汪辉(2003)以中国上市公司为研究对象,用企业资产负债率来衡量企业的整体债务水平,得出资产负债率与公司绩效呈显著正相关。

从前期的研究来看,大多数学者认为债务融资与企业绩效存在正相关关系,但不同行业的样本选取会得出不同的结论,国内文化企业独特的财务特征可能造成两者关系的差异性。因此,本文选取文化行业作为研究对象,在全面分析文化行业资本结构的基础上,逐步分析其行业内整体负债水平、不同债务期限以及主要债务来源对企业绩效的影响。

二、文化类上市公司资本结构现状及经营绩效

本文结合中国证监会2012版上市公司分类,选取文化行业2008~2012年一共29家上市公司作为研究样本。样本数据来源于RESSET数据库。

(一)资本结构现状分析

表1和表2为文化类上市公司负债结构和股权结构的描述性统计,据此分析该类公司的资本结构特点。

表1 文化类上市公司负债结构的描述性统计

指标	年份	N	极小值	极大值	均值	标准差
资产负债率	2008	27	13.06	55.04	35.64	16.2
	2009	28	12.35	73.59	36.56	15.8
	2010	28	14.78	78.99	30.98	20.4
	2011	29	9.83	69.08	34.07	33.32
	2012	29	6.53	66.64	33.89	27.65
流动负债率	2008	27	50.19	100	83.61	16.59
	2009	28	43.1	100	80.34	22.72
	2010	28	42.3	100	70.90	16.23
	2011	29	39.92	100	75.52	13.91
	2012	29	41.26	100	67.23	13.37
长期负债率	2008	27	0	48.81	16.39	16.59
	2009	28	0	50.85	19.66	15.29
	2010	28	0	57.7	29.1	22.72
	2011	29	0	60.08	24.48	16.79
	2012	29	0	58.74	32.77	13.90

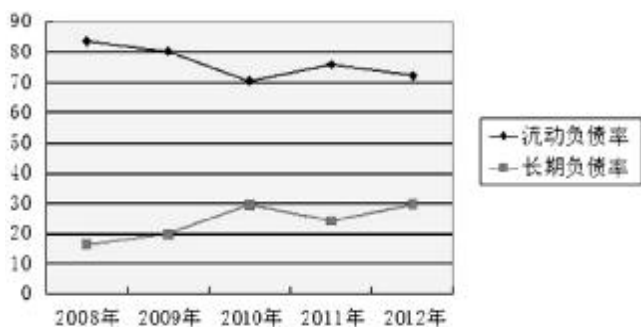
表2 文化类上市公司股权结构的描述性统计

年份	均值	第一大 股东持 股比例	前五名 股东持 股比例	前十名 股东持 股比例	国有股 比例	法人股 比例	流通A股 比例
2008		36.09	47.19	59.87	42.24	17.73	100
2009		34.87	42.95	54.69	40.48	15.35	100
2010		35.72	56.23	67.19	47.29	19.68	100
2011		34.71	58.81	70.24	46.37	19.13	100
2012		35.93	59.15	72.15	45.79	14.24	100

特点之一:资产负债率低,且波动性并不强。表1中资产负债率的均值分别为35.6%、36.6%、31%、34%、33.9%,虽然在这五年中略有波动,但也没有平均超过40%。这样的资产负债率远低于A股市场的整体水平。在中国,普遍认为上市公司的资产负债率控制在50%左右为合适,超过

70%则会有较大的财务风险。

特点之二:文化行业上市公司的短期负债占比远远超过长期负债占比,短期负债比例均值最高达到了80%,这说明文化行业上市公司的债务期限结构相当不合理。财务风险高。下图显示从2008到2012年,文化产业类上市公司的短期负债占全部资产比例显著下降,在2011年又略有提升,而长期负债占全部资产比率在2010~2012年上升较快。



文化类上市公司流动负债率、长期负债率变动图

特点之三:偏好股权融资。近五年来,除了2009年文化行业上市公司整体没有增发股票而导致股权融资比例较低,其他年份的股权融资比例都较高。其中,2010年股权融资比重猛增至67.19,这与2010年有6家文化企业上市有重要关系。2011与2012在原来的基数上略有增加,其中2011年,虽然首次发行上市的公司筹集的资金有限,但是浙报传媒增发A股融资216 037.31万元、百视通增发A股融资310 536万元,使得该年股权融资总额占长期融资的比重高达70.24%。从股权结构上看,国有股比例较为平稳,五年来变动幅度不是很大,平均在45%左右;而法人股比例在小幅波动的同时有所下降。

我国文化类上市公司资本结构的特点(这三个特点在某种程度是并生的)可能是以下原因导致的:①我国债券市场发育迟缓,债权融资十分困难。如我国《公司债券发行试点办法》对债权融资进行了严格的限定,迫使企业寻求多样形式股权融资,近三年文化企业扎堆上市就说明了这一点。②我国金融机构风险管理技术比较落后,而且由于体制机制的原因,缺乏长期贷款的动力,这样文化企业就只能从金融机构获取短期贷款,导致其短期的资产负债率高,财务风险很高(很多文化企业存在“短融长投”的问题,资金的使用成本非常高)。

(二)经营绩效现状分析

分析表3可知:一是文化行业上市公司的长期偿债能力也就是资产负债率维持在一个较低的稳定的水平上,而流动比率和速动比率在平均在1.5~2.5之间,部分年度略微偏高,总的来说是符合行业要求的。文化企业短期偿债能力较强,几乎没有偿债能力不足的财务风险,但同时也暴露出企业在流动资产的运用上不是非常充分。

二是应收账款周转率、流动资产周转率和总资产周转率近五年波动较大,2010年前后有上升趋势,之后逐渐平稳,说明文化行业上市公司的营运能力没有明显改善,但是应收账款周转率在2012年有了大幅度提高。

三是近五年文化行业上市公司的净利润增长率分别为-72.48%、6.26%、6.63%、-1.77%和7.93%。剔除特殊数据之后,净利润增长率是呈上升趋势的,但行业内部各公司的差别还是比较大。

四是衡量企业盈利能力的五个指标几乎同在2010年达到最高值,之后都有不同程度的下滑。这说明我国文化行业上市公司之间的盈利能力有较大的差距,行业发展也没有完全进入稳定期。而每年的销售净利率都高于资产净利率,说明主营业务的盈利能力较好。五年的每股收益分别为0.32元、0.29元、0.54元、0.51元和0.44元,说明行业内上市公司整体的盈利能力在增强。

表3 29家文化类上市公司的绩效指标平均值

	指标名称	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
偿债能力指标	资产负债率	35.642 1	36.560 8	30.978 2	34.068 2	33.887 2
	流动比率	1.1710	1.117 1	2.227 2	1.152 2	1.210 9
	速动比率	1.284 0	1.837 1	2.580 1	2.560 8	2.645 9
营运能力指标	应收账款周转率	21.15	39.528 8	24.938 9	16.237 6	40.873 9
	流动资产周转率	1.134 3	1.380 2	1.420 2	1.332 6	1.257 1
	总资产周转率	0.689 2	0.787 6	0.811 2	0.751 4	0.607 7
发展能力指标	净利润增长率	-72.482	6.255 8	6.633 4	-1.771 4	7.928 4
	主营业务收入增长率	13.973 0	16.222 8	22.497 0	31.034 1	49.332 1
	总资产增长率	23.867 2	11.414 9	44.778 9	35.653 7	37.993 9
盈利能力指标	总资产报酬率	8.732 2	8.895 1	22.992 6	10.860 7	5.638 1
	资产净利率	4.612 5	5.620 2	20.542 0	9.111 0	4.382 2
	净资产报酬率	2.658 9	-5.260 1	21.860 4	-0.439 3	3.201 3
	销售净利率	15.389 6	-0.166 0	44.536 0	-1.389 4	7.451 4
	每股收益	0.321 7	0.293 4	0.535 7	0.512 4	0.441 9

三、文化企业资本结构与公司绩效关系的实证分析

在文化行业上市公司资本结构对其绩效影响的实证研究中,我们采用了资产负债率和流动负债率作为资本结构的替代变量,以更好地描述企业的债务治理机制。综合前文分析,本文提出以下假设:

假设1a:我国文化行业上市公司的资产负债率与公司绩效呈正相关关系;假设1b:我国文化行业上市公司的资产负债率存在合理区间。

假设2a:我国文化行业上市公司的流动负债率与公司绩效呈负相关关系;假设2b:我国文化行业上市公司的流动负债率存在合理区间。

(一)变量设计与模型构建

本文拟建立一个完整的模型,选用被普遍接受的涵盖偿债能力、营运能力、盈利能力和发展能力四大类的14

个财务指标。通过主成分分析的方法用较少的变量来替代这些指标,再计算企业的综合绩效得分。

表 4 财务指标变量选取一览表

	变量	指标名称	计算公式
偿债能力指标	X ₁	资产负债率	负债总额/资产总额
	X ₂	流动比率	流动资产/流动负债
	X ₃	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
营运能力指标	X ₄	应收账款周转率	净销售收入/平均应收账款
	X ₅	流动资产周转率	主营业务收入/平均流动资产
	X ₆	总资产周转率	销售收入/平均资产总额
发展能力指标	X ₇	净利润增长率	本期净利润/去年同期净利润-1
	X ₈	主营业务收入增长率	本期主营业务收入/去年同期主营业务收入-1
	X ₉	总资产增长率	期末总资产/去年同期总资产-1
盈利能力指标	X ₁₀	总资产报酬率	息税前利润/资产总额
	X ₁₁	资产净利率	净利润/平均资产总额
	X ₁₂	净资产报酬率	净利润/期末股东权益
	X ₁₃	销售净利率	净利润/销售收入
	X ₁₄	每股收益	净利润/期末普通股股数

模型构建方面,本文选取资产负债率(DAR)和流动负债率(SDAR)作为解释变量,并用上述14个财务指标计算出来的综合绩效得分作为被解释变量,建立以下模型分析文化行业上市公司资本结构与公司绩效的关系:

根据假设1建立如下模型:

$$\text{模型 1: } Y_1 = \alpha_1 + \beta_1 \text{DAR} + \varepsilon_1$$

$$\text{模型 2: } Y_2 = \alpha_2 + \beta_2 \text{DAR} + \gamma_2 \text{DAR}^2 + \varepsilon_2$$

根据假设2建立如下模型:

$$\text{模型 3: } Y_3 = \alpha_3 + \beta_3 \text{SDAR} + \varepsilon_3$$

$$\text{模型 4: } Y_4 = \alpha_4 + \beta_4 \text{SDAR} + \gamma_4 \text{SDAR}^2 + \varepsilon_4$$

其中:Y_i表示企业的绩效得分;DAR表示企业的资产负债率;SDAR表示流动负债率。

(二)实证分析

本文将选取14个财务指标进行主成分分析。如表5所示,可以看到旋转之后的累积方差贡献率,在提取4个主成分的时候达到了93.034%。说明只要从14个财务指标中选取4个就可以涵盖93.034%的信息,能够较好替代原财务指标来计算企业绩效综合得分。

表 5 总方差解释表

成分	初始特征值			提取平方和载入			旋转平方和载入		
	合计	方差%	累积%	合计	方差%	累积%	合计	方差%	累积%
1	6.778	45.569	45.569	6.778	45.569	45.569	5.863	38.643	38.648
2	2.820	20.623	66.192	2.820	20.623	66.192	3.538	25.756	64.399
3	2.085	18.795	84.987	2.085	18.795	84.987	2.798	18.543	82.942
4	1.357	8.047	93.034	1.357	8.047	93.034	1.998	10.092	93.034

根据累积方差贡献率,可以得出反映公司综合绩效的得分函数为:

$$F = 0.3856 \text{fac}_1 + 0.2576 \text{fac}_2 + 0.1854 \text{fac}_3 + 0.1009 \text{fac}_4$$

而利用最大方差法旋转因子之后的载荷矩阵如表6所示。可以看出,旋转后的因子载荷系数已经明显地两极分化,对模型的结果的解释力更强。

表6中,第一组就是衡量企业盈利能力的主成分,载荷较高;之后依次是反映企业发展能力、营运能力和偿债能力的因子载荷系数。

根据表6的处理,就可以得到因子得分系数矩阵(见表7),再根据因子函数计算出最终各个公司的综合绩效得分。

表 6 旋转后的因子(主成分)载荷矩阵

	主成分1	主成分2	主成分3	主成分4
净资产报酬率	0.980	0.064	-0.031	-0.030
资产净利率	0.969	0.254	0.032	-0.072
销售净利率	0.945	-0.056	0.206	0.066
总资产报酬率	0.903	0.213	-0.07	-0.127
每股收益	0.784	0.493	0.065	0.156
净利润增长率	0.686	0.574	-0.016	0.002
主营业务收入增长率	0.124	0.750	0.008	0.005
总资产增长率	0.115	0.941	0.187	0.034
流动资产周转率	0.263	0.198	-0.620	0.049
应收账款周转率	0.131	0.031	0.145	-0.095
总资产周转率	0.115	0.508	-0.415	-0.347
速动比率	0.250	0.123	0.908	0.086
流动比率	0.115	0.354	0.807	-0.072
资产负债率	-0.305	-0.073	-0.569	0.498

表 7 主成分系数矩阵

		主成分系数			
		1	2	3	4
资产负债率	X ₁	-0.168	0.075	-0.331	0.620
流动比率	X ₂	-0.052	0.412	0.310	-0.014
速动比率	X ₃	-0.020	-0.015	0.312	-0.005
应收账款周转率	X ₄	0.040	0.036	-0.031	0.561
流动资产周转率	X ₅	0.046	0.071	-0.206	-0.235
总资产周转率	X ₆	-0.024	0.125	-0.126	-0.204
净利润增长率	X ₇	0.075	0.149	-0.023	0.054
主营业务收入增长率	X ₈	-0.063	0.286	-0.035	0.062
总资产增长率	X ₉	-0.058	0.270	0.030	0.061
总资产报酬率	X ₁₀	0.177	-0.103	-0.40	-0.409
资产净利率	X ₁₁	0.176	-0.007	-0.112	-0.081
净资产报酬率	X ₁₂	0.191	-0.100	0.017	-0.041
销售净利率	X ₁₃	0.200	-0.084	0.042	0.046
每股收益	X ₁₄	0.126	0.085	-0.024	0.164

在综合绩效评分指标的基础之上,本文的实证分析结果如下:

表 8 模型 1 回归结果整合

Model	非标准化系数		标准系数	T	Sig.
	B	标准误差	Beta		
constant	1.485	0.185		3.762	0.000
资产负债率	-0.983	0.458	-0.520	-2.907	0.002
R	R Square	Adjusted R ²		DW 值	
0.612	0.375	0.350		2.05	

从表 8 中我们可以看出模型 1 的资产负债率与企业绩效呈负相关关系,且在 1% 的水平上显著,这与本文的假设 1a 相反。这表明文化行业上市公司在融资时存在股权融资的偏好,与前文的分析一致。

表 9 模型 2 回归结果整合

Model	非标准化系数		标准系数	T	Sig.
	B	标准误差	Beta		
constant	0.887	0.372		3.907	0.15
资产负债率	-3.702	3.415	-2.001	-1.904	0.059
资产负债率 ²	4.213	2.529	2.387	1.482	0.345
R	R Square	Adjusted R ²		DW 值	
0.348	0.121	0.118		1.78	

表 9 是模型 2 的回归结果,考量的是文化行业上市公司的资产负债率是否存在合理区间,即是否呈倒 U 型。从表中可以看出,不仅回归结果不显著,0.345 显著大于 0.05,而且模型的拟合优度也很低。说明文化行业上市公司的资产负债率还没有达到一个合理的区间水平,或者是因为文化行业上市公司仍处于成长期,这种明显的区间性还没有完全表现出来,与假设 1b 结论不相符。

表 10 模型 3 回归结果整合

Model	非标准化系数		标准系数	T	Sig.
	B	标准误差	Beta		
constant	-2.287	2.003	0.112	-4.670	0.000
流动负债率	0.376	0.152	0.176	2.532	0.004
R	R Square	Adjusted R ²		DW 值	
0.614	0.377	0.364		3.06	

表 11 模型 4 回归结果整合

Model	非标准化系数		标准系数	T	Sig.
	B	标准误差	Beta		
(constant)	4.572	3.183		2.449	0.000
流动负债率	0.306	2.072	3.169	2.013	0.05
流动负债率 ²	2.187	2.014	2.997	1.439	0.03
R	R Square	Adjusted R ²		DW 值	
0.512	0.262	0.236		2.16	

表 10 的结果说明文化类上市公司的流动负债率与企业绩效正相关,且具有很强的显著性,假设 2a 不成立。如

前所述,文化类上市公司在目前阶段倾向于流动负债融资,这在一定程度上能约束经营者过度投资的行为。

从表 11 我们可以看出,流动负债率与企业绩效呈倒 U 型关系,且在 5% 的水平上显著,与假设 2b 一致。前文的分析说道,文化企业的流动负债与其经营绩效正相关,这里进一步论证了文化行业的流动负债率是随企业经营绩效上升而上升,到了一个最大值之后,就开始反向变化。根据表 1 中流动负债率的描述性统计可知,在 2010 年之前其均值在 80% 左右,相当高,2010 年之后又下降,中位数为 60%~70%,说明文化企业的资本结构趋于合理化。

四、结论及建议

本文利用中国文化行业上市公司的财务数据,对其资本结构与绩效的关系进行了研究,结论为该行业资本结构显著异于其他行业。第一,偏向于股权融资而非债权融资,文化行业上市公司的股权集中度都相当高,导致其资产负债率偏低。文化类上市公司的资产负债率与企业绩效负相关,且不存在明显的二次函数关系。第二,我国文化行业上市公司倾向于流动负债融资,负债结构不合理。实证研究表明,其流动负债与公司绩效呈“倒 U 型”关系。

根据上述结论,笔者认为可以从以下几个方面着手,改善上市文化公司的资本结构,以此提升公司的价值:

1. 对上市文化企业来说,下述因素在确定合理的资本结构是比较重要的:企业的规模、偿债能力、盈利能力、营运能力,以及现有资本的构成状况。资本结构的调整不是免费的,因此有必要建立企业资本结构变动的监测机制,一旦发现资本结构脱离了大致的范围,就应该预警,反馈到决策层,供其决策参考。

2. 完善公司的内部治理,其核心在于对经理层的管理,既要充分发挥经理层的积极性,也要防止其违背股东的利益,损害公司的价值。建议采用灵活多样的激励约束机制,引入期权因素,把经理层和企业的价值绑定在一起,避免其短期行为,实现公司长远化发展。

3. 政府要推进和完善债券市场,完善相应的法律法规,放宽发行债券的主体范围和额度,完善企业债券市场的流通体系,在保障好债券投资者利益的基础上切实降低上市文化企业发行债券的门槛。同时,金融机构应该增强长期贷款风险管控能力,大力探索融资创新,要针对文化公司的特点,实现融资理念的更新和融资形式的多样化,让更多的文化类公司能融到资金。

主要参考文献

陈小悦,徐晓东.股权结构、企业绩效与投资者利益保护.经济研究,2011(11).

童盼,陆正飞.负债融资、负债来源与企业投资行为.经济研究,2005(5).

【基金项目】湖北企业文化中心项目“企业文化资本与企业的融资行为研究”(项目编号:2014A06)