

# 控制机制、债务融资风险与企业经营业绩

——基于制造业上市公司的实证分析

徐伊欣 刘国武(教授)

(西南财经大学会计学院 成都 611130 湖北经济学院会计学院 武汉 430205)

**【摘要】**制造业作为一个典型的资金密集型行业,高效融资是其健康发展的基础。本文利用我国上市制造业企业的经验数据,基于不同的大股东持股比例探讨不同的控制机制对企业债务融资风险的可能影响,以及对企业经营业绩的影响。

**【关键词】**制造业 控制机制 债务融资风险 企业经营业绩

制造业作为一个典型的资金密集型行业,具有投资大、风险高、周期久、供应链长等特点,高效融资就更是其健康发展的基础。债务融资是制造业公司资金来源的重要渠道之一,随着我国利率市场化改革的不断推进,金融市场的逐步完善,企业的外部融资渠道逐步走向多元化。然而,当前我国制造业上市公司仍然普遍存在融资效率低的问题,融资渠道的多元化只能部分地缓解企业融资难问题,而提高资金的使用效率、降低债务融资风险,有利于从根本上解决企业融资困境。本文利用我国上市制造业企业的经验数据,基于不同的大股东持股比例,探讨不同的控制机制对企业债务融资风险的可能影响,以及对企业经营业绩的影响。

## 一、文献综述与研究假设

关于大股东的行为对于公司经营绩效的影响存在两方面的假说:一是监督假说,二是掠夺假说。

基于代理理论的研究认为,企业内部股东所持股份的比例越大,大股东对管理层的监督越严密,可以防止经理人的机会主义而产生不利于股东财富的行为,减少股东和经理人之间的代理冲突问题(Jensen 和 Meckling, 1976)。在大股东占控制地位的所有权结构特征下,随着大股东持股比例的增加,大股东与企业内部的经济利益关系更加密切。因此,为了保护自己的利益不受损害,大股东会加大对管理层的监督力度。由于公司的控股大股东持有足够多的股权比例,有动机也有足够的能力去监督管理者行为,有助于减少所有者与管理者之间的冲突(Shleifer 和 Vishny, 1997)。因此,股权适度集中的控制机制和在此基础上大股东控制,可以对管理层进行有效监督,从而增加企业价值。

然而,基于掠夺假说的研究认为,居于公司主导地位

的大股东一方面通过从中小投资者手中融入资本,来取得大量超过现金流价值的控制性资源(Claessens 等, 2002),另一方面,又通过将非公允关联交易等手段转移控制性资源,以侵占中小股东利益(Johnson 等, 2000)。随着大股东持股的增加,其投票权和影响力也增大,使得大股东更有能力控制管理层的机会主义行为。然而由于企业股权持有非多元化和集中的权益份额,也加大了企业的融资风险。大股东的自利动机使其也更有可能对上市进行资源掠夺,侵占中小股东的利益,“掏空”上市公司。因此,股权分散的所有制结构,使得控股股东有较强的动机去激励经理人员选择最佳的融资方式以降低融资成本,又有较高的能力对企业管理层施加足够的控制以追求财务资源的合理配置。

当上市公司进行配股融资,并且控制性股东全额认购配股股份时,在满足控制性股东收益最大化条件下,控制性股东不放弃或低比例放弃配股权的配股融资方式对上市公司的掠夺程度小于控制性股东采取债务融资方式。不同的企业融资方式影响控制性股东的持股比例,从而不同程度地影响控制权的转移。如果企业采用公开增发或控制性股东放弃配股权的配股融资方式,可能会大幅度降低控制性股东的持股比例,特别是在存在其他较强制衡力股东的情况下,会对控制性股东的控制权产生威胁(翟淑萍, 2010)。在全流通的环境,企业进行融资决策时,必须要考虑不同融资方式对控制权的影响。特别是在中国特殊的金融体制下,银行的信贷歧视导致民营企业融资难,进而增加了民营企业的债务融资成本(李广子和刘力, 2009)。因此,考虑控制权转移因素,控制性股东持股比例越低,债务融资的可能性越大,企业的债务融资风险也就越高。

基于上述分析,提出假设1:大股东持股比例与企业融资风险正相关,即高度集中的股权结构会加大企业的融资风险。

企业进行融资决策需要考虑的重要因素是企业成长的需求。企业的成长性越强,需要投资到生产经营的资金需求越多。企业为了满足快速成长对生产能力的要求,往往加快固定资产和无形资产投资,不断提高资本性资产的投资规模。快速成长的企业,其投资速度快于利润增长的速度。因此,高成长性的企业对于资金的需求更高,从而对外部融资的需求更大。然而,由于高成长性企业有着良好的前景未来,为了避免股权分散而降低大股东的控制权,同时,大股东为了避免股权融资对每股收益的稀释,更加倾向于通过债务融资来满足企业的成长需求,而非股权融资。由于企业融资的资金大多投入到不容易变现的资本性资产,一旦企业的成长受挫,过高的负债融资会加大企业风险。

基于上述分析,提出假设2:企业资产增长与融资风险呈负相关关系。

由于企业内部外的信息不对称,企业进行融资决策时,会偏好于内源融资,即企业融资的一般顺序是先考虑内部的保留盈余,其次选择发行债券,最后是通过发行股票进行股权融资(Myers和Majluf,1984)。因此,根据优序融资理论,在企业经营业绩好时,企业就有可能保留更多的盈余,从而增加内源融资比例,减少外部融资。相反,如果企业经营业绩差,则不可能保留足够的盈余,只能依赖于对外融资,从而加大了企业的融资风险。同时,由于中国上市公司资本结构存在诸多不合理的方面,使得债务治理机制表现出无效性(于东智,2003)。

基于上述分析,提出假设3:企业经营业绩与融资风险呈负相关关系。

## 二、研究设计

1. 样本选择。本文的研究样本为2012年沪深两市A股按照证监会行业分类的制造业上市公司,并做如下剔除:①被ST、PT的公司;②数据缺失的公司。经筛选后得到满足条件的样本1196个。数据来自Wind数据库。

2. 变量定义及描述。本文主要分析大股东控制机制、融资风险与企业经营业绩的关系,从短期风险和长期风险两个方面对融资风险进行考察,主要包括三类变量,即被解释变量、解释变量和控制变量。

一般情况下,负债融资是引起企业筹资风险存在的主要原因,分析企业的抗风险能力对于融资效率的衡量是必不可少的。为此,本文从长期偿债能力和短期偿债能力两方面展开分析,选取资产负债率作为衡量企业长期债务融资风险的评价指标,选取流动比率作为衡量企业短期债务融资风险的评价指标。

本文选取总资产收益率作为被解释变量来衡量企业的债务融资利用效率。同时,为考量股东控制机制对企业债务融资风险的影响,本文选择第一大股东持股比例作为被解释变量。本文选取总资产增长率作为反映企业的成长性的评价指标。

在控制变量的选择上,为了控制融资规模因素对融资风险的影响,引入筹资活动产生的现金流量净额变量;为了控制融资成本的影响,引入债务融资成本率作为控制变量。在总资产规模相同的情况下,资本结构的不同可能会对企业的融资风险有较大的影响,为此引入产权比率作为控制变量。

相关的变量定义如表1所示。

表1 研究变量定义

变量	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	资产负债率	ALR	负债总额/资产总额
	流动比率	LR	流动资产/流动负债
解释变量	第一大股东持股比例	TOP1	第一大股东持股量/总股本
	总资产收益率	ROA	利润/资产总额
	总资产增长率	AGROW	(期末总资产-期初总资产)/期初总资产
控制变量	融资规模	LSIZE	筹资活动产生的现金流量净额
	债务融资成本率	FCR	财务费用/(短期借款+长期借款+应付债券)
	产权比率	ER	负债合计/归属母公司股东的权益
	主营业务收入增长率	RGROW	(期末主营业务收入-期初主营业务收入)/期初主营业务收入

3. 模型设计。根据前文的理论分析,我们构建回归模型,从控制机制、企业业绩、融资规模等对企业债务融资风险进行解释。

长期债务融资风险建模如下:

$$ALR = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 TOP1 + \beta_3 AGROW + \beta_4 LSIZE + \beta_5 ER + \beta_6 FCR + \beta_7 RGROW + \varepsilon \quad (1)$$

短期债务融资风险建模如下:

$$LR = \alpha_0 + \alpha_1 ROA + \alpha_2 TOP1 + \alpha_3 AGROW + \alpha_4 LSIZE + \alpha_5 ER + \alpha_6 FCR + \alpha_7 RGROW + \varepsilon \quad (2)$$

其中,  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6, \alpha_7$  分别为截距项和解释变量的系数,  $\varepsilon$  是随机扰动项。

## 三、实证研究

1. 样本描述性统计。表2为特征变量的描述性统计。从表中可以发现,上市制造业企业的总资产收益率最大值为47.51%,最小值为-15.45%,说明不同上市制造业企业的经营业绩差别较大。

第一大股东持股比例最大达 95.95%，最小为 3.69%，说明在制造业企业中存在“一股独大”现象，股权稀释的迹象不甚明显；控制权均值为 37%，体现了房地产企业股东对企业的强势控制倾向。

就企业融资风险情况来看，资产负债率最高 93.46%，最低为 1.08%，均值 40.82%；流动比率最高 88.73%，最低 0.17%，均值 3.66%，制造业企业的流动性较好。

**表 2 变量的描述性统计**

变量	均值	标准差	最小值	最大值
ROA	8.911 441	6.436 28	-15.448 6	47.512 5
ALR	40.819 15	21.100 8	1.082 7	93.456 5
LR	3.659 689	6.649 005	0.168 6	88.726 8
TOP1	36.988 42	15.494 03	3.69	95.95
AGROW	54.452 37	91.820 88	-34.522 9	1 073.531
LSIZE	4.10e+08	1.38e+09	-4.79e+09	1.81e+10
ER	1.109 269	1.203 812	0.010 9	11.642 2
RGROW	31.133 23	35.332 06	-77.746 5	729.226 7
FCR	0.010 386 4	0.051 313 6	-0.697 276 2	0.701 074 5

**2. 回归结果及分析。**为了检验解释变量之间是否存在共线性问题，在进行回归分析之前，我们采用 VIF 因子对样本进行检验。结果表明，模型(1)、模型(2)各解释变量的方差膨胀因子均小于 10，容忍度均小于 2。因此，各解释变量之间并不存在重大的共线性问题，回归模型比较可靠。

模型(1)、模型(2)中的变量的解释度分别为  $R^2_1=0.77$ ,  $R^2_2=0.4$ ，修正的  $R^2$  值分别为  $AD.R^2_1=0.76$ ,  $AD.R^2_2=0.397$ ，拟合情况良好。并且两个模型的 F 值分别为 556.15、113.46，显著性概率几乎为零，回归模型有统计意义。

**表 3 模型回归结果**

	模型(1)		模型(2)	
	系数	t	系数	t
截距项	28.768 98	31.21***	3.423 714	7.36***
ROA	-0.210 572 5	-4.23***	0.038 667 6	1.54
TOP1	0.032 788 3	1.69*	-0.006 182 6	-0.63
AGROW	-0.056 037 2	-15.63***	0.031 575 9	17.46***
LSIZE	4.33e-10	1.94*	-5.59e-11	-0.50
ER	12.324 67	45.54***	-0.659 851 6	-4.83***
RGROW	0.042 594 6	4.87***	-0.014 370 2	-3.26***
FCR	56.862 42	9.46***	-38.230 59	-12.61***
观测值	1 196		1 196	
F	556.15***		113.46***	
R <sup>2</sup>	0.766 2		0.400 7	
Adj R <sup>2</sup>	0.764 8		0.397 1	

注：\*表示在 10%的水平上显著，\*\*表示在 5%的水平上显著，\*\*\*表示在 1%的水平上显著。

长期债务融资风险：

$$ALR=28.77-0.21ROA+0.03TOP1-0.06AGROW+4.33LSIZE+12.32ER+56.86FCR+0.04RGROW$$

$$(-4.23^{***}) (1.69^*) (-15.63^{***}) (1.94^*) (45.54^{***})$$

$$(9.46^{***}) (4.87^{***})$$

$$(N=1 196 \quad R^2=0.77)$$

以上实证结果表明：在 10%的显著性水平下，企业长期债务融资风险与大股东持股比例正相关，验证了本文的原假设 1。在 1%的显著性水平下，企业长期债务融资风险与资产成长率负相关，在 10%的显著性水平下，与融资规模正相关，验证了本文的原假设 2。在 1%的显著性水平下，企业的长期筹资风险与企业业绩负相关，验证了本文的原假设 3。

短期债务融资风险：

$$LR=3.42+0.04ROA-0.01TOP1+0.03AGROW-5.59LSIZE-0.66ER-38.23FCR-0.01RGROW$$

$$(17.46^{***}) (-4.83^{***}) (-12.61^{***}) (-3.26^{***})$$

$$(N=1 196 \quad R^2=0.4)$$

企业的短期债务融资风险与企业经营业绩、大股东持股比例和融资规模均不存在显著相关关系。

另外，我们分别对每一个公司治理变量与企业财务风险变量进行了 Hausman 检验，结果显示卡方统计值的伴随概率均大于 10%，表明上述变量之间没有严重的内生性问题。因此，我们采用的 OLS 方法所得到的结论是可靠的。

#### 四、结论

大股东持股比例过高会增加企业的长期债务融资风险。控制性股东对公司利益的侵占和掠夺，会损害到债权人利益，增加企业长期债务融资风险。而长期融资风险增加，则企业资产增长率下降，企业经营业绩下降。因此，降低大股东持股比例可以降低企业的长期债务融资风险，提高企业资产的运营效率，从而提高企业的经营业绩。

#### 主要参考文献

1. Berle A, Means G. The Modern Corporation and Private Property. New York:MacMillan,1932
2. Child J. Strategies of Control and Organizational Behavior. Administrative Science Quarterly,1973;18
3. Jaworski B J. Toward a Theory of Marketing Control, Environmental Context, Control Types, and Consequences. Journal of Marketing,1988;52
5. 翟淑萍.控制权私利、控制权竞争与公司融资决策. 财会月刊,2010;3
6. 李广子,刘力.债务融资成本与民营信贷歧视.金融研究,2009;12
7. 于东智.资本结构、债权治理与公司绩效:一项经验分析.中国工业经济,2003;1