

制度环境、融资结构与公司治理效率

——基于我国上市家族企业的实证研究

郭桂花(教授), 王乃娣

(石河子大学经济与管理学院, 新疆石河子 832000)

【摘要】 本文结合上市家族企业所处的外部制度环境和内部融资结构两方面, 实证验证制度环境与融资结构对上市家族企业公司治理效率的影响。研究结果表明: 上市家族企业的权益比例与公司治理效率正相关, 而且这种关系不受外部制度环境的影响; 当上市家族企业所处的外部制度环境较差时, 市场化进程指数与公司治理效率呈正相关关系; 当上市家族企业所处的外部制度环境较好时, 市场化程度与公司治理效率却呈负相关关系。

【关键词】 制度环境; 市场化; 融资结构; 公司治理

一、引言

当今中国正处在由计划经济向社会主义市场经济转化的特殊时期, 经济体制转轨造就了我国上市家族企业公司治理的特殊外部环境, 而企业行为往往会受到其所在地区外部制度环境的影响(夏立军, 2007)。我国市场化水平还不高, 上市家族企业的行为很大程度上要服从于

政府意志、依赖人际关系。因为, 只要政府还影响着市场, 行政规则和市场规则还同时存在, 企业就必须寻求政府的支持(张维迎, 2001)。在当前经济转型的特殊时期, 制度环境对上市家族企业的公司治理产生了哪些影响? 由于我国东、中、西部发展水平不同, 而不同地区的制度环境又不尽相同, 那么, 不同的制度环境对当地上市家族企

常分布程度越大。③我国上市公司异常分布程度与证券监管机构处罚可能性显著正相关, 此外还发现应计盈余管理水平越高, 证券监管机构处罚的可能性相应越高。

本文经验证明了在我国应用本福特法则分析我国上市公司年报会计数据的适用性, 以及基于会计数字异常分布刻画财务报告违规程度的可靠性。在信息技术和XBRL技术蓬勃发展的“大数据”时代, 本文为检测上市公司会计信息失真提供了一种简单易行的评估方法, 为研究财务舞弊和会计数据造假提供了一些有价值的研究借鉴; 同时, 也进一步丰富了国内应用本福特法则检测数据人为调整的研究文献, 拓展了本福特法则在我国的应用研究领域。

下一步可以尝试基于本福特法则, 构建上市公司会计信息失真的影响因素模型, 进一步探讨外部审计师、公司治理机制等对公司会计信息失真的影响路径和作用机制。此外, 除了用于检测会计和审计领域的数据造假, 本福特法则的应用领域还有待拓展, 进一步验证本福特法则在我国社会调查数据、宏观经济数据和社会责任数据等领域的适用性。

主要参考文献

Roychowdhury, S.. Earnings Management through Real Activities Manipulation [J]. Journal of Accounting and

Economics, 2006(42).

王化成, 佟岩. 控股股东与盈余质量——基于盈余反应系数的考察 [J]. 会计研究, 2006(2).

Benford, F.. The Law of Anomalous Numbers [J]. Proceedings of the American Philosophical Society, 1938(78).

Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R., et al. Predicting Material Accounting Misstatements [J]. Contemporary Accounting Research, 2011(28).

Giles, D. E.. Benford's Law and Naturally Occurring Prices in Certain Ebay Auctions [J]. Applied Economics Letters, 2007(14).

李增福, 董志强, 连玉君. 应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理? ——基于我国2007年所得税改革的研究 [J]. 管理世界, 2011(3).

Lolbert, T.. Digital Analysis: Theory and Applications in Auditing [J]. Hungarian Statistical Review, 2006(10).

岳衡, 陈溪, 赵龙凯. 有限记忆与盈余数据的异常分布 [J]. 金融研究, 2007(11).

赵莹, 韩立岩, 李惠敏. 中国上市公司利润操纵的行为特质: 基于Benford律的研究 [J]. 审计研究, 2007(6).

陆正飞, 王鹏. 同业竞争、盈余管理与控股股东利益输送 [J]. 金融研究, 2013(6).

业的公司治理行为及治理效率又会产生什么影响?

公司治理的任务主要是调节好股东、债权人、管理者及其他利益相关者之间的关系,以实现公司效益与效率的最大化。因此,在家族企业乃至任何企业中,债务和股权不仅仅是融资渠道,而是公司治理结构在一定程度上的体现;适当的融资结构可以改善公司治理结构、提高公司治理的效率(Williamson, 1988)。因为合理的融资结构不仅可以对企业管理者的自利行为起到一定的约束作用,还能协调所有者与管理者之间、股东与债权人之间的利益关系。因此,公司融资方式的选择实质上就是对公司治理机制的选择(Hart, 1995; E.伯格洛夫, 1995)。家族企业中所有权与管理权往往合而为一,融资结构又对公司治理效率产生了什么影响?这种影响会不会受到上市家族企业所处的制度环境的影响?这些问题都是本文所要研究的。

二、理论分析与假设

我国的资本市场正处在新兴加转型的特殊时期,随着法制化程度的不断提升,上市家族企业中家族大股东掠夺外部股东利益的行为受到严格的法律监督,市场化进程的不断加快是信息披露的信号传递功能和监督功能有效发挥的前提(姚曦, 2102),在这种情况下,投资者等其他利益相关者获取所需的相关信息会更容易,其经济利益也会得到一定的保障,从而在一定程度上减少企业与债权人或股东等资金提供者的经济纠纷,降低投资者所要求的投资回报率,降低公司的履约成本和融资成本等一系列成本费用,提升公司的绩效。

制度理论认为,转型经济实质上是一系列制度变迁现象,是各种制度规则交错变迁的一个时期,在这个过程中虽然市场规则发挥着重要的作用,但是政府仍然在一定程度上掌握着关键资源的分配,行政规则仍然会对企业的经营管理活动产生制约。由于我国的市场经济体制还不健全,上市家族企业的日常经营活动难免会受到政府相关部门的影响。随着市场化程度的提高,政府由“干预型”向“服务型”转型加快,政府对上市家族企业的干预会不断减少,使得市场机制发挥的作用更大,家族企业在应对政府干预上的支出也会减少,由家族企业创始人的政治联系、人际关系所带来的收益可能也会减少。另外,市场化程度越高,企业获取经营管理所需资源的便利性就越好,此时,上市家族企业可以从职业经理人市场聘请到符合要求的、高素质的企业管理者,而研究表明家族外部的管理者的能力总体而言是更强的(吴晓晖、叶瑛, 2009)。

不同地区的制度环境有所不同,在制度环境较差地区的上市公司,公司管理者使用资金时受到的约束和监督不足,常出现为了个人利益而盲目融资的现象,同时,由于投资者利益保护较差,大股东侵蚀中小股东利益的

现象也更严重。此时,如果改善制度环境、提高市场机制的作用以使这些不良现象减少,对提高公司绩效与改善治理会产生很明显的促进作用。在其他条件相同的情况下,在制度环境较好地区,市场发育相对成熟、法制水平高、政府干预少,上市家族企业能在一定程度上规范董事会、终极控制人的行为,监事、经理层等行为也将有所调整,以适应外部制度环境的约束。此时,再改善制度环境、不断提高市场化水平已经变得相当困难,因此,外部环境对企业的治理所产生的作用会变小甚至阻碍绩效的提升。“法与金融”学派认为,现代企业制度治理作用的有效发挥依赖良好的外部制度环境。

国内外学者也从理论和实证方面验证了外部环境因素对公司治理水平及其治理效率的促进作用(黄永安, 2011)。但是,在转轨经济中,法律对私有财产保护并不是特别明确,使得民营经济和上市家族企业面临着很大的不确定性和风险。借鉴制度基础观强调制度环境影响企业行为的思想,本文提出以下假设:

H1: 在制度环境差的地区,市场化程度越高,公司治理水平越高,并通过这种提升促进了公司治理效率的提高。

H2: 在制度环境好的地区,市场化水平对公司治理效率的作用会减弱,甚至负相关。

现代融资理论认为,企业对不同资本结构的选择其实是对不同融资契约的选择,目的是通过不同融资结构的信号传递作用实现不同资本产权主体之间的某种制衡(Ross, 1977)。股权融资往往会引起“干预性控制治理”,在上市家族企业中,采用股权型融资方式的首要前提是保护家族对企业的控制权(李新春, 2000)。在上市家族企业,家族是该企业的大股东和实际控制人,当企业破产时家族要承担绝大部分损失,因此家族及其成员有动力尽力经营管理自己的企业,家族控股股东对家族内部经理人或职业经理人实施监督的积极性也会比较高,从而降低股东与家族内部经理人或职业经理人的代理成本,提高公司绩效。在家族企业中往往管理者是本着血缘、亲缘关系的家族成员,很少有职业经理人进入核心管理层,于是家族成员间的利他主义倾向和维护家族利益的责任感能在一定程度上减少管理者与所有者之间的代理成本。

目前,我国法律对投资者利益保护的不足及证券市场的成熟,造成我国企业的股权融资成本普遍较低,债务融资的比例总体上趋于下降,我国上市公司的融资顺序与现代融资结构理论的啄食顺序原则存在明显的冲突(张祥建, 2006)。我国的资本市场还不发达,这便影响了企业融资方式的信号传递作用,因此,企业不用担心发行股票会影响企业信誉、影响利益相关者对本企业的信心(袁国良, 1999)。绝大多数企业在衡量经营业绩时主要是看公司的税后利润,只考虑企业的债务成本,却忽略了股

权融资成本,所以产生了管理者偏好股权融资这一现象。当企业采用高权益、低债务的融资结构时,债权人对公司的监督能力较弱,利益冲突主要发生在所有者与管理者之间(杨艳,2007)。而在本文所研究的家族企业中,往往是家族成员担任经营管理者,由于利他主义在家族成员间的存在,这种代理冲突会减弱许多。上市家族企业中,当外部股东持有该公司股票时,他们会关注自身利益,希望个人利益能够达到最大。虽然他们希望能够对管理者进行监督,使管理者努力工作并提高公司价值,当外部股东较多也比较分散时,外部中小股东的收益与监督成本不成正比,便降低了其参与公司管理的积极性。但是,大多数外部股东可以依靠股票的流动性对公司经营者进行监督:一是直接抛售该公司的股票,即“用脚投票”;二是充分利用自己的投票权和表决权,通过董事会更换经营管理者,即“用手投票”。

债务融资有两大优点:节税效应和治理效应,即通过支付固定利息减少企业中的自由现金流,限制管理者的在职消费和过度投资。但是,负债的这种“治理效应”的发挥依赖有效的偿债保障机制,但目前我国债权人利益保护机制还有待完善。再者,当负债超出一定限度时,公司负债数额上升增加了企业破产的可能性,若破产发生,会导致家族对该企业控制的终结。此外,我国银行业的信贷决策不甚合理。家族企业与国企、央企等其他类型的企业相比,在向银行借款时会遇到很多隐性约束。银行既可以及时向家族企业提供借款、支持企业发展,也可以通过修改信贷条款、提高贷款利率或拒绝放贷迫使企业寻找其他不利的融资渠道,从而影响了企业的正常经营,此时上市家族企业的债务融资成本相对较大。曹中红、俞军、王书珍(2014)等通过研究发现,财务杠杆与企业获利能力、公司价值等呈显著的负相关关系。

基于上述分析,我们得出H3:上市家族企业的融资结构(权益比率)与公司治理效率正相关。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文主要以2004~2013年沪深两市A股上市家族企业为研究样本,在这10年间数据完整的家族上市公司共104家。其中,本文参照苏启林、朱文(2003)的研究,采用如下方法确定家族企业:①最终控制者能追踪到自然人或家族;②最终控制者直接或间接持有的公司必须是被投资上市公司第一大股东。

本文所用各上市家族企业的相关数据均来自CS-MAR数据库和巨潮资讯网;市场化进程指数依据樊纲、王小鲁等编写的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》、《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》。

关于家族企业的界定,我们按照企业实际控制人类

型,只保留了由自然人或家族控制的民营上市公司。

为排除特殊情况或极端情况对本文所得研究结论的不利影响,在选择样本时我们主要做了以下技术处理:剔除掉相关数据缺失的公司样本,并剔除掉ST、*ST、S*ST等上市家族企业的样本数据。文中的数据处理与分析主要采用Excel和Stata12.0完成。

(二)变量定义

1. 因变量。本文借鉴张远飞、贺小刚、连燕玲(2013)的研究,采用净资产收益率(ROE)来衡量上市家族企业的治理效率。

2. 自变量。融资结构(DEBT):本文选用权益比率(所有者权益与负债之比)来衡量。

市场化进程指数(SCH)。由于樊纲、王小鲁(2009、2011)的报告没有给出2009年以后的数据,因此2010年及以后的相关指数采取上年指数加前三年市场化指数增加值的平均数确定。

虚拟变量(MARKET)。市场化指数超过各地区的分中位数的取1,否则为0。

3. 控制变量。①上市家族企业中前三名高管薪酬(PAY);②企业规模(SIZE);③公司成长性(GROWTH)。同时,文中加入了行业和年度虚拟变量。

表1 变量定义

变量类别	变量代码	变量名称	计算方法
因变量	ROE	净资产收益率	净利润/平均净资产×100%
	DEBT	权益比率	所有者权益/负债总额
自变量	SCH	市场化指数	借鉴樊纲、王小鲁等(2009、2011)各地区市场化进程得分
	MARKET	制度环境	虚拟变量:市场化指数超过各地区的分中位数的取1,否则为0
控制变量	SIZE	上市家族企业规模	资产总额的自然对数
	PAY	前三名高管薪酬	高管中前三名的薪酬之和
	GROWTH	成长能力	(本期净利润-上期净利润)/上期净利润
	YEAR	时间	虚拟变量,用来控制时间因素的影响
	INDUSTRY	行业	虚拟变量,用来控制行业因素的影响

(三)模型设定

为检验不同市场化条件下,上市家族企业资本结构对公司治理的效率影响程度,本文借鉴万平、陈共荣(2008)的研究,建立如下模型:

$$ROE = \alpha_0 + \alpha_1 DEBT + \alpha_2 \ln(PAY) + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 GROWTH + \alpha_5 YEAR + \alpha_6 INDUSTRY + \varepsilon_1 \quad \text{模型(1)}$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 DEBT + \beta_2 MARKET + \beta_3 LN(PAY) + \beta_4 SIZE + \beta_5 GROWTH + \beta_6 YEAR + \beta_7 INDUSTRY + \varepsilon_2$$

模型(2)

$$ROE = \gamma_0 + \gamma_1 SCH + \gamma_2 LN(PAY) + \gamma_3 SIZE + \gamma_4 GRO-$$

$$WTH + \gamma_5 YEAR + \gamma_6 INDUSTRY + \varepsilon_3$$

模型(3)

$$ROE = a_0 + a_1 DEBT + a_2 SCH + a_3 LN(PAY) + a_4 SIZE + a_5 GROWTH + a_6 YEAR + a_7 INDUSTRY + \varepsilon_4$$

模型(4)

其中,模型(1)、(2)分别表示在市场化水平低与高的地区,融资结构对上市家族企业治理效率的影响;模型(3):市场化水平与家族上市公司治理效率的关系;而模型(4)是检验市场化水平与融资结构对上市家族企业治理效率的影响。

四、实证检验结果

(一)描述性统计

本文所用数据共 1 040 个,并对样本极端值进行了 Winsorize 处理。表 2 显示了本文所用上市家族企业主要变量的描述性统计分析。由下表可知:

样本总体 ROE 均值为 8.7,而最大值和最小值分别为 31.46 和 -19.75,说明不同上市家族企业或同一家族企业的不同年份自有资本的获利能力有很大差异。

融资结构(DEBT)的差异度也很大,最大值达到了 11.923 24,最小值却只有 0.254 859,说明不同上市家族企业的融资偏好不同,但均值为 1.76,说明家族企业在保留控制权的条件下整体偏好股权融资。

市场化进程指数(SCH)最大值与最小值之间差异也很大,这说明我国不同省份、不同地区市场化改革的深度和广度还有很大差别,地处不同地区的上市家族企业所面临的外部市场环境不同,因此验证不同的制度环境对各上市家族企业治理效率和公司绩效的影响具有一定的现实意义。

控制变量前三名高管薪酬(PAY)最大值高达 6 690 100,而最小值只有 141 600,从而反映出样本中我国上市家族企业对本企业高管的薪酬激励力度悬殊。

就样本中公司规模而言,均值为 21.495 2,样本规模最值分布在均值附近,可见,样本上市家族企业的规模相当。

从公司的成长性(GROWTH)可知,各上市家族企业的差别很大,这也正说明我国的上市家族企业绝大部分还正处在生命周期的成长期。

表 2 主要变量的描述性统计

Variable	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
ROE	1 040	8.707 8	8.090 6	-19.75	31.46
DEBT	1 040	1.763 362	1.936 298	0.254 859	11.923 24
SCH	1 040	9.250 308	2.675 554	4.81	18.07
PAY	1 040	1 212 760	1 191 820	141 600	6 690 100
SIZE	1 040	21.495 23	1.053 383	19.415 14	24.505 35
GROWTH	1 040	0.0934 97	3.557 671	-19.517 52	17.062 01

(二)相关性分析

为衡量文中所用变量间的相关程度,我们对各变量进行了相关性检验(结果见表 3)。由下表可知,上市家族企业的治理效率(企业绩效)ROE 与融资结构(权益比率)DEBT 在 1% 的显著性水平下正相关,初步证明上市家族企业提高权益比例能有效改善公司治理;ROE 与市场化水平(SCH)在 5% 的显著性水平下明显正相关,说明各地市场化进程的加快能够为上市家族企业的治理提供良好的外部环境,进而在一定程度上有利于企业业绩的提升,初步证明了 H1。各地市场化进程指数大小与上市家族企业的融资结构在 1% 的水平上显著负相关,说明随着市场化水平的提高,样本企业偏向于债务融资,这主要是由于随着市场化水平的提升,上市家族企业的融资渠道更加多样化,融资约束也更小。由于各变量的相关系数都较小,因此各变量间不存在多重共线性。

表 3 变量之间的 Pearson 相关性分析

	ROE	DEBT	SCH	PAY	SIZE	GROWTH
ROE	1.0000					
DEBT	0.110 4***	1.000 0				
SCH	0.066 0**	-0.080 2***	1.000 0			
LN(PAY)	0.326 1***	0.033 6	0.293 9***	1.000 0		
SIZE	0.241 1***	-0.264 6***	0.208 3***	0.525 8***	1.000 0	
GROWTH	0.487 8***	0.000 4	0.022 3	0.073 5**	0.129 4***	1.000 0

注:*,**,***分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著,下同。

(三)回归结果分析

1. 不同市场化水平下,上市家族企业融资结构对公司治理效率的影响。由表 4 可知,样本公司的融资结构(DEBT)与公司治理效率的系数为正,并在 1% 的水平上显著,表明上市家族企业在一定的债务融资水平下权益融资越多,公司治理效率越高,这与 H3 相符。加入市场化环境变量后,DEBT 依旧与上市家族企业的治理效率在 1% 水平下显著,但市场化水平的高低对公司治理效率的正向影响作用却不显著,而模型(2)证明了这一点。

2. 市场化进程、融资结构对上市家族企业治理效率的影响。表 5 是按市场化进程指数的高低将总体样本划分为市场化水平高、低两组,并对相关假设分别进行验证。由表 5 可以看出,在其他条件不变的情况下,随着市场化进程的加快,上市家族企业的权益融资规模越大,公司治理效率越高,进一步验证了 H3,而且无论市场化水平高低,样本上市家族企业的融资结构都与本企业的公司治

表 4 全样本回归

变量	(1)	(2)
DEBT	0.572***	0.578***
	(4.73)	(4.74)
MARKET		0.163
		(0.36)
LN(PAY)	2.777***	2.746***
	(8.88)	(8.47)
SIZE	0.642**	0.645**
	(2.50)	(2.51)
GROWTH	0.982***	0.981***
	(17.98)	(17.96)
_cons	- 38.961***	- 38.590***
	(- 6.94)	(- 6.76)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
F 值	16.108	15.809
R ²	0.474	0.474
Adj- R ²	0.445	0.444
N	1 040	1 040

注:括号里为 t 统计量,表 5 同。

表 5 分组回归

变量	市场化水平低			市场化水平高		
	(1)	(3)	(4)	(1)	(3)	(4)
DEBT	0.385**		0.362**	0.969***		0.939***
	(2.43)		(2.30)	(4.59)		(4.43)
SCH		0.863***	0.835***		- 0.351*	- 0.267
		(3.31)	(3.22)		(- 1.85)	(- 1.43)
LN(PAY)	2.462***	2.559***	2.277***	2.973***	3.373***	2.956***
	(4.53)	(4.83)	(4.20)	(6.49)	(7.39)	(6.46)
SIZE	1.102***	0.978**	1.249***	0.502	- 0.211	0.480
	(2.73)	(2.53)	(3.10)	(1.35)	(- 0.61)	(1.29)
GROWTH	1.084***	1.089***	1.084***	0.896***	0.885***	0.891***
	(14.26)	(14.42)	(14.41)	(10.73)	(10.40)	(10.67)
_cons	- 43.107***	- 46.352***	- 48.021***	- 45.630***	- 31.915***	- 42.790***
	(- 5.42)	(- 5.77)	(- 5.99)	(- 5.25)	(- 3.66)	(- 4.80)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 值	10.041	10.250	10.243	10.973	10.161	10.779
R ²	0.511	0.516	0.521	0.479	0.460	0.481
Adj- R ²	0.460	0.466	0.471	0.435	0.414	0.436
N	521	521	521	519	519	519

理效率显著正相关,这说明融资结构对公司治理效率的影响不受市场化环境的影响。当市场化水平较低时,市场化指数的大小与公司治理效率在 1%的水平上显著正相关,而当外部制度环境较好时,却与公司治理效率在 10%的水平上显著负相关,与 H1、H2 一致。由此可见,市场化环境的好与坏并不是简单地影响着公司的治理效率,市场化进程指数对治理效率产生作用的大小、方向受到整个外部制度环境水平的影响。

(四) 稳健性检验

为验证所得结论的准确性和可靠性,我们进行了稳健性检验。其中,上市家族企业所处的外部环境市场化好与坏的判断标准不同,所得结论可能会有偏差。因此,我们将各地区市场化进程指数的均值作为判断外部市场环境好与坏的标准,若超过均值,则我们认为市场化水平较高,取值 1,否则为 0。所得检验结果与上文一致。关于上市家族企业治理效率的衡量,学者们经常用资产收益率 ROA(净利润/资产均值)衡量,因此我们用资产收益率代替净资产收益率,所得结论与前文基本一致。

五、结论

对于上市家族企业的治理效率而言,市场化进程的程度并不是越高越好:当上市家族企业所处的外部环境较差时,改善外部环境,加快市场化进程对公司治理会有一定的促进作用;但当市场化发展到一定程度后,再一味地改进外部制度环境就会起到相反的作用,即所谓

的物极必反。上市家族企业的权益比率越大,公司治理效率越高。因此,在外部制度环境一定的情况下,上市家族企业要不断改善融资结构,恰当平衡不同融资渠道所涉及利益相关者的利益,以期改善公司治理、提高治理效率。

主要参考文献

夏立军,陈信元.市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J].经济研究,2007(7).

Williamson. Corporate Finance and Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1988(7).

卞琳琳,宋芬.市场化程度、股权制衡与上市公司价值[J].财会月刊,2013(2).

姚曦,杨兴全.市场化进程、财务报告质量与投资现金流敏感性探讨[J].天津财经大学学报,2102(4).

吴晓晖,叶瑛.市场化进程、资源获取与创业企业绩效[J].中国工业经济,2009(5).

黄永安,陈应侠.市场化进程、终极控制与公司价值[J].财会通讯,2011(11).

张祥建,郭岚.大股东控制与盈余管理行为研究:来自配股公司的证据[J].南方经济,2006(1).

朱恒源,杨艳,吴贵生.市场成长过程的国际比较[J].科学学研究,2007(4).

【基金项目】新疆维吾尔自治区人文社科基地项目“新疆(兵团)上市公司内部控制审计”(项目编号:020213C06)