

公司治理与企业融资决策的有效性

谢海娟(副教授), 刘晓臻, 王新闪

【摘要】 本文以2011~2013年沪深两市A股上市公司为样本,将主成分分析、多元Logit回归分析以及多项Logit回归相结合进行实证分析,验证公司治理与企业融资决策有效性的相关性,并进一步解释了公司治理对企业融资决策的影响程度。研究发现:公司治理对企业融资决策有效性具有正向影响,且将近完全正相关;与缩资模式相比,企业采用双重融资、单独股权融资、单独债务融资、内源融资的融资模式,其公司治理有效性呈逐渐降低的趋势。

【关键词】 公司治理; 融资决策有效性; 融资模式

【中图分类号】 F272.3

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)05-0014-6

一、引言

融资活动作为企业日常三大活动之一,控制着企业正常运转所需资金的筹集与融通,而融资决策支配与引导着整个企业的融资活动,将在一定程度上影响企业的生存及发展战略目标的实现。MM理论、代理理论、信号传递理论直至融资优序理论的提出,发展和丰富了融资决策及公司治理的相关理论基础。由于控制权与管理权的分离,企业的融资决策受到股东与管理层双重异质的影响,而随着代理问题的逐渐突出,学术界与实务界期望通过市场优化配置等外部治理机制解决问题,但收效甚微。近几年公司治理理论、代理理论的进一步完善,使得公司治理被提上了日程。目前,我国企业仍普遍存在融资结构不合理的现象,而通过提高融资决策的有效性可降低由于企业融资结构安排不合理而导致的代理成本。故由委托代理所产生的股东与管理层融资决策双重异质问题,可通过公司治理这一企业内部机制来解决,从而提升融资决策的有效性。

同时,由于中国资本市场发展不健全,多数上市公司的融资行为仍存在圈钱的动机,故我国的上市公司以内源融资为主,然后是股权融资和债务融资,因此,我国企业的融资行为与国外的啄食理论相悖。融资决策行为是直接引导企业融资模式选择的关键因素,公司治理通过影响融资决策将对企业融资模式的选择起到举足轻重的作用。

二、文献综述

(一)国内外融资决策相关研究

1. 国内对融资决策的研究主要是从融资结构的角度进

行判断与分析。如屈宏志(2012)以资产负债率和长期负债比率代表企业融资决策及资本结构,采用Tobit回归分析了我国上市公司1990~2009年融资决策影响因素,发现实际所得税税率、公司规模与资产负债率具有正相关性,且与国外研究结论基本一致。

姜继娇、杨乃定(2005)通过在企业融资决策中引入行为金融,并从决策者有限理性的角度,构建了行为融资决策模型,能够在一定程度上解释融资决策中出现的异象。

近年来,还有部分学者研究管理层过度自信对企业融资决策的影响,如易露霞、岳凯等(2011)构建了基于管理层过度自信的融资决策模型,发现过度自信的经理层更容易违背啄食理论。

多数学者发现,我国企业偏好股权融资,其次是债务融资(原红旗,2003;刘星,2004;等等),此现状恰恰与融资优序理论相悖,但内源融资仍是上市公司融资的主要来源(林伟,2006)。而刘端、陈收(2009)运用OLS估计了双重融资决策的影响因素,并用Logit回归对双重融资、单独权益融资、单独债务融资这三种融资决策进行了两两比较,发现市值账面比包含的市场时机作用于企业融资模式的选择。

2. 国外对企业融资决策相关研究的重点之一是融资决策相关理论。Modigliani与Miller(1958)提出的MM理论(亦即资本结构无关论,认为资本结构不会对企业的价值产生影响)是在严格的限定条件下成立的,忽视了税收、其他代理成本及财务风险等因素的影响。随后,Modigliani与Miller(1963)对MM理论进行了修正,考虑了税收的影响,发现负

【基金项目】 桂林电子科技大学研究生教育创新计划资助项目“Innovation Project of GUET Graduate Education”(项目编号:YJCXS201552)

债率的上升提升了企业价值。继而 Miller(1976)还提出了米勒均衡模型,将企业所得税与个人所得税加入模型中进行考虑。Kraus(1973)、Scott(1976)等提出了权衡理论,考虑了负债融资为企业带来的风险与收益,认为负债融资的相关成本会随着负债比例的增大而增加,但负债所带来的节税效果也会随之被抵消,使企业存在最优的资本结构。Jensen 和 Meckling(1976)提出的代理理论认为,股东、债权人与管理层之间的利益冲突将产生债权融资代理成本,影响企业的融资结构。Myers 与 Majluf(1984)在信息不对称理论的基础上提出了融资优序理论,并考虑了代理成本,认为企业应优先选择融资成本较少的内源融资(未充分考虑代理成本),其次是低风险的债务融资,最后才是发行成本较高的股权融资。

国外学者也对影响融资决策的因素进行了研究。A. Hovakimian(2004)考察了与目标杠杆相关的市场价值、经营业绩对企业融资行为的影响,经过实证检验发现,双重融资弥补了企业由于偏离目标融资杠杆所导致的累计损失,此结果与动态权衡理论相一致,也验证了较高市值账面比的公司其目标负债率较低。Tijjs(2007)以荷兰上市公司和首次公开发行(IPO)公司为样本,检验市场时机对资本结构的影响,与市场时机假说预测相一致的是股价上涨或下跌对债务融资、股权融资及双重融资之间关系的影响,但相比美国公司现有的验证,未找到市场时机对荷兰公司资本结构持久的影响。W. Drobetz 等(2013)以 115 家上市航运公司为样本,以账面资产负债率和市值资产负债率作为衡量公司融资决策行为的变量,经过实证检验发现,资产实物性与公司杠杆显著正相关,其经济影响较其他行业更为显著,而盈利能力、经营杠杆及资产风险都对资产负债率具有显著的负向影响。目前,越来越多的研究验证了资产实物性、市值账面比、公司规模等是企业融资决策的关键性影响因素(A. Hovakimian, 2004; Tijjs, 2007; W. Drobetz, 2013)。

(二)公司治理与企业融资相关性研究综述

较多学者通过代理理论、权衡理论等相关理论分析,认为公司治理机制将对企业的融资结构、融资决策及融资模式产生重要的影响(杨舜贤、孙雷, 2004; 朱明方, 2005; 可星、刘丽, 2009; 彭守成、陈丽萍, 2010 等)。

Ali AlNodel、Khaled Hussainey(2010)以 37 家沙特阿拉伯上市公司为样本,检验了董事会规模、所有权集中度及公司治理报告等公司治理机制对企业资产负债率的影响,发现董事会规模大、所有权集中度高的企业,其管理层可能会选择提高资产负债率。

Andrei、Dan 和 Petre(2011)认为,公司治理与企业融资决策是相互影响、相互作用的,根据代理理论,融资决策有利于缓解股东与管理层间的利益冲突,而公司治理机制为吸引资金提供了适宜的契约框架。

Jiraporn 和 Kim 等(2012)基于代理理论研究了公司治理

质量对企业资本结构的影响,以美国机构投资者服务组织(ISS)提供的综合治理指数来量化公司治理的质量,实证结果表明资产负债率与公司治理质量呈显著的负相关性。

姚立杰、罗玫、夏冬林(2010)以我国沪深两市上市公司为研究样本,检验从董事会、监事会和股权三方面度量的公司治理对企业的银行借款能力及融资成本的影响,发现监事会规模越大,银行借款融资成本越低;而股权集中度越高,银行借款融资成本越高。钱先航(2010)以公司治理自查报告为基础,构建了公司自主性治理指数,并验证了公司自主性治理能够有效地降低股权融资成本,而代理成本则在一定程度上影响公司治理对股权融资成本的作用。

冉光圭(2011)以 2006~2008 年沪深两市 400 家上市公司为研究样本,经过实证研究发现适中的股权集中度将有利于改善公司治理的质量和效率,而上市公司债务结构对公司治理产生负向的影响。

(三)文献述评

前述研究都只是以资产负债率、债务与股权占总资产的比率作为衡量企业融资决策行为的指标变量,即均是从资本结构或融资成本的角度来说明企业的融资决策状况。虽然有关研究也针对企业融资目标构建了融资决策模型,但其融资目标单一,主要强调基于融资目标的企业融资决策对比,且缺乏对融资目标实现程度的验证与说明。

在实证研究方面,前人对融资模式的划分只确定了双重融资、单独股权融资及单独债务融资这三种外部融资模式,而缺乏对内源融资及缩资行为的划分。这使得部分企业融资模式的研究不具备应有的充分性、明确性及完整性,忽略了对企业融资行为更深层次含义的揭示。

目前,公司治理与企业融资相关性的研究都局限在公司治理对企业融资结构、融资成本等的影响上,缺乏对公司治理与企业的具体融资决策有效性及融资模式选择的相关性研究。而根据公司治理理论、代理理论等,公司治理机制的优劣在一定程度上决定着企业融资决策有效与否,也影响到具体融资模式的选择。为了弥补现有研究的不足,本文主要从融资决策有效性的角度着手,验证公司治理对企业融资决策有效性的正向影响及其影响程度,并说明公司治理对企业融资模式选择的影响。

三、理论分析与研究假设

随着 Jensen 和 Meckling(1976)代理理论的提出,伴随着资产替代与债权侵蚀问题的产生,公司治理对企业融资决策的影响日渐受到社会各界的重视。近年来,越来越多的学者发现并证实了管理者的过度自信将对公司的融资决策产生影响(Heaton, 2002; Malmendier、Tate、Yan, 2006; 易露霞等, 2011; 周家文、杨静芳, 2012; 苏明, 2013),而如年龄、学历等董事长的特征也是影响公司融资决策的重要因素(江伟, 2009; 苏明, 2013)。再则,董事长与 CEO 兼任的情况、股东与

□ 改革·发展

管理层之间的代理问题等都将对企业融资决策的有效性产生重要影响。

张宝生、石雅芳(2007)研究发现,不同股权集中度、不同性质股东控股的公司,其融资方式不同;以负债比率代表公司的融资偏好,其与公司国有股比例、股权集中度呈显著的负相关性,故认为股权结构与融资决策息息相关。而柴晓星(2010)认为,融资成本是影响上市公司融资决策的直接原因,而市场发展、公司治理以及市场监管是影响我国上市公司融资决策的深层次动因。马健、刘志新等(2012)研究了投资者—管理者的双重异质信念对企业融资决策的影响,验证了投资者—管理者的异质信念与公司股权融资概率呈显著的负相关性。股权结构、董事特征、管理者特征作为公司治理的三大维度都对企业的融资决策产生了一定程度的影响。基于上述实证结论及融资优序理论、代理理论、权衡理论等相关理论,本文提出以下研究假设:

假设1:公司治理对融资决策有效性具有显著的正向影响,即公司治理越有效,企业融资决策的有效性越高。

公司治理通过影响企业融资决策行为,进一步影响企业融资模式的选择。由融资成本导向的企业融资决策推动着企业融资模式的最终形成,其中,融资决策过程中产生的代理成本亦影响着企业融资模式的选择。融资成本通过各种融资组合形成,若是企业没有选择对其有利的融资模式来尽可能地降低其融资成本,则说明该企业的公司治理机制仍存在问题。结合上述分析与相关理论,本文提出如下研究假设:

假设2:与缩资模式相比,企业分别采用双重融资、单独股权融资、单独债务融资、内源融资的融资模式,其公司治理有效性将逐渐降低。

四、研究设计

(一)数据来源与样本选取

本文选择2011~2013年沪深A股上市公司为初始样本,并结合研究主题剔除了以下公司:①ST类上市公司;②金融类上市公司;③关键数据缺失的样本。最终筛选出5931个基本符合研究目的的上市公司样本观测值。其中,2011年有1689家、2012年有2126家、2013年有2116家。

本文变量数据及相关指标计算的基础数据均取自国泰安CSMAR数据库,并有部分数据根据巨潮资讯网、上交所和深交所网站上披露的上市公司年报等上市公司公告数据手工搜集整理而得。

(二)变量设定

1. 被解释变量:融资决策有效性FME、融资模式FM。

(1)FME的定义。林伟(2006)通过比较基于股价最大化与股权账面价值最大化决策目标的融资决策行为及融资结构,并分别构建不同决策目标的融资决策模型,发现我国上市公司偏好股权融资是公司决策者以股权账面价值最大化为目标所做出的融资决策导致的。以企业市场价值和盈利绩

效作为企业融资决策的两个首要目标,企业的市场价值以市值账面比表示,而盈利绩效以息税前利润率表示,两者的结合即为判断融资决策是否有效的标准。其中:市值账面比表示每个单位的账面资产所产生的市场价值;息税前利润率表示每个单位资产所获盈利,亦表明企业的融资回报率。

故当企业同时满足两个条件即市值账面比 >1 、息税前利润率 >0 时,说明企业的融资行为为企业创造了盈利,即该融资决策是有效的,令 $FME=1$;而其余情况下 $FME=0$ 。

(2)FM的定义。当期公司债务净增加额占上年总资产的比率大于5%且权益净增加额占上年总资产的比率大于5%的,确认为双重融资;当期公司债务净增加额占上年总资产的比率大于5%但权益净增加额占上年总资产的比率小于5%的,确认为单独债务融资;而当期公司债务净增加额占上年总资产的比率小于5%但权益净增加额占上年总资产的比率大于5%的,确认为单独股权融资(A.Hovakimian, 2004;刘端等,2009)。除了上述双重融资、单独债务融资与单独股权融资模式,将当期期末总资产增长率为负的企业的融资模式定义为缩资模式,其余的企业由于股权与债权这两大外源融资变动均小于5%或基本没有变动,故定义为内源融资。

综上所述,FM为企业融资模式,则Shrink Financing表示缩资模式;Internal Financing表示内源融资;Equity Issue表示单独股权融资;Debt Issue表示单独债务融资;Dual表示双重融资。考虑到严格的企业融资活动不应将企业日常经营活动中的短期商业信用融资包含在内,故在融资模式选择的确认中不将这类信用融资归入债务融资中。

2. 解释变量:公司治理指数CGI。通过主成分分析法计算的公司治理指数分别由股权结构、董事特征、监事特征、高管特征四个维度构成。这四个维度又分别由法人股比例、前十大股东持股比例之和、第一大股东持股比例、董事会规模、独立董事比例、领取薪酬董事比例、董事报告期平均报酬、领取薪酬监事比例、监事报告期平均报酬、高管报告期平均报酬10个指标表示,以上10个指标根据李维安(2005)、ISS、南开大学公司治理评价课题组(2008)、杨建仁(2011)等的研究结论,并与研究目的相结合,主要考虑代理成本、约束机制等筛选得出。

主成分模型的提取公因子方差最小为0.693、最大为0.948,另外,提取平方和的累积贡献达81.343%,说明以这些指标做主成分分析是比较合理、有效的。

3. 控制变量,包括市值账面比、国有股比例、资产负债率、经营杠杆、资产实物性、公司规模、公司年龄这7个指标变量,以上指标系综合A.Hovakimian(2004)、张宝生等(2007)、刘端等(2009)、W.Drobetz(2013)的研究结果筛选得出。同时,考虑到企业外部环境对融资决策、融资模式选择的影响,以公司所属行业、年度作为虚拟变量。从而达到对影响公司治理与企业融资决策有效性、融资模式选择相关性研究的各

种相关干扰因素加以控制的目的。

具体变量定义详见表1。

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	融资决策有效性	FME	0-1变量,融资决策有效则为1,否则为0
	融资模式	FM	设置为5种融资模式
解释变量	公司治理指数	CGI	由10个变量代表公司治理的四个维度,使用主成分分析法计算得出
控制变量	市值账面比	MB	(总资产-账面权益+市场权益)/总资产
	国有股比例	SHSR	国有股股数/总股数
	资产负债率	Leverage	期末负债总额/期末资产总额
	经营杠杆系数	DOL	息税前利润变动率/营业收入总额变动率
	资产实物性	Tangibility	(长期资产-无形资产)/总资产
	公司规模	Size	Ln(期末总资产)
	公司年龄	Age	Ln(公司成立年数)
	行业	Industry	虚拟变量,按证监会行业分类标准进行划分
	年度	Year	设置为两个年度虚拟变量

(三)模型构建

由前文提出的研究假设及以上变量的设定,本文构建了如下研究模型:

模型(1),Logit与Probit多元回归,对应假设1:

$$\text{Logit}/\text{Probit}(FME=0,1)=\alpha+\beta_1\text{CGI}_{it}+\beta_2\text{MB}_{it}+\beta_3\text{SHSR}_{it}+\beta_4\text{Leverage}_{it}+\beta_5\text{DOL}_{it}+\beta_6\text{Tangibility}_{it}+\beta_7\text{Size}_{it}+\beta_8\text{Age}_{it}+\beta_9\text{Year}+\beta_{10}\text{Industry}+\varepsilon$$

模型(2),多项Logit回归,对应假设2:

$$\text{Mlogit}(FM=1,2,3,4,5)=\alpha+\beta_1\text{CGI}_{it}+\beta_2\text{MB}_{it}+\beta_3\text{SHSR}_{it}+\beta_4\text{Leverage}_{it}+\beta_5\text{DOL}_{it}+\beta_6\text{Tangibility}_{it}+\beta_9\text{Year}+\beta_{10}\text{Industry}+\varepsilon$$

五、实证分析

(一)描述性统计

由表2的描述性统计结果可知:在5931个研究样本中,融资决策有效性的平均值为0.8902377,标准差为0.3126196,中位数为1,说明大多数上市公司的融资决策较为有效,但其标准差较大,表明各上市公司间的融资决策有效性是存在差距的。相比之下,公司治理指数的最大值为2.566752,最小值为-2.107482,均值为0.000000315,其标准差更大,达到0.6612676,故认为上市公司的整体公司治理有效性偏低,各上市公司间的公司治理有效性存在较大差距。

表2 各变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
FME	5931	0.8902377	0.3126196	1	1	0
CGI	5931	0.000000315	0.6612676	-0.010663	2.566752	-2.107482
MB	5931	1.845072	4.175158	1.445008	259.1459	0.6837136
SHSR	5931	0.0481769	0.1391288	0	0.8470977	0
Leverage	5931	0.4342465	0.2212694	0.436592	1.094212	0.0070799
DOL	5931	2.687057	105.646	1.325404	8123.917	-342.7694
Tangibility	5931	0.3684658	0.2014094	0.3425523	0.991243	-0.003846
Size	5931	21.90199	1.274492	21.72342	28.48203	15.57726
Age	5931	1.809985	0.999537	2.197225	3.135494	0

(二)Logit与Probit多元回归分析

表3的Logit、Probit多元回归是采用混合数据(pooled)与面板数据(panel)分别进行回归的结果。其中,混合数据Logit、Probit回归均添加了稳健标准误,以提高模型的有效性。

表3 公司治理对上市公司融资决策有效性影响的Logit与Probit多元回归结果

变量	Logit回归		Probit回归	
	pooled	panel	pooled	panel
CGI	0.60149059*** (7.13)	0.97454694*** (5.3)	0.31748556*** (7.13)	0.52678595*** (5.21)
MB	-0.02700193*** (-5.47)	-0.04702868*** (-3.05)	-0.01467393*** (-4.26)	-0.02608454*** (-2.96)
SHSR	0.66623764** (1.96)	1.8395121*** (2.68)	0.39503204** (2.24)	0.97155625*** (2.6)
Leverage	-1.1119961*** (-3.93)	-1.7655424*** (-3.1)	-0.44989529*** (-3)	-0.93494843*** (-2.99)
DOL	1.6393426*** (8.99)	2.6483753*** (15.53)	0.6551124*** (8.12)	1.2516792*** (16.14)
Tangibility	-2.3979399*** (-10.16)	-4.6439555*** (-8.69)	-1.2203103*** (-9.56)	-2.532003*** (-8.65)
Size	-0.61551157*** (-12.34)	-0.99383909*** (-9.26)	-0.34116374*** (-12.84)	-0.53804593*** (-9.15)
Age	-0.13485355** (-2.14)	-0.353602** (-2.5)	-0.07472736** (-2.36)	-0.20731767*** (-2.66)
_cons	15.573852*** (14.51)	25.97107*** (11.19)	8.8438984*** (16.06)	14.406363*** (11.33)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
Wald chi2(8)	523.65***	289.27***	454.67***	303.46***
Log likelihood	-1469.3844	-1321.6468	-1510.0854	-1344.1617
Pseudo R ²	0.2840	-	0.2642	-
Number of obs	5931	5931	5931	5931

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。下同。

通过检验,模型中最大的方差膨胀因子vif值为9.80,小于10,故认为模型中不存在严重的多重共线性问题。另外,

□ 改革·发展

LR 检验结果 p 值=0.000, 应强烈拒绝原假设, 认为面板随机效应模型更有效, 而不是混合回归模型。同时, 为保证研究的稳健性, 经过试算, 随机效应面板 Logit 模型在 36 个点上进行数值积分, 以确保系数估计值的相对差距不超过 10^{-4} ; 同理, 随机效应面板 probit 模型在 28 个点上进行数值积分, 以确保系数估计值的相对差距不超过 10^{-4} 。

表 3 中, 虽然 Logit 与 Probit 回归、混合数据与面板数据回归之间的结果存在较大差异, 但在以上各个模型中, 公司治理指数对上市公司融资决策有效性均具有显著的正向影响。其中, 在随机效应面板 Logit 回归中, 公司治理指数的系数为 0.97454694, 显著性水平达到 1%, 说明公司治理有效性的提升将有助于企业有效地进行融资决策, 由此验证了假设 1。类似地, 国有股比例、经营杠杆分别与企业融资决策有效性具有显著的正相关性, 而市值账面比、资产负债率、资产实物性、公司规模、公司年龄等均与企业融资决策有效性显著负相关。

为了进一步研究与验证公司治理对企业融资决策有效性的影响, 并使上述模型与 OLS 估计的回归系数具有可比性, 表 4 列出了 Logit 模型与 Probit 模型的平均边际效应。

表 4 公司治理对上市公司融资决策有效性影响的 Logit 与 Probit 模型的平均边际效应

变量	Logit 回归		Probit 回归	
	pooled	panel	pooled	panel
CGI	0.0424887*** (7.07)	0.9745469*** (5.3)	0.044862*** (7.19)	0.526786*** (5.21)
MB	-0.0019074*** (-5.45)	-0.0470287*** (-3.05)	-0.00207*** (-4.27)	-0.02608*** (-2.96)
SHSR	0.0470624* (1.95)	1.839512*** (2.68)	0.05582** (2.23)	0.971556*** (2.6)
Leverage	-0.0785503*** (-4)	-1.765542*** (-3.1)	-0.06357*** (-3.04)	-0.93495*** (-2.99)
DOL	0.1158016*** (10.99)	2.648375*** (15.53)	0.09257*** (9.45)	1.251679*** (16.14)
Tangibility	-0.1693882*** (-10.64)	-4.643956*** (-8.69)	-0.17244*** (-10.01)	-2.532*** (-8.65)
Size	-0.0434791*** (-11.52)	-0.9938391*** (-9.26)	-0.04821*** (-12.86)	-0.53805*** (-9.15)
Age	-0.0095259** (-2.11)	-0.353602** (-2.5)	-0.01056** (-2.34)	-0.20732*** (-2.66)
Number of obs	5931	5931	5931	5931

由表 4 发现: 在各个模型中, 公司治理与上市公司融资决策有效性均呈现正向的影响关系。以面板 Logit 回归随机效应模型为例, 此回归中公司治理指数的系数为 0.9745469, 显著性达到 1%。由此, 进一步验证了假设 1, 说明公司治理指数每提高 1%, 企业融资决策有效性将提升约 0.9745%, 近于 1 比

1 的成效。另外, 国有股比例、经营杠杆对企业融资决策有效性的正向影响也是显著的; 而除公司年龄外, 市值账面比、资产负债率、资产实物性、公司规模对企业融资决策有效性的负向影响也均达到 1% 的显著性水平。

表 5 是以缩资融资模式为基准的多项 Logit 回归, 为了提高此多项 Logit 回归模型的有效性, 剔除了公司规模、公司年龄这两个特殊的控制变量的影响(公司规模的方差膨胀因子 vif 值最大, 而公司年龄则属于较为间接的时间影响因素)。其中, 该模型的 LR $\chi^2(24)=1469.85$, $Prob > \chi^2=0.0000$, Pseudo $R^2=0.0793$, $\text{Log likelihood}=-8531.4089$ 。

表 5 公司治理对上市公司融资模式影响的多项 Logit 回归结果

变量	Internal Financing	Equity Issue	Debt Issue	Dual
CGI	0.17121466*** (2.66)	0.70863023*** (10.18)	0.42167234*** (6.07)	0.73699571*** (9.19)
MB	-0.34655106*** (-8.92)	0.001787 (0.26)	-0.58763723*** (-9.65)	-0.03513 (-0.97)
SHSR	0.78559327** (2.28)	1.7066576*** (4.82)	-0.9391561** (-2.38)	1.6509787*** (4.42)
Leverage	-0.37898553* (-1.92)	-2.6331648*** (-11.93)	2.9089211*** (13.01)	1.3232442*** (5.33)
DOL	-0.00253 (-0.49)	-0.0022 (-0.32)	-0.00054 (-0.67)	-0.00215 (-0.31)
Tangibility	-1.4966852*** (-7.26)	-1.5741869*** (-6.81)	-0.73044695*** (-3.39)	-0.80062193*** (-3.15)
_cons	1.8941122*** (13.34)	1.7438337*** (14.32)	0.111784 (0.61)	-0.72616738*** (-4.1)

由表 5 的回归结果可知: 与缩资融资模式相比, 双重融资模式的公司治理有效性最高, 较之高出 0.73699571 个单位; 其次是单独股权融资, 高出其 0.70863023 个单位; 然后是单独债务融资, 高出其 0.42167234 个单位; 最后才是内源融资, 只高出其 0.17121466 个单位。这进一步说明了与缩资模式相比, 按照双重融资、单独股权融资、单独债务融资、内源融资的融资模式顺序, 公司治理有效性对企业融资决策的影响将依次递减, 由此验证了假设 2。

另外, 在 5931 个样本总体中, 采用内源融资的上市公司数最多, 达到 1732 家, 占比达 29.20%; 采用单独股权融资的公司为 1297 家, 占比 21.87%; 采用单独债务融资的有 1249 家, 占比 21.06%; 缩资上市公司 1009 家, 占比 17.01%; 最后, 采用双重融资的上市公司只有 644 家, 占比 10.86%。此统计结果与前文总结的多数学者的研究结论基本相符, 说明我国上市公司仍较多地采用内源融资模式, 也偏好于股权融资, 其次是债务融资, 较少采用双重融资模式。

(三) 稳健性检验

首先, 对连续性变量按首尾 1% 进行 winsorize 极端值缩

尾处理后,其混合数据、面板数据 Logit 与 Probit 回归的结果与前文中实证研究得到的结果基本一致。其次,将公司治理对上市公司融资决策有效性影响的 Logit 与 Probit 模型的样本均值边际效应与前文中平均边际效应进行比较,发现并无较大差异,本质上仍支持假设 1。最后,运用多项 Probit 回归,与前文中多项 Logit 回归的结果相比较,也无较大差异,实证结果仍支持假设 2。

六、结论与建议

由前文的实证研究可知:①公司治理对企业融资决策有效性具有显著的正向影响,即公司治理水平越高,其融资决策对企业越有利。②在各融资模式的选择中,与缩资模式相比,分别采用双重融资、单独股权融资、单独债务融资、内源融资模式的企业,其公司治理有效性水平将依次递减。③各模型中国有股比例与企业融资决策有效性均在不同显著性水平上呈现不同程度的正相关性,且其正相关系数与显著性水平按股权融资、双重融资、内源融资的顺序依次递减,但债务融资系数为负。究其原因,可能是公司治理通过影响企业的融资决策行为进而影响其融资成本。融资模式选择的统计结果与目前多数学者对我国企业融资现状的总结基本相符,且由于各企业融资目标存在明显差异,其公司治理情况是存在较大差异的。采用内源融资的企业,其公司治理有效性水平较低的原因可能是企业代理成本将更高,也更容易出现较为严重的公司治理漏洞。国有股比例作为公司治理结构中股权制衡的重要组成部分,对企业经营管理决策起到制约作用,从而使企业的管理机制得到进一步完善,在一定程度上有助于企业融资决策有效性的提升。

基于前文的分析结论,提出如下整改建议:①公司治理与企业融资决策有效性密切相关,通过提升公司治理的有效性可以相应提升企业融资决策的有效性,故必须进一步建立与完善公司治理机制。②在保持与提高双重融资、股权融资与债务融资企业公司治理水平的基础上,应进一步提高内源融资企业的公司治理水平,同时,还应将缩资企业的公司治理问题作为企业与监管部门的重点关注对象。③企业应适当地提高国有股比例,以发挥其在股权结构中的制衡作用,增强相关监管机制的软约束力,重点是相应地提高缩资企业与债务融资企业的国有股比例。④由于市场资源配置具有一定的风险性,故企业还应关注其在融资决策与融资模式选择中存在的财务风险问题,除内源融资企业对财务风险反应的弹性较小外,股权融资、缩资企业,特别是债务融资、双重融资企业将面临较大的财务风险。⑤政府机构、证监会等相关监管部门应进一步完善企业的整体公司治理规范,增强企业对自身公司治理规范、具体实施情况及相关治理问题进行披露的意识,推进企业公司治理机制的改善。

主要参考文献:

- 屈宏志.基于 Tobit 回归的融资决策影响因素分析[J].经济问题,2012(4).
- 姜继娇,杨乃定.基于行为金融的企业融资决策研究[J].管理评论,2005(11).
- 易露霞,岳凯,胡袁载.基于过度自信的企业融资决策分析[J].统计与决策,2011(17).
- 刘端,陈收.上市公司权益与负债双重融资决策实证研究[J].管理科学学报,2009(1).
- A. Hovakimian et al.. Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues[J]. Journal of Financial Economics,2004(71).
- Tijs De Bie, Leo De Haan. Market Timing and Capital Structure:Evidence for Dutch Firms[J]. De Economist,2007(2).
- W. Drobetz et al.. Capital structure decisions of globally-listed shipping companies[J]. Transportation Research Part E, 2013(52).
- Ali AlNodel, Khaled Hussainey. Corporate governance and financing decisions by Saudi companies [J]. Journal of Modern Accounting and Auditing,2010(8).
- Andrei, Dan, Petre. Financing decision and corporate governance [J]. International Conference Modern Approaches in Organizational Management and Economy,2011(1).
- P. Jiraporn et al.. Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS) [J]. International Review of Economics and Finance,2012(22).
- 姚立杰,罗玫,夏冬林.公司治理与银行借款融资[J].会计研究,2010(8).
- 钱先航.自主性治理与股权融资成本——基于公司治理自查报告的实证分析[J].经济管理,2010(2).
- 冉光圭.中国上市公司融资结构与公司治理绩效的实证研究[J].企业经济,2011(5).
- 张宝生,石雅芳.我国上市公司股权结构对其融资决策影响实证分析[J].现代经济,2007(2).
- 柴晓星.影响我国上市公司融资决策的因素分析[J].太原大学学报,2010(1).
- 马健,刘志新,张力健.双重异质信念下中国上市公司融资决策研究[J].中国管理科学,2012(20).
- 林伟.中国上市公司融资结构及行为分析[J].中央财经大学学报,2006(4).
- 作者单位:桂林电子科技大学商学院,广西桂林 541004