

中国民营上市公司债务结构与经营绩效的相关性研究

浙江大学经济学院 江乾坤 宋玉华

[摘要] 本文选取民企中的A股与板块上市公司为样本并进行相关回归分析。总体上,银行贷款、商业信用有利于提高大型企业的经营绩效,但是不利于中小企业的成长;职工、政府等利益相关者负债也促进了企业发展;但企业规模大小对于改善公司业绩不明显。

[关键词] 民营企业,债务结构,经营绩效

在现代资本结构理论中,债务融资一直是被视为一个整体概念。实际上,债务融资方式千变万化,它们包括银行贷款、公司债券*、商业信用、自然融资**等。债务融资工具及比例选择是否合理直接关系到企业经营绩效的好坏。此外,在20余年的改革进程中,民营经济逐步得到了壮大,“国退民进”的战略举措使它成为中国经济的新希望,研究民营上市公司无疑具有现实意义。

一、债务融资理论与民营上市公司

(一) 债务工具的不同融资功能

1、银行贷款。它的关键优势来源于银行监督与重新谈判的能力:银行能够减少信息处理的费用;银行能够降低监管企业的费用;银行可以通过授信额度或对小企业进行阶段融资、创业投资而提供独特性服务。Rajan & Zingales(1998)指出,银行贷款对于发展中国家更为重要,这些国家存在大量的中小企业,它们的异质(idiosyncratic)信息很难标准化后传递给资本市场。但是,一旦项目开始运营,银行就拥有了针对企业利润的谈判力(即抽租行为),从而产生信息垄断或套牢问题,大型企业可能因此而分散融资。需要注意的是,上述理论都是建立在商业银行高度市场化运作的前提下。

2、商业信用。它实质上就是商品的赊购,是银行信用的有效补充。它的融资比较优势在于:企业可以得到信息获取优势或监督比较优势、对客户控制力优势和财产挽回优势(Petersen and Rajan,1997)。另外,按照信贷配给理论,企业不能从银行那里获取充足的资金,只好求助于自己利益共同体中的上下游企业了。商业信用的融资特点是:易获得性、灵活性、成本具有不确定性。但是,在一个市场体制不完善、企业行为不规范的经济环境中,商业信用的过度使用往往会形成企业间的“三角债”、“连环债”等恶果。

3、自然融资。在资产负债表里,企业对职工、股东、政府等利益相关者的资金占用也是企业债务的一个组成部分,恰当地使用它们也会有力地缓解企业的资金短缺问题。虽然它们的比例不是很高,但是企业也不能对它使用过度,一旦企业被传出长期性的拖欠工资等不利消息,容易导致一些灾难性后果。

(二) 民营上市公司

它是指控股股东是民企、自然人或职工持股会的上市公司。对于民营化问题,Meggison & Netter(2001)总结道:(1)民营化的作用取决于市场失灵程度。(2)民企的目标和具体的运营相对清晰,因此它们的效率更高。(3)民营化会减少政府对国有企业的财政补贴,从而显著改善财政状况。(4)民营化有助于产品市场和金融市场的发育。近些年,随着实力的壮大与政府宏观政策的转变,民企的社会形象有了大幅改观。虽然已是上市公司,它们仍然保留着一些特性:(1)家族企业现象。由于担心上市对公司控制权的过度稀释,它们可能更愿意采用债务融资。(2)代理问题。民营上市公司产权单一,控股股东与管理层往往合二为一,由于代理成本较小,它们更倾向于银行债融资。(3)IPO问题。国内上市门槛过高、上市周期过长导致部分民企放弃上市或者在海外上市;在不确定的情况下,原生性***的民企更愿意采用其它渠道解决资金问题,而且,往往是银行为它们主动提供贷款。(4)买壳上市问题。在壳资源交易后对企业实质性重组的放弃或失败,容易导致此类民企的整体业绩水平表现不佳。此外,民企规模的大小也会影响着它们的债务融资选择。通常,A股企业代表着一类大型、发展较为成熟的民企,它们在资本市场已经树立了一定的声誉,银行贷款或者商业信用的融资渠道相对畅通;板块企业则代表着一类中小型、高新技术型的民企,虽然其成长性不错,但是充满不确定性,债务融资方式可能并不适合它们。

公众股股东的制度安排。可以预见,随着公众股民的法律意识日益增强。上市公司中社会公众股对公司治理的影响将会越来越大。

[参考文献]

- [1]陈晓、江东.股权多元化、公司业绩与行业竞争性.经济研究.2000年(8).
- [2]郑德珲、沈华珊.公司治理中的股权结构.中山大学出版社.2002年.
- [3]熊海斌等.股东行为与股东产权.中国城市出版社.2002年.

* 由于它在我国类似于“准国债”,只有大中型国有企业才能享受此殊荣,本文暂不考虑此类融资情况。

** 它是指利用商业信用和应计费用(即费用形成在先,支付在后,例如应交税金、应付租金、应付工资、应付职工福利费等)等原因而自然形成的融资。

*** 它包括:民营经济在地区经济中已处于领跑地位,上市方式以IPO方式为主;民营企业在上市公司壳资源的交易中,主要以需求方而非供给方的身份出现。

二、实证分析

(一)数据的选取。本文选取 118 家具具有原生性的 A 股民营上市公司(简称 A 股企业、大型企业)和 31 家中小企业板块(简称板块企业、中小企业)作为研究对象。相关财务数据来自于中国股票市场研究(CSMAR)数据库和巨潮资讯(<http://www.cninfo.com.cn>)。

(二)描述性统计分析。

1、资产负债率的总体统计(表一)

年度	2000	2001	2002	2003	2004.06.30
中小企业	——	0.5171	0.5424	0.5218	0.4255
A 股企业	0.4297	0.4528	0.5017	0.5312	——

Rajan &Zingales(1995)发现,发达国家上市公司 1990 年代平均资产负债率在 50 - 70 %之间。以此为参照,民企各个年度的平均资产负债率并不高,债务融资仍有潜力可挖。在未上市之前,中小企业的资产负债率都维持在 50 %以上,且在相应年份大于大型企业(2003 年度除外),而上市以后,此比例平均下降了 9.63 %;大型企业的资产负债率比较低,但近几年呈现缓慢上涨的趋势,这从侧面反映了在近些年股市低迷、证券市场监管增强的现实环境下,A 股企业加大债务融资力度的现状。

2、两类民企的比较(表二)

反映的债务关系	财务指标	A 股企业(118)	中小企业板块(31)	
		2003. 12. 31	2003. 12. 31	2004. 06. 30
企业总资产		1808678634. 20	324209074. 99	513232705. 44
流动负债总计		0. 8875	0. 8645	0. 8937
企业 - 银行	短期借款	0. 4463	0. 2894	0. 3188
企业 - 企业	应付票据、应付账款、 预收账款(商业信用)	0. 2537	0. 3816	0. 3826
企业 - 职工	应付工资、应付福利费	0. 0175	0. 0478	0. 04
企业 - 股东	应付股利	0. 0049	0. 0011	0. 0005
企业 - 政府	应交税金、其它应交款	0. 0210	0. 0444	0. 0375
长期负债总计		0. 1124	0. 1355	0. 1063
企业 - 银行	长期借款	0. 0902	0. 1138	0. 0855
企业 - 企业	长期应付款	0. 0086	0. 0004	0. 0003

1、板块企业上市前后的比较:在企业总资产方面,各个公司平均扩大了 1.58 倍,这反映了投资者对这些公司价值的认可;在流动负债方面,银行贷款上升了 2.94 %,这反映出上市的声誉效应是有利于企业银行贷款融资;在长期负债方面,各公司平均下降了 2.92 %,它们几乎都体现为长期借款比例的下降。2、两类企业的同期比较:在企业总资产方面,A 股企业平均是板块企业的 5.58 倍。在流动负债方面,A 股企业平均比板块企业高 2.3 %。其中,银行贷款比例平均高 15.69 %,这印证了中小企业贷款难的现状;商业信用比例平均低 12.79 %,这反映了中小企业对自然融资渠道的较多使用;在企业与职工或政府之间的债务比例上,A 股企业平均比板块企业低 3.03 %、2.34 %,这从侧面反映了中小企业更易于拖欠工资与税收的现状。在长期负债方面,A 股企业反而比板块企业平均低 2.31 %,主要体现在银行贷款比例上。通常,大型企业易与银行建立长期的借贷关系,其长期负债比例应该更高才对。但是,为了节省利息成本,它们更多地选择了短期借款融资。

(三)回归结果。债务融资工具的选择实际上是所有者(控股股东)、管理层与债权人的一个三方博弈过程,可用三个经济绩效指标来衡量彼此利益:1、总资产收益率(ROA),它反映了全部资源投入对于公司发展的贡献;由它可衡量出各个债权人在公司成长中的作用。2、净资产收益率(ROE),它反映了公司的净资产状况或者所有者权益;公司的融资决策通常都由控股股东参与决定的,选择何种债务融资工具直接影响着所有者的切身利益。3、主营业务利润率(MBP),它反映了公司整体竞争水平,只有主营业务收入突出,公司才能在竞争中占有优势;它也体现了公司管理层的经营业绩。因此,我们建立以下的回归方程:

公司绩效指标 = $\alpha_0 + \beta_1$ 短期借款比例 + β_2 商业信用比例 + β_3 应付工资、福利费合计比例 + β_4 应付股利比例 + β_5 应付税金、其它应付款合计比例 + β_6 长期借款比例 + β_7 长期债券比例 + β_8 长期应付款比例 + β_9 LN 总资产 + 残差项

整个计算过程都是利用 SPSS12.0 完成,最后得到表三:

	A 股企业			中小板块企业		
	ROA	ROE	MBP	ROA	ROE	MBP
常数项	- 0.314	- 6.556	0.116	0.437 *	0.240	1.834 **
短期借款比例	0.309 **	0.267 **	0.019	- 0.620 **	- 0.117	0.031
商业信用比例	0.517 ***	0.347 ***	- 0.158	- 0.517	0.068	- 0.486 *

“以人为本”促进经济与社会的协调发展

淮南师范学院 陈宏亮

[摘要] 以人为本是科学发展观的本质与核心,全面落实科学发展观必须重视我国经济发展与社会发展不协调的突出矛盾,充分认识经济发展与社会发展相互协调促进的辩证统一关系,用“以人为本”的理念,促进经济与社会的协调发展。

[关键词] 以人为本,科学发展观,经济与社会,协调发展

在贯彻“三个代表”重要思想,全面建设小康社会的进程中,党中央提出了坚持以人为本,促进全面、协调、可持续发展的科学发展观。以人为本是科学发展观的本质和核心,是以辩证唯物主义和历史唯物主义为指导的马克思主义发展的重点特征。建设有中国特色社会主义,实现全面小康和社会主义的现代化,必须以人的全面发展为目的,坚持以经济建设为中心,更加注重社会各项事业整体进步,努力实现人本理念指导下的经济与社会的协调发展。

一、经济与社会的协调发展是以人为本发展观的根本要求

人类社会的发展经历了一个漫长的历史过程,在不同的发展阶段,客观上存在着发展观上的不同的价值取向。以物为本还是以人为本,是两种目标根本不同的发展观和价值观。以物为本即以物为中心,其特点是片面强调经济增长,把发展过程单纯地归结为物质财富的增加过程,忽视甚至在某种程度上牺牲人在社会中对经济、政治、文化等各种需求的全面满足。以人为本即以人中心,是科学的新的发展观的本质特点,它强调通过物的发展满足人的多方面的社会需要,实现人与社会的全面发展。

毋庸置疑,不论哪种价值取向的发展观,都是以经济的增长和财富的增加为条件的。两者的区别在于以物为中心的发展观,把经济增长和财富增加作为发展的唯一目标;而以人中心的发展观,则把社会的全面进步和人的全面发展作为发展的根本目标,而经济增长和财富的增加不过是达到这一目标的基本手段。

社会主义社会是一种崭新的社会形态,是共产主义的低级阶段。马克思所设想的社会全面进步和人的

职工负债比例	0.097	0.046	0.279 ***	0.298	- 0.013	0.263 *
股东负债比例	0.043	0.012	- 0.015	0.057	- 0.048	- 0.053
政府负债比例	0.180 *	0.160	0.333 ***	0.093	- 0.015	0.251
长期借款比例	0.374 ***	0.255 **	0.119	- 0.385	- 0.228	- 0.115
长期债券比例	0.133	0.064	0.050	0	0	0
长期应付款比例	0.204 **	0.140	0.181 **	0.011	0.098	0.237
总资产自然对数	0.011	0.079	0.024	- 0.187	- 0.047	- 0.255 *

标注: *、**、*** 分别表示 5% - 10%、1% - 5%、0 - 1% 的显著性。

(1) 总体来看,银行贷款促进了大型企业业绩的提高,如短期、长期借款比例系数在回归中对 ROA、ROE 均显著性地呈现正值;但是,它不利于中小企业的发展,如短期借款比例系数在回归中对 ROA 呈现负值。

(2) 大体上,商业信用也是促进了大型企业的成长,且它的作用比银行贷款更大一些,如它对 ROA、ROE 也显著性地呈现正值,且它的系数比短期、长期借款系数均大一些;但是,它不利于中小企业核心竞争力的培养,如它对 MBP 呈现负值。

(3) 利益相关者对公司业绩的提高也有积极作用。从回归中可以看出,政府对大型、中小企业、职工对中小企业都起到了正面效果。

(4) 企业规模在回归中几乎不具有显著性,除了对中小企业的 MBP 呈现弱的负值外,这说明做大未必能做强,企业更应该注重做强再做大的道理。

三 相关建议

通过以上分析,我们提出如下建议:1、对大型企业来说,银行贷款与商业信用等债务融资工具是它们很好的融资工具,尤其要充分发挥商业信用、长期贷款的融资潜力;2、对中小企业来说,债务融资工具的使用要慎重,要想方设法激活它们积极作用,并净化彼此间的商业信用环境;3、企业债券在样本中几乎都不存在,这显然是与我国的金融政策密切相关,如何发挥它的融资功能,这值得我们深思;4、职工、政府等利益相关者也促进了民企的成长,但这些自然融资方式不能使用过度;5、对所有民企来说,盲目扩张企业规模不是明智之举。

[参考文献]

[1] Megginson, William, and Jeffry Netter, 2001, From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization, Journal of Economic Literature

[2] Petersen, Mitchell, and Raghuram Rajan, 1997, Trade credit: Theories and Evidence, Review of Financial Studies

[3] Rajan, R. and Zingales, L., 1995, What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data, Journal of Finance

[4] Rajan, R. and Zingales, L., 1998, Financial dependence and growth, the American Economic Review