

金融生态环境、公司治理与债务成本

陈丹临 王怀明

内容提要 本文以2010—2013年A股上市公司为样本,分析了金融生态环境和公司治理结构对公司债务成本的影响。研究表明,股权制衡度、董事会独立性、高管股权激励水平与公司的债务成本均呈负相关关系;相对于金融生态环境较差地区,在金融生态环境较好地区,公司治理对债务成本的控制作用更为明显。

关键词 金融生态环境 股权制衡度 董事会独立性 高管激励 债务成本

陈丹临,南京农业大学金融学院博士 210095

王怀明,南京农业大学金融学院、江苏农村金融发展研究中心教授 210095

一、引言

资本是企业的血液,现代公司获取资本的方式有权益融资与债务融资两种。西方优序融资理论表明,相对于权益融资而言,债务融资具有资本成本低的优势,所以债务融资是公司再融资的首选方式。但我国上市公司却普遍存在权益融资偏好的现象,这与我国债务融资成本较高有很大关系(黄少安,2001;陆正飞,2004)。高债务成本不仅会增加企业的利息负担、影响企业的盈利水平,而且会降低企业的融资能力、影响公司正常的经营与投资活动。因而,研究如何降低债务成本具有十分重要的现实意义。

西方财务理论研究表明,高债务融资成本产生的内在原因是债权人为了维护自身权益而寻求保护机制来降低债权代理成本,公司治理作为调节各方利益关系的有效工具,在降低代理成本的目标上也有较大作用。良好的公司治理结构不仅能有效降低管理层和股东、债权人之间的代理成本,也能缓解股东与债权人之间的代理问题,从而达到降低债务成本的目的。

本文拟利用2010—2013年A股上市公司样本数据,分析金融生态环境和公司治理结构对公司债务成本的影响,旨在探寻降低公司债务成本的关键影响因素。

本文为国家自然科学基金项目(项目编号:71173108)阶段性成果。

二、理论分析与研究假设

设计公司治理结构的目的是降低代理成本,根据Jensen and Meckling(1976)的理论,债权人主要面临两种类型的代理成本:一是为了解决管理层和债权人之间的冲突而产生的代理成本;另一种是为了缓解股东与债权人的矛盾而带来的代理成本。

债务人和债权人双方作为市场主体构成了金融生态环境的核心(谢德仁等,2007)。金融生态环境涵盖了政治、经济、文化、法律等多个方面,上市公司的发展依存于它所在地区的金融生态环境,外部环境对公司治理有着内生性的影响,对公司债务融资成本也具有决定性影响力。李扬等学者(2009)从经济基础、地方金融发展、诚信文化、法治环境、地方政府公共服务等九个方面出发,对中国各地区金融生态环境做了综合分析,计算出各地区金融生态环境指数的得分。本文将采用这一指数来描述各地区的金融生态环境,进而分析金融生态环境与债务成本之间的关系。

金融生态环境好的地区,公司治理结构相对完善,能有效缓和债权人与管理层、股东之间的矛盾,从而降低债权代理成本。而金融生态环境差的地区,政府以及市场环境对公司发展的制约更多,这使得公司治理结构存在先天缺陷,这种缺陷会导致较高的债务成本。据此我们认为,相比金融生态环境差的地区,在金融生态环境好的地区,公司治理结构对债务成本的影响更明显,即处于金融生态环境较好地区的公司治理结构能显著降低债务成本。

良好的公司治理结构能缓和债权人所面临的两种代理冲突,降低债务成本。公司治理结构主要包括股权结构、董事会结构和管理层结构。股权结构作为治理结构的一种,其目的是为了降低股东与债权人、管理层之间的代理成本,通常用股权制衡度来衡量上市公司的股权结构。公司的股权制衡水平越高,说明公司股权较为分散,大股东对公司的控制力度也相对较弱,就能有效避免发生大股东侵占债权人利益的经营行为,从而降低了债权代理成本。

金融生态环境的差异对上市公司的股权结构有着内源性影响,在金融生态环境较好的地区,法律制度、经济运行等各种外部环境较为完善,上市公司的股权结构不仅是为了满足相关部门监管的要求,更被作为一种公司治理的有效手段被普遍应用。因此我们认为,金融生态环境较好地区的股权结构对债务成本的影响要强于金融生态环境较差地区。

董事会结构旨在对公司管理层进行监督,减少管理层不科学的投资或是特权消费而带来的股东以及债权人利益的损失。通常采用董事会独立性来衡量董事会的结构。董事会成员如果均为公司内部管理人员,他们的行为目标可能会为了达到股东利益最大化,而侵犯债权人利益。因此董事会中需要独立董事的存在,来对内部董事形成制衡,保障债权人利益。因此,董事会的独立性越高,越能发挥监督职能,达到降低债权人代理成本的目的。金融生态环境的不同使得独立董事制度的有效性也存在差异。相对于金融生态环境差的地区,处于金融生态环境较好地区的公司,独立董事的治理职能会得到更好的发挥。因此我们认为,处于金融生态环境较好地区的董事会结构对债务成本的影响要强于金融生态环境差的地区。

根据上述理论分析,提出本文的研究假说如下:

H1:上市公司股权制衡度与债务成本呈负相关关系,在金融生态环境好的地区股权制衡度对债务成本的控制作用更为明显。

H2:上市公司董事独立性与债务成本呈负相关关系,在金融生态环境好的地区董事独立性对债务成本的控制作用更为明显。

H3:上市公司高管持股比例与债务成本呈负相关关系,在金融生态环境好的地区高管持股比例

对债务成本的控制作用更为明显。

三、实证分析

1. 样本数据来源

本研究选取2010年至2013年沪深两市全部A股上市公司为样本,按照以下标准进行样本筛选:(1)剔除金融上市公司;(2)剔除ST和PT公司;(3)剔除信息不全的样本(只要有一个统计指标信息缺失,即剔除该样本)。数据来源于Wind数据库和CSMAR数据库,经整理最终得到4192个观测样本。

2. 变量选择及定义

表1 变量定义

变量类型	变量名称及符号	变量定义
被解释变量	债务成本DCOST	利息支出/长期负债与短期负债均值
	解释变量	
控制变量	股权制衡度Z2	前十大股东持股比例
	董事会独立性IND	独立董事/董事会总人数
	高管持股比例GC	董监高、经理层持股总数/总股本
	公司规模SIZE	公司总资产的自然对数
	资产负债率LEV	公司负债总额/资产总额
	盈利能力ROA	净利润/平均资产总额
	贷款基准利率PRIME	央行规定的1-3年期银行贷款利率作为相应年度的基准利率
	债务结构DSTR	银行贷款/总负债

表1列出了本研究涉及的被解释变量、解释变量以及控制变量,具体变量定义如下:

(1)被解释变量为债务成本(DCOST),对它的计算我们参考Pittman和Fortin(2004)、蒋琰(2009)的方法,用利息总支出与长短期负债总额均值的比值来表示债务成本。其中,短期负债用资产负债表中的短期借款表示,长期负债包括长期借款、应付债券和长期应付款。用此方法计算的债务融资成本可能存在噪声(Pittman和Fortin,2004),我们采用Winsorize方法对小于1%分位数和大于99%分位数的变量数据进行缩尾处理。

(2)解释变量包括:股权制衡度(Z_2)用前十大股东持股比例表示;董事会独立性(IND)用独立董事占董事会规模的比值表示;高管持股比例(GC)用管理层持股数与总股本的比值表示。

(3)控制变量:在验证公司治理结构和债务成本之间关系的过程中,除了假说中涉及的主要解释变量,我们借鉴相关学者的研究(Sengupta,1998;Bhojraj和Sengupta,2003;崔伟,2008;蒋琰,2009;),选用下列控制变量:公司规模(SIZE)、资产负债率(LEV)、公司盈利能力(ROA)、央行贷款基准利率(PRIME)和公司债务结构(DSTR)。

公司规模(SIZE)越大,说明公司的偿债能力越强,违约风险越低,相应的债务成本也越低,用公司总资产的自然对数表示;资产负债率(LEV)在一定程度上也反映了公司的偿债能力,负债率越高公司的违约风险可能也较高,此时债权人为了维护自身权益更倾向于高债务成本的庇护,用总负债与总资产的比率表示;盈利能力(ROA)与公司的偿债能力呈正比,因而较高的盈利能力使得债权人的资本更有保障,从而债务成本更低,用资产收益率表示;公司债务结构(DSTR)对债务成本有不同的影响,银行贷款相对于商业票据,它的成本会更高,该指标用银行贷款占总负债的比率表示;央行贷款基准利率(PRIME)越高,债务成本也越高,采用央行规定的1-3年期银行贷款利率作为相应年度的基准利率。

对金融生态环境的划分我们以李扬等(2009)编制的金融生态环境指数(FENV)为依据,该指数是对中国各地区金融生态环境的评估结果,它的值介于0和1之间,指数越接近1,表示金融生态环境越好。将样本上市公司金融生态环境指数以均值为界,分为低于或高于均值两组,高于均值的一组表示金融生态环境较好地区的上市公司,取值为1;低于均值的一组表示金融生态环境较差地区的上市公

司,取值为0。

3. 模型设定

为了检验本文提出的研究假设,我们设置如下回归模型:

$$DCOST = \alpha_0 + \alpha_1 Z_2 + \alpha_2 IND + \alpha_3 GC + \sum_{i=4}^9 \alpha_i CONTROL_VARS + \varepsilon \quad \text{模型(1)}$$

4. 变量描述性统计

(1) 变量描述性分析

表2 变量描述性统计

变量	均值		标准差		最小值		最大值	
	FENV=1	FENV=0	FENV=1	FENV=0	FENV=1	FENV=0	FENV=1	FENV=0
N	1894	2298	1894	2298	1894	2298	1894	2298
DCOST	0.0610	0.0613	0.0835	0.3633	-0.60	-10.74	1.18	8.98
Z2	57.2082	53.2894	16.9978	16.0333	11.19	3.59	98.17	93.36
IND	0.3696	0.3712	0.055	0.0577	0.2	0.13	0.8	0.71
GC	0.0984	0.0562	0.2313	0.1746	0	0	1.41	1.36
SIZE	22.3588	22.0982	1.4182	1.2270	18.95	18.59	28.48	26.21
LEV	51.6527	51.5374	18.4085	18.2078	4.67	1.49	94.78	98.81
ROA	6.9394	6.9323	4.3051	4.7962	0.21	-0.35	38.70	46.18
PRIME	6.2596	6.2570	0.2978	0.2996	5.85	5.85	6.65	6.65
DSTR	0.3740	0.4146	0.2156	0.2151	0	0	2.42	0.97

(数据来源:根据Wind数据库、CSMAR数据库数据整理得到)

变量描述性分析结果如表2所示,FENV=1表示金融生态环境较好地区,FENV=0表示金融生态环境较差地区;表3为变量的均值检验结果,这里采用独立样本t检验,目的在于分析不同金融生态环境下各个变量均值的统计意义。

从表3可以看出债务成本(DCOST)的均值通过t检验,说明两种金融生态环境下债务成本存在差异,这种差异可能是由于上市公司内部治理结构不同而造成的。从表2债务成本的均值(0.0610;0.0613)可以看出金融生态环境较差地区债务成本较高,并且样本上市公司的债务成本分布落差较大,从标准差(0.0835;0.3633)可以判断出极端值应是个别情况,后续分析将采用Winsorize方法进行缩尾处理,减小误差。根据债务成本的描述性统计结果,我们可以初步断定金融生态环境会影响公司的债务成本,金融生态环境较好地区的债务成本更低。

股权制衡度(Z₂)也通过均值显著性检验,从表2数据可以得知金融生态环境较好地区的股权制衡度(57.2082)要高于金融生态环境较差地区的股权制衡度(53.2894),这表明金融生态环境对公司股权结构有一定影响,金融生态环境较好地区的股权制衡度也更高。金融生态环境较好地区的董事会独立性(IND)均值略低于金融生态环境较差地区,该变量未通过均值显著性检验,说明不同金融生态环境的董事会独立性均值差异微小,不具有统计意义。金融生态环境较好地区的高管持股比例(GC)均值(0.0984)要高于金融生态环境较差地区(0.0562),且通过均值显著性检验,表明金融生态环境对公司的高管股权激励水平存在显著影响,金融生态环境较好地区的高管股权激励水平要更高。

(2) 相关性分析

表4和表5分别列出了不同金融生态环境下被解释变量与解释变量间的Pearson相关系数分布。从债务成本(DCOST)与公司治理结构的三个指标(Z₂、IND、GC)的相关系数来看,在金融生态环境较

表3 变量均值检验结果

变量	t值	Sig.
DCOST	-4.326*	0.000
Z2	6.503*	0.000
IND	-0.932	0.351
GC	6.721*	0.000
SIZE	6.378*	0.000
LEV	0.203	0.839
ROA	1.453	0.146
PRIME	0.283	0.778
DSTR	-6.075*	0.000

(数据来源:SPSS软件分析得出;*表示在0.05的置信水平下显著;变量均为方差齐次,适合做T检验)

好地区,股权制衡度、董事会独立性、高管持股比例与债务成本分别在1%、5%、1%水平下显著;在金融生态环境较差地区,三者与债务成本的相关系数均未通过显著性检验。这一结果加强了描述统计得出的结论,即公司治理结构与债务成本存在显著相关关系,并且金融生态环境不同,公司治理与债务成本的相关性也随之发生变化。通过不同地区相关性的对比分析可以看出,金融生态环境较好地区的公司治理与债务成本的相关程度要高于金融生态环境较差地区,金融生态环境作为上市公司运行的基础条件,对公司治理结构乃至债务成本有着深刻的影响。

5. 回归分析

将样本分为 FENV=0 和 FENV=1 两组,分别对全样本以及两组样本进行回归,数据分析采用 STATA 软件完成,回归结果如下:

从表 6 第二列全样本的回归结果可以看出,股权制衡度(Z2)对债务成本有较好的控制作用,二者呈负相关关系;从第三列和第四列数

据得知,金融生态环境较好地区的股权制衡度系数(-0.00057)小于金融生态环境较差地区(-0.00052),即在金融生态环境较好地区,股权制衡度对债务成本的控制作用更加明显,假说 H1 得到验证。这说明金融生态环境较好地区上市公司的股权制衡度高于金融生态环境较差地区,而较高的股权制衡度能减少大股东对债权人的利益侵占,债务成本也随之降低。

从全样本回归结果可以看出,董事会独立性(IND)与债务成本的负相关关系在 5%的水平下显著,并且这种相关关系在金融生态环境不同的地区有着明显差异。在金融生态环境较差地区,董事会独立性(IND)对债务成本的影响未通过显著性检验,表明该地区董事会独立性对债务成本的影响甚

表 4 金融生态环境较好地区的变量相关性分析

	DCOST	Z ₂	IND	GC	SIZE	LEV	ROA	PRIME	DSTR
DCOST	1								
Z ₂	-.160**	1							
IND	-.057*	.058*	1						
GC	-.112**	.125**	.035	1					
SIZE	-.068**	.291**	.131**	-.291**	1				
LEV	.092**	-.064**	.054*	-.271**	.438**	1			
ROA	.033	.174**	-.082**	.033	.013	-.313**	1		
PRIME	-.025	-.003	-.001	.012	.027	-.020	-.039	1	
DSTR	.179**	-.045*	.011	.013	-.039	.209**	-.096**	-.030	1

**在 .01 水平(双侧)上显著相关。*在 0.05 水平(双侧)上显著相关。

N=1894

(数据来源:Wind 数据库;CSMAR 数据库;SPSS 软件分析得出。)

表 5 金融生态环境较差地区的变量相关性分析

	DCOST	Z ₂	IND	GC	SIZE	LEV	ROA	PRIME	DSTR
DCOST	1								
Z ₂	-.040	1							
IND	-.023	-.046*	1						
GC	.002	.181**	.008	1					
SIZE	-.003	.244**	.077**	-.156**	1	*			
LEV	.095**	-.013	.022	-.241**	.429**	1			
ROA	.005	.199**	-.070**	.077**	.042*	-.267**	1		
PRIME	-.030	.000	.023	.005	.029	-.004	.016	1	
DSTR	.107**	.055**	-.009	.024	.089**	.234**	-.050*	-.038	1

**在 .01 水平(双侧)上显著相关。*在 0.05 水平(双侧)上显著相关。

N=2298

(数据来源:Wind 数据库;CSMAR 数据库;SPSS 软件分析得出。)

表 6 回归结果

变量	系数		
	全样本	FENV=0	FENV=1
Z ₂	-0.0005***(-7.95)	-0.00052***(-5.65)	-0.00057***(-5.97)
IND	-0.034**(-2.31)	-0.02(-0.89)	-0.06**(-2.93)
GC	-0.0323***(-5.45)	-0.0346***(-4.84)	-0.0359***(-2.75)
SIZE	-0.0054***(-6.85)	-0.0045***(-4.09)	-0.0065***(-5.26)
LEV	0.00051*** (6.61)	0.00037*** (3.47)	0.00077*** (6.10)
ROA	0.0018*** (6.09)	0.0017*** (4.53)	0.0020*** (4.26)
PRIME	0.0165** (1.99)	0.0071 (0.60)	0.0212* (1.70)
DSTR	0.0881*** (16.33)	0.0685*** (9.02)	0.1113*** (12.95)
Number of obs	4192	2298	1894
R-squared	0.1601	0.1366	0.1829

(数据来源:STATA 软件分析得出,*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平下显著,括号内为 t 检验值)

微;而在金融生态环境较好地区,董事会独立性与债务成本呈显著负相关,说明董事会独立性越高,公司独立董事对公司运营的监管机制越健全,能有效减少大股东以及经理人对债权人的利益侵占,保障债权人权益,降低公司的债务成本,假说H2也得到验证。

高管持股比例(GC)对债务成本的影响从表6第二列可以看出,二者之间呈显著负相关关系,这表明对高管增加股权激励,能促使其努力工作,减少私利行为,提高公司的盈利能力和偿债能力,保障了债权人的权益,进而降低了公司的债务成本。并且通过比较不同金融生态环境下高管持股比例的回归系数发现,金融生态环境较好地区(-0.0359)的高管持股比例对债务成本的抑制作用要强于金融生态环境较差地区(-0.0346),假说H3得到了验证。

四、结论与启示

本文通过对2010年-2013年间我国A股上市公司的分析发现,公司治理结构对债务成本有一定的抑制作用,并且不同金融生态环境下公司治理结构对债务成本的影响存在显著差异。在金融生态环境好的地区,股权制衡度、董事会独立性以及高管股权激励等公司治理结构特征与公司债务成本均呈负相关关系;在金融生态环境较差地区,公司治理结构对债务成本的影响较小。以上结论表明,完善金融生态环境、增强公司股权制衡度、提高董事会独立性、加强高管股权激励都有助于降低公司的债务成本。

参考文献

1. Jensen and Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 8, 305-360.
2. Hackbarth D, Miao J, Morellec E. Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions. *Journal of Financial Economics*, 2006,82(3),520-550.
3. Qi Y, Roth L, Wald J K. 2010. Political rights and the cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 95(2), 202-215.
4. Pittman A. J. and S. Fortin. 2004. Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, 113-136.
5. Sengupta, P. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, Vol. 73(4), 459-474.
6. Bhojraj, S. and P. Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: the Role of Institutional Investors and the Outside Directors. *The Journal of Business*.
7. 黄少安、张岗:《中国上市公司股权融资偏好分析》,〔北京〕《经济研究》2001年第11期。
8. 陆正飞、叶康涛:《中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?》,〔北京〕《经济研究》2004年第4期。
9. 谢德仁、张高菊:《金融生态环境、负债的治理效应与债务重组:经验证据》,〔北京〕《会计研究》2007年第12期。
10. 李扬等:《中国地区金融生态环境评价》,〔北京〕中国金融出版社2009年版。
11. 魏志华等:《金融生态环境、审计意见与债务融资成本》,〔北京〕《审计研究》2012年第3期。
12. 蒋琰:《权益成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究》,〔北京〕《管理世界》2009年第11期。
13. 崔伟:《公司治理与债务成本——来自深交所A股上市公司的经验证据》,〔北京〕《财会通讯》2008年第1期。

〔责任编辑:天 则〕