

[文章编号]1009-3729(2011)03-0089-04

# 基于我国上市公司的 资本结构对公司绩效影响的实证研究

张彰

(郑州轻工业学院 财务处, 河南 郑州 450002)

**[摘要]**采用平行数据模型的方法,对上海证券交易所348家上市公司2006—2009年的财务数据进行相关性分析,回归结果显示:短期负债率与公司绩效负相关,这说明公司流动负债程度越高,公司盈利能力越差;长期负债率与公司绩效虽呈负相关,但在统计上不显著;总资产负债率对公司绩效存在显著的负面影响,这说明公司负债程度越高,盈利能力越低,也说明盈利能力强的公司很少利用负债融资。此外,流动负债占负债总额的比例为86%,说明我国上市公司主要依靠短期负债融资。

**[关键词]**资本结构;企业绩效;短期负债融资

**[中图分类号]**F275 **[文献标志码]**A

关于资本结构与企业绩效的关系,国外学术界早在1950年代就开始了相关理论研究和实证研究。Modigliani等<sup>[1]</sup>提出了著名的MM理论:在不考虑所得税,且企业经营风险相同而只有资本不同时,企业的资本结构与其市场价值无关。Muradoglu等<sup>[2]</sup>的研究显示,在不同的风险等级中,资本结构对长期累计异常报酬率的影响是不同的:在某些风险等级中,资本结构对长期累计异常报酬率会产生正向影响,而在另外的风险等级中则产生负向影响。Berger等<sup>[3]</sup>以7548家美国商业银行业公司1990—1995年的数据为样本,建立联立方程模型,研究资本结构与公司绩效之间的相互作用关系,结果表明:资本结构对公司绩效会产生显著的正向影响,而公司绩效对资本结构的影响是非线性的。Chathoth等<sup>[4]</sup>以美国餐饮业48家公司1995—2000年的数据为样本,使用共同整合模型研究了环境风险、公司战略和资本结构对公司绩效的影响,结果显示:资本结构与公司绩效呈显著的负相关关系。

Margaritis等<sup>[5]</sup>以法国制造业上市公司2002—2005年的数据为样本,研究了资本结构、股权结构与公司绩效之间的关系,结果表明:资本结构与公司绩效呈显著的正相关关系。

我国学术界对资本结构与公司绩效的研究始于1990年代。张兆国等<sup>[6]</sup>研究发现:资产负债率与公司绩效负相关。贾利军等<sup>[7]</sup>研究发现:资本结构与公司净资产收益率之间存在倒U型关系,资本结构与公司托宾Q值之间呈负相关关系。王凤<sup>[8]</sup>研究发现:资本结构与公司绩效之间有显著相关关系,资本化率与公司绩效呈稳定的显著正相关,而资本借入负债率对公司绩效的影响不稳定。汪旭辉等<sup>[9]</sup>研究发现:长期负债率对公司绩效有着显著的正向影响,总资产负债率对公司绩效存在显著的负向影响。

总之,国内外学界对资本结构与企业绩效的关系进行了大量研究,但至今仍然没有得出一致的结论。本文拟以我国上市公司2006—2009年相关数

**[收稿日期]**2011-01-10

**[作者简介]**张彰(1979—),女,河南省唐河县人,郑州轻工业学院会计师,主要研究方向:财务管理。

据为样本,对我国资本结构与公司绩效之间的关系进行实证研究,从而探讨其相关性。

### 一、模型构建

#### 1. 样本的选择

样本来源于中国经济研究中心数据库,为了保证数据的有效性,对样本公司作如下处理:选择在2000年以前上市的公司,只发行A股的上市公司,在2006—2009年没有ST或者PT,剔除数据缺损的公司,最终满足要求的上市公司共348家。

#### 2. 研究模型

为了实证研究资本结构与公司价值之间的关系,本文使用资产负债率作为资本结构的代理变量,并把资产负债率分解为短期负债率和长期负债率。从国内外的研究成果来看,影响企业绩效因素非常多。为控制和剔除其他影响因素的作用,本文选择的公司规模、成长性、流动性、董事长与总经理两职分离、管理层持股、第一大股东持股、行业等控制变量,建立如下模型(符号说明见表1):

$$ROA_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 LIQU_{i,t} + \beta_5 CD_{i,t} + \beta_6 EXE_{i,t} + \beta_7 TOP_{i,t} + \beta_8 \sum DUMMY + \varepsilon_{i,t}$$

表1 变量说明

| 变量          | 符号    | 定义             |
|-------------|-------|----------------|
| 公司绩效        | ROA   | 净利润/总资产        |
| 资产负债率       | LEV   | 负债/总资产         |
| 短期负债率       | SLEV  | 短期负债/总资产       |
| 长期负债率       | LLEV  | 长期负债/总资产       |
| 公司规模        | SIZE  | LN(总资产)        |
| 成长性         | GROW  | 销售增长率          |
| 流动性         | LIQU  | 流动资产/流动负债      |
| 董事长与总经理两职分离 | CD    | 董事长兼总经理为1,否则为0 |
| 管理层持股       | EXE   | 管理层持股比例        |
| 第一大股东持股     | TOP   | 第一大股东持股比例      |
| 行业哑变量       | DUMMY | 属于某行业为1,否则为0   |

### 二、实证结果与分析

#### 1. 描述性统计

表2显示了样本公司资本结构的变化趋势。可以看出,资产负债是逐年增加的,短期负债率和长期负债率也是逐年增加的。其中,短期负债率占总负债率的86%,这说明我国上市公司主要依赖短期

负债融资。

表3列示了样本公司变量的描述性统计。从表3可知,公司绩效的均值为0.048,即样本公司的净资产收益率平均为4.8%,说明我国上市公司盈利能力较差;资产负债率的均值为0.534,说明在全部资产的构成中,负债超过权益;成长性的均值为0.232,表明样本公司销售收入增长率低;管理层持股比例为0.001,说明我国上市公司管理层持股比例较低;第一大股东持股均值为0.433,最大值为0.856,说明我国上市公司存在一股独大现象。

表2 资本结构变动趋势 %

| 年份   | 资产负债率 | 短期负债率 | 长期负债率 |
|------|-------|-------|-------|
| 2006 | 52.78 | 45.74 | 7.04  |
| 2007 | 52.88 | 45.82 | 7.06  |
| 2008 | 53.06 | 45.94 | 7.12  |
| 2009 | 53.68 | 46.53 | 7.15  |

表3 变量的描述性统计

| 变量   | 最小值    | 最大值    | 平均值    | 标准差    |
|------|--------|--------|--------|--------|
| ROA  | -1.231 | 1.472  | 0.048  | 0.1453 |
| LEV  | 0.028  | 1.542  | 0.534  | 0.1650 |
| SLEV | 0.009  | 1.568  | 0.429  | 0.2910 |
| LLEV | 0.000  | 0.638  | 0.057  | 0.0970 |
| SIZE | 18.853 | 26.325 | 22.478 | 0.8260 |
| GROW | -0.857 | 9.366  | 0.232  | 0.6910 |
| LIQU | 0.072  | 6.761  | 1.327  | 1.6840 |
| CD   | 0.000  | 1.000  | 0.239  | 0.5870 |
| EXE  | 0.000  | 0.153  | 0.001  | 0.0097 |
| TOP  | 0.042  | 0.856  | 0.433  | 0.2010 |

表4为以上变量之间的关系矩阵。由表4可见,公司绩效与短期负债率、总资产负债率和长期负债率为具有负相关关系,与公司规模、成长性、第一大股东持股具有正相关关系。公司绩效与资产负债率与相关控制变量之间的系数在±0.2之间。

#### 2. 多元回归分析

从表5可以看出,短期负债率、总资产负债率的系数在1%水平上显著为负,而长期负债率的系数也为负数,但统计上不显著。实证结果表明,资本结构与公司绩效负相关。这说明公司负债程度越高,公司绩效就越低。至于相关控制变量,公司规模、成长性、董事长与总经理两职分离和第一大股东持股与公司绩效呈正相关关系,而资产流动性与

表4 变量之间的相关系数矩阵

| 变量   | ROA        | SLEV       | LEV        | LLEV      | SIZE       | GROW   | LIQU      | CD       | EXE    | TOP   |
|------|------------|------------|------------|-----------|------------|--------|-----------|----------|--------|-------|
| ROA  | 1.000      |            |            |           |            |        |           |          |        |       |
| SLEV | -0.071 *** | 1.000      |            |           |            |        |           |          |        |       |
| LEV  | -0.056 *** | 0.768 ***  | 1.000      |           |            |        |           |          |        |       |
| LLEV | -0.023     | -0.233 *** | 0.426 ***  | 1.000     |            |        |           |          |        |       |
| SIZE | 0.052 ***  | 0.155 **   | 0.275 ***  | 0.362 *** | 1.000      |        |           |          |        |       |
| GROW | 0.206 ***  | 0.049 ***  | 0.058 ***  | 0.043 **  | 0.042 *    | 1.000  |           |          |        |       |
| LIQU | 0.017      | -0.452 *** | -0.433 *** | -0.041 *  | -0.102 *** | -0.021 | 1.000     |          |        |       |
| CD   | -0.025     | -0.005     | 0.018      | 0.057 *** | -0.031     | -0.039 | -0.042    | 1.000    |        |       |
| EXE  | 0.023      | -0.019     | -0.039 *   | -0.037    | -0.042 *   | 0.009  | 0.023     | 0.004    | 1.000  |       |
| TOP  | 0.079 ***  | -0.173 *** | -0.205 *** | -0.062 ** | 0.125 ***  | 0.031  | 0.081 *** | -0.056 * | -0.026 | 1.000 |

注: \*\*\*, \*\*, \* 分别表示双尾  $t$  检验值在 1%, 5%, 10% 水平上统计显著。

表5 资本结构对公司绩效之影响的多元回归结果

| 变量           | 总资产负债率     |         | 短期负债率      |         | 长期负债率     |         |
|--------------|------------|---------|------------|---------|-----------|---------|
|              | 系数         | $T$ 统计量 | 系数         | $T$ 统计量 | 系数        | $T$ 统计量 |
| 截距           | 0.072 ***  | 16.59   | 0.014 ***  | 5.92    | 0.025 *** | 1.88    |
| SLEV         | -0.096 *** | -14.96  |            |         |           |         |
| LEV          |            |         | -0.035 *** | -5.31   |           |         |
| LLEV         |            |         |            |         | -0.001    | -0.89   |
| SIZE         | 0.024 ***  | 9.82    | 0.013 ***  | 9.27    | 0.012 *** | 9.12    |
| GROW         | 0.002 **   | 2.16    | 0.004 ***  | 6.87    | 0.003 *** | 6.56    |
| LIQU         | -0.003     | -0.23   | 0.003      | 0.56    | 0.003     | 0.63    |
| CD           | 0.326 ***  | 5.41    | 0.338 ***  | 4.69    | 0.329 *** | 5.77    |
| EXE          | 0.005 ***  | 6.79    | 0.004 ***  | 5.47    | 0.003 *** | 3.56    |
| TOP          | 0.038 ***  | 11.36   | 0.056 ***  | 11.37   | 0.052     | 11.83   |
| DUMMY        | 控制         |         | 控制         |         | 控制        |         |
| 判定系数         | 0.612      |         | 0.268      |         | 0.287     |         |
| 调整判定系数       | 0.608      |         | 0.262      |         | 0.284     |         |
| $F$ 统计值      | 85.494     |         | 26.236     |         | 28.786    |         |
| $F$ 检验 $P$ 值 | 0.000      |         | 0.00       |         | 0.000     |         |

注: \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%, 5%, 10% 水平上统计显著。

公司绩效呈负相关,但统计上不显著。

### 三、结语

本文以上海证券交易所 348 家上市公司 2006—2009 年间的财务数据为样本,运用平行数据模型分析了资本结构对公司绩效的影响,将总负债比率分解为短期负债比率、长期负债比率,分别研究了其对公司绩效的不同影响。实证结果表明,短期负债率与公司绩效负相关,这说明公司流动负债程度越高,盈利能力越差;长期负债率与公司绩效虽呈负相关,但在统计上不显著;总资产负债率对公司绩效存在显著的负面影响,这说明公司负债程

度越高,盈利能力越低,也说明盈利能力强的公司很少利用负债融资。此外,流动负债占负债总额的比例为 86%,说明我国上市公司主要依靠短期负债融资。

### [参 考 文 献]

- [1] Modigliani F, Miller M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment [J]. American Economic Review, 1958(58): 261.
- [2] Muradoglu G, Sivaprasad S. Capital structure and firm value: An empirical analysis of abnormal returns [EB/OL]. (2010-10-30) [2011-03-24]. <http://www.do>

cin.com/p-92603394.html.

- [3] Berger A N, Patti E B. Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2006(30): 1065.
- [4] Chathoth P K, Olsen M D. The effect of environment risk, corporate strategy, and capital structure on firm performance: An empirical investigation of restaurant firms [J]. *Hospitality Management*, 2007(26): 502.
- [5] Margaritis D, Psillaki M. Capital structure, equity ownership and firm performance [J]. *Journal of Banking and Fi-*

nance, 2009(8):1.

- [6] 张兆国, 何威风, 梁志刚. 资本结构与公司绩效——来自中国国有上市公司和民营上市公司的经验证据 [J]. *中国软科学*, 2007(12):141.
- [7] 贾利军, 彭明雪. 我国电力行业上市公司资本结构与公司绩效的实证研究 [J]. *企业经济*, 2007(12):153.
- [8] 王凤. 资本结构与公司绩效的相关研究——来自中国旅游公司的经验证据 [J]. *经济管理*, 2007(8):16.
- [9] 汪旭晖, 徐健. 不同成长机会下的上市公司股权结构、资本结构与公司绩效——以 A 股流通服务业为例 [J]. *商业经济与管理*, 2009(7):20.

(上接第 74 页)

进越轨流浪儿童社会支持网络的扩展。(2) 儿童保护机构除了给流浪儿童提供必要的生活资料、安全保障与心理咨询等服务外,更须联合儿童归属地的社会工作者共同构建流浪儿童的社会支持网络。(3) 须加强环境建设,为越轨流浪儿童提供社区支持,重构社区保护性社会支持生态系统。

总的来说,社会支持是人与人之间的亲密关系,是人与人之间的一种社会互动关系。对流浪儿童越轨行为的预防需从家庭、社区和社会多方面出发,形成以越轨流浪儿童为中心,以社会工作者为纽带,家庭、学校、社区、政府多方协同作用的社会支持系统。

#### [参 考 文 献]

- [1] 张立忠. 城市流动儿童的社会融合有其对策 [J]. *南方*

农村, 2007(1):44.

- [2] 张明锁. 流浪少年儿童的救助与回归 [J]. *青年研究*, 2003(3):43.
- [3] 程福财. 我国流浪儿童救助政策:反思与重构 [J]. *华东理工大学学报:社会科学版*, 2009(3):7.
- [4] Cutrona C E, Russell D W. Types of social support and specific stress: Toward a theory of optimal mating [C] // *Social Support: An Interactional View*. New York: John Wiley, 1990:319-366.
- [5] 贺寨平. 国外社会支持网研究综述 [J]. *国外社会科学*, 2001(1):76
- [6] Furman W. The development of children's social networks [C] // *Children's Social Networks and Social Supports*. New York: Wiley, 1989:206.
- [7] 程福财. 流浪儿童主观幸福感的实证研究 [J]. *青年研究*, 2008(3):11.