

文章编号: 1673-3851 (2015) 06-0469-05

公司治理、资产专用性与资本结构

胡旭微,金丽丽

(浙江理工大学经济管理学院,杭州 310018)

摘要: 交易费用经济学理论指出企业的资产专用性程度会影响资本结构决策:资产专用性越高,资本结构中负债的比例就越低。公司内部治理水平会影响股权治理效果进而对资产专用性与资本结构的相关关系产生影响。利用我国高新技术企业2011—2014年上市公司的经验数据,研究发现:资产专用性与资本结构负相关,公司治理指标中机构投资者持股比例、股权性质和两职合一对资产专用性与资本结构的关系有显著的调节作用。这一研究结论对拓展企业对资产专用性作用的认识以及完善公司治理具有重要意义。

关键词: 交易成本经济学;资产专用性;资本结构;高新技术企业;公司治理

中图分类号: F275.1 **文献标志码:** A

影响企业资本结构的因素一直是国内外学者研究的重点课题,以往大部分学者的研究都是基于传统的公司财务理论视角,如税差理论、权衡理论、顺序融资理论、信号传递理论、代理理论等相关的资本结构理论^[1]。交易成本经济学理论指出,企业的资产专用性是决定资本结构的一个关键因素,资产专用性是指一项资产在不牺牲其生产价值的前提下,使用主体和用途的改变带来资产价值的减损^[2]。资产专用性程度越高,企业面临变现价值损失风险就越高,债权人可能会遭受不能完全被清偿的违约风险导致企业遭受破产的威胁。但是,由于股东对企业的剩余权益保有所有权,他们通过设立董事会并为企业存续立约,对于专用性资产的投资,股东相对债权人而言更加“宽容”。因此,随着资产专用性水平的提高,企业应当选择股权融资实现交易的效率化。

自从Williamson提出交易成本经济学关于资本结构的理论假设后,国内外学者不断从实证方面检验二者之间的相关关系,Shleifer等^[3]将资产清算价值与其最佳使用价值之差定义为资产专用性,他们发现资产专用性越强,公司财务杠杆水平

(资本结构)越低。Mocnik^[4]的实证结论也支持了威廉姆森的理论假设。国内学者的研究结论却不尽相同,袁琳等^[5]沿用Vilasuso等^[6]的动态模型分析方法得出的结论却与国外学者的理论相反,即资产专用性与资本结构呈正相关关系。但是,钟田丽等^[1]的实证表明资产专用性与负债水平呈显著的负相关关系。还有一些学者则考虑外部因素对二者关系的影响。周煜皓等^[7]在研究资产专用性与资本结构关系的同时,证明了由于金融错配问题,扭曲了负债的治理属性,导致资产专用性与资本结构呈正相关关系。综上所述,可以发现国内外学者的研究结论存在显著差异,因此有必要对两者关系进行深入探究。目前,鲜有学者研究不同的公司治理水平对资产专用性与资本结构关系的影响程度,公司治理是包括从董事会到经理层的激励计划在内的代表和服务于投资者的一种组织安排,它是股权治理的具体表现形式。本文尝试探究在不同的公司治理水平下资产专用性与资本结构的关系,拓展企业对资产专用性作用的认识,提高上市公司对完善公司治理重要性的意识。

收稿日期: 2015-06-18

基金项目: 浙江理工大学企业管理省重点学科研究生教育创新计划项目(qyglyb201310)

作者简介: 胡旭微(1964—),女,浙江永康人,教授,主要从事财务管理、统计学方面的研究。

一、理论分析与假设提出

(一)资产专用性与资本结构的关系

Williamson认为,与其将负债和股票看作融资手段,不如视为不同的治理结构,债务融资是一种按照市场交易规则达成的契约,是市场治理,股权融资是一种来自企业内部的契约,是层级治理^[2]。治理结构的选择是由资产专用性程度的高低所决定:当企业资产专用性水平较高时,债权人优先索取权的价值就会大幅度下降,债务的有限控制能力导致债权人的监督成本上升从而提高了契约的交易成本,由于股权融资只享有企业剩余所有权,他们比债权人能更好的监督高专用资产的利用情况从而避免机会主义,因此可以节约交易成本。为探究交易成本经济学关于资产专用性与资本结构相互关系的理论假设,本文提出以下假设:

假设1:资产专用性水平越高,资本结构中的负债比例越低,即资产专用性与资本结构呈负相关关系。

(二)公司治理对资产专用性与资本结构相关关系的影响

资产专用性能够对企业资本结构产生影响,前提是股权治理可以发挥应有职能的基础之上,股权治理是公司治理的一部分,公司治理是伴随所有权与经营权的分离,为解决代理问题应运而生。随着资产专用性程度的提高,公司治理水平完善的企业能更好发挥股权治理的优势,从而使得资产专用性影响资本结构的选择。交易成本经济学和委托代理理论关于公司治理与股权治理的相同之处是承认股东享有公司剩余收益的权利以及董事会的内生作用,所以本文着重考察股权结构和董事会方面的特征对二者关系的影响,分别从机构投资者持股比例、股权性质、以及两职合一这三个方面考察公司治理对资产专用性与资本结构关系的影响程度。

机构投资者是公司治理中重要的参与主体,他们作为独立于控股股东和外部中小股东之间的投资机构凭借自身的具有资金优势、信息优势和较强的专业能力,在事后监督方面发挥积极作用,机构投资者通过参与股东大会增强董事会的独立性^[8]。在专用性资产投资管理方面,戴嘉贺等^[9]的研究发现:机构投资者的存在及发展能够改善公司治理、降低管理层的代理成本。综上所述,本文的第二个假设:

假设2a:机构投资者持股比例对资产专用性与资本结构的关系有调节作用。

股权性质按控制性股东的分类可以分为国有控股和非国有控股,国内大部分学者的研究表明国有控股企业缺乏创新动力。相反,非国有控股的上市公司更关注企业自身的盈利情况和发展前景,他们对专用性资产的投资和监管意愿更强烈。基于上述推理,本文提出第三个假设:

假设2b:股权性质对资产专用性与资本结构的关系有调节作用。

董事会是由股东大会决议产生,他们代表股东利益监督管理层行为,如果董事长兼任总经理就可能导致内部人控制问题,那么管理层的监督就变成自我监督,这种监督在管理层的自利行为下是无效的。因此,两职合一的后果不仅导致监督成本的上升,更可能致使股权治理的作用失效。结合上述理论,本文的第四个假设:

假设2c:董事长是否兼任总经理对资产专用性与资本结构的关系有调节作用。

二、实证研究设计

(一)数据来源和样本选择

本文从我国高新技术企业认定工作网上人工筛选出2014年全国高新技术企业中复审通过的公司,并从同花顺数据库选取其中在沪深A股上市的公司,剔除ST、PT类上市公司及数据缺失和异常的上市公司,经过筛选本文选取了146家高新技术企业上市公司2011—2014年共计570个观测值。

(二)变量选择

根据本文的研究目的,选择总资产负债率(TC)作为被解释变量,在资产专用性的测度上,由于高新技术企业研发投入和广告支出相比较长期资产更具有专用性和不可替代性,所以本文在借鉴Mocnik^[4]的研究基础上,以研发费用加上广告支出的和占主营业务收入比例作为资产专用性(SPA)的替代指标。在调节变量的选择上,以机构投资者持股数量比上总流通股数作为机构投资者持股比例(INSTITU),设置虚拟变量代替股权性质(STATE),两职合一(LZ)。此外,本文在借鉴前人的研究和本文的研究目的基础上,以公司规模(SIZE)、成长性(GROWTH)、盈利性(ROE)、非债务税盾(TAX)、偿债能力(CR)和年度(YEAR)作为本文的控制变量,具体定义如表1所示。

表 1 变量名称及定义

类别	变量名称	符号	定义
被解释变量	资产负债率	TC	总负债/总资产
解释变量	资产专用性	SPA	(研发费用+广告支出)/主营业务收入
	机构投资者持股比例	INSTITU	机构投资者持股数量/总流通股数
调节变量	股权性质	STATE	国有股为 1,其他为 0
	两职合一	LZ	董事长兼任总经理为 1,其他为 0
	公司规模	SIZE	
	成长性	GROWTH	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	盈利性	ROE	净利润/净资产
控制变量	非债务税盾	TAX	累计折旧/总资产
	偿债能力	CR	流动资产/流动负债
	年度控制变量	YEAR	本年为 1,其他为 0,

(三)检验模型

为了检验本文的假设 1,构建模型(1):

$$TC = \alpha_0 + \alpha_1 SPA + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 GROWTH + \alpha_4 ROE + \alpha_5 TAX + \alpha_6 CR + \sum_{i=1}^3 \alpha_i YEAR_i + \epsilon \quad (1)$$

为了检验本文的假设 2,构建模型(2):

$$TC = \beta_0 + \beta_1 SPA + \beta_2 SPA * GENDEx + \beta_3 SIZE + \beta_4 GROWTH + \beta_5 ROE + \beta_6 TAX + \beta_7 CR + \sum_{i=1}^3 \beta_i YEAR_i + \theta \quad (2)$$

其中 θ 为残差项。

为了简化模型,本文用 GENDEx 代表公司治理变量,分析时,将机构投资者持股比例(INSTITU)、股权性质(STATE)和两职合一(LZ)分别带入模型中。

三、实证研究结果

(一)描述性统计分析

本文首先对全样本进行描述性统计,统计结果如表 2。

表 2 描述性统计结果

变量	样本值	最小值	最大值	平均数	标准差	变异系数
TC	570	0.0203	0.9441	0.3821	0.2031	0.5315
SPA1	570	0.0015	0.2997	0.0543	0.0428	0.7876
SIZE	570	20.0123	25.2667	21.7305	1.0012	0.0461
GROWTH	570	0.0012	1.1065	0.2121	0.1673	0.7886
ROE	570	0.0013	1.2311	0.1106	0.0919	0.8309
TAX	570	0.0039	0.6071	0.0953	0.0835	0.8757
CR	570	0.4297	54.3440	3.3783	4.4310	1.3116
INSTITU	570	0.0000	0.9352	0.3645	0.2386	0.6546

通过描述性统计可以发现,高新技术上市公司间总负债率从最小值 0.0203 到最大值 0.9441,这说明我国高新技术上市公司负债水平差异较大。资产专用性的平均值只用 0.0543,表明尽管国家对高新技术企业的研发投入规定了最低标准,但是整体水平偏低,对自主创新投入不足。控制变量方面,流动比率的变异系数高达 1.3116,表明各个高新技术企业的短期偿债能力差异较大。因为不同企业的固定资产数量不同,所以非债务税盾的高低差异也比

较明显,并且不同公司的成长性和盈利性也是不同的。

(二)实证结果分析

本文使用 SPSS16.0 首先对样本进行皮尔逊分析,结果表明各个变量之间的相关系数最大仅为 0.59,此外,本文还检测了 VIF 值,发现所有的 VIF 值均小于 2,所以认为本文的模型中共线性问题可以忽略不计。其次,对模型(1)和模型(2)进行回归分析,相关结果如表 3 所示。

表3 回归结果统计

变量	模型(1)	模型(2)		
		a	b	c
SPA1	-0.6832***	-0.6937***	-0.8027***	-0.7934***
SIZE	0.0660***	0.0659***	0.0615***	0.0651***
GROWTH	-0.0520	-0.0614	-0.0517	-0.0535
ROE	-0.0423	-0.0410	-0.0499	-0.0491
TAX	0.1882**	0.1877**	0.1740**	0.1869**
CR	-0.0208***	-0.0207***	-0.0202***	-0.0201***
Constant	-0.9629***	-0.9597***	-0.8676***	-0.9376
SPA * INSTITU	—	-2.0103***	—	—
SPA * STATE	—	—	0.9682***	—
SPA * LZ	—	—	—	0.6319**
AdjR ²	0.4835	0.4907	0.4958	0.4868
D-W	1.6620	1.6697	1.9944	1.9114

注：***、**、* 分别表示 1%、5%、10%水平下显著。

回归结果显示,资产专用性与资产负债率在 1%的水平上显著负相关,说明我国高新技术企业上市公司的资产专用性水平越高,资本结构中负债的比重就越低,这一结论验证了假设 1。

模型(2)a 的回归结果显示,加入 SPA * INSTITU,可以看到交叉项与资产负债率的关系在 1%的水平上显著负相关,表明机构投资者持股比例越高,资产专用性与资本结构的负相关关系就越显著,从而验证了本文的假设 2a。

股权性质与资产专用性的交叉项 SPA * STATE 通过了显著性为 1%的检验,且相关系数为正,表明如果上市公司为国家控股,则会削弱资产专用性对资本结构的影响,进一步验证了假设 2b。

两职合一与资产专用性的交叉项在 5%的水平上资产负债率正相关,可以解释为如果董事长兼任总经理,则会减弱资产专用性与资本结构之间的相关关系,假设 2c 成立。

公司规模在 1%的水平上与资本结构显著正相关,说明公司规模越大,占有资产越多的企业,实力越雄厚,越倾向于使用负债融资。理论上认为非债务税盾可以代替负债从而降低负债水平,本文中非债务税盾与总资产负债率却在 5%的水平上显著正相关,这与周煜皓等^[7]的实证结果相同,可能与高新技术企业面临比较严格的税务管制有关。流动比率与资产负债率在 1%的水平上显著负相关,结合我国上市公司的实际情况,应该可以用上市公司“重股轻债”的“异常融资优序”来解释。

四、研究结论和启示

根据交易费用经济学理论,不同程度的资产专用性会改变股权和债务的治理属性,进而影响资本结构决策:企业的资产专用性越高,资本结构中负债的比例就越低。然而,公司内部的治理水平会影响股权治理效用从而对资产专用性与资本结构的关系产生影响。本文利用我国高新技术企业 2011—2014 年上市公司的经验数据进行研究发现:资产专用性与资本结构负相关,与交易成本经济学的理论假设一致,机构投资者持股比例、股权性质和两职合一对于资产专用性与资本结构的关系有显著的调节作用。

基于本文的研究,笔者提出相关的政策建议:第一,提高对资产专用性的认识,鼓励上市公司提高对高专用性资产信息的披露程度;第二,企业应当在制定筹资决策前,应充分考虑本企业的资产专用性程度,优化资本结构;第三,完善公司治理机制,积极发挥机构投资者在公司日常营运中的管理作用,鼓励国有企业提高创新竞争意识,规范董事会制度,使得董事会能够真正起到对管理层的监督作用。

目前,虽然学者们不断改进度量方法,但迄今为止还没有形成统一的观点,不同背景、不同研究对象、不同研究目的的学者只能选择自己认为较为可行的方法进行度量^[10],因此资产专用性的度量有待进一步研究。此外,本文选取了高新技术企业的上市公司作为样本,结论能否适用于所有行业的上市公司仍然值得进一步研究。

参考文献:

- [1] 钟田丽,马娜,胡彦斌. 企业创新投入要素与融资结构选择:基于创业板上市公司的实证检验[J]. 会计研究, 2014(4):66-73.
- [2] Williamson O E. Corporate finance and corporate governance [J]. Journal of Finance 1988, 43 (3): 567-591.
- [3] Shleifer A, Vishny W R. Liquidation values and debt capacity:a market equilibrium approach[J]. The Journal of Finance,1992,47(4):1343-1366.
- [4] Mocnik D. Asset specificity and a firm's borrowing ability:an empirical analysis of manufacturing firms[J]. Journal of Economic Behavior and Organization, 2001, 45(1):69-81.
- [5] 袁琳,赵芳. 资产专用性与资本结构相关性:基于上市公司 A 股市场的动态检验[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2006(2):44-50.
- [6] Vilasuso J, Minkler A. Agency costs, asset specificity and capital structure of the firm[J]. Journal of Economic Behavior and Organization,2001,44(1):55-69.
- [7] 周煜皓,张盛勇. 金融错配、资产专用性与资本结构[J]. 会计研究,2014(8):75-80.
- [8] 尹志宏,李艳丽. 机构投资者的公司治理角色:一个文献综述[J]. 管理评论,2013(5):60-70.
- [9] 戴嘉贺,刘可,杨竹青. 机构投资者持股与公司治理间关系的实证研究:基于代理成本视角 [J]. 技术经济, 2013,32(7):60-70.
- [10] 胡志浩,吴梦娇. 资产专用性的度量研究[J]. 中南财经政法大学学报,2013,196(1):38-46.

Corporate Governance, Asset Specificity and Capital Structure

HU Xu-wei, JIN Li-li

(School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: According to transaction cost economics, the capital structure can be influenced by corporate asset specificity. The higher asset specificity leads to lower debt proportion in capital structure. However, the corporate governance level may affect equity governance effect and further impact the relationship of asset specificity and capital structure. Based on empirical data of listed high-tech companies from 2011 to 2014, the empirical analysis results show that asset specificity and capital structure have significantly negative correlation; the shareholding proportion of institutional investors, equity nature and Chairman-CEO duality play a significant regulation role for the relationship between asset specificity and capital structure. This conclusion has important significance for expanding enterprises' cognition of asset specificity and perfecting corporate governance.

Key words: transaction cost economics; asset specificity; capital structure; high-tech enterprise; corporate governance

(责任编辑:陈和榜)