

# 权益成本、债务成本与公司治理 影响差异性研究\*

□蒋 琰

摘要 :公司治理水平是否同时影响上市公司的权益融资成本和债务融资成本?公司治理水平对这两种融资成本的影响是否存在差异?本文以我国沪深两市连续 4 年具有配股资格和贷款资格的 A 股上市公司为对象,采用公司治理 G 指数衡量企业的综合治理水平,关注于这两个问题的解决。我们研究发现:(1)上市公司的综合治理水平有利于降低企业的权益融资成本和债务融资成本;(2)公司治理水平对于企业权益融资成本的影响要大于对于债务融资成本的影响。我们的研究还发现,作为股东的投资者和作为债权人的投资者对于企业的盈利能力都非常关注,并以此作为判断对企业融资要价的主要依据。

关键词 :公司治理 权益融资成本 债务融资成本 影响差异

## 一、引言

信息风险理论表明,信息不对称带来的信息风险是不可分散的(Easley, O'Hara, 2004),这会导致投资者产生逆向选择行为,即在信息不透明的情况下,通过提高资金价格(也即企业融资成本)来进行自我保护。而公司治理作为监督制衡机制,能够有效降低信息风险,促使融资成本的降低(Ashbaugh, Collins and LaFond, 2004),因此公司治理是投资者防范信息不对称的有效工具,能够减少投资者的逆向选择。信息风险理论的研究还表明,不同的投资者获取信息和防范信息风险的能力存在差异。股东和债权人作为两种不同性质的投资者,其获取信息的能力不同,防范信息风险的手段不一,对公司治理机制的依赖程度和关注程度也就不同。一般说来,对公司治理机制依赖程度越强,则公司治理水平对投资者的资金价格影响越大。从企业的角度来看,则表现为同样的公司治理水平,对于权益融资成本和债务融资成本的影响程度不一样。因此公司治理对权益成本和债务成本影响是否存在差异,这一问题的研究有利于我们分析哪一类投资者更为关注企业的治理水平,这对于确立公司治理机制进一步改革的重点和深化改革,具有重要意义。

利用中国资本市场数据,目前已有的研究主要关注公司治理对于权益融资成本的影响,研究结果表明,中小投资者法律保护、信息披露质量等某一公司治理机制以及综合公司治理水平等会降低权益融资成本,提高权益融资效率(沈艺峰、肖珉、黄娟娟, 2005; 曾颖、陆正飞, 2006; 姜付秀、支晓强、张敏, 2008; 蒋琰、陆正飞, 2009)。对于公司治理水平是否能有效降低债务融资成本,提高债务融资效率,国内已有的研究涉及不多,而对于公司治理水平对于权益融资成本和债务融资成本影响程度差异的研究,国内对此尚无专门的研究结论,因此本论文主要通过中国资本市场相关数据,完成两方面的实证检验工作:第一,检验公司治理对企业融资成本(包括权益成本和债务成本)的影响是否显著;第二,检验公司治理对权益融资成本和债务融资成本的影响是否存在显著性差异。

在上述研究工作的基础上,本文的研究结论主要有:

\* 本研究为国家自然科学基金项目(70872003)、教育部人文社科基金项目(06JC790022)、中国博士后科学基金面上项目(20070410024)的阶段性成果。感谢北京大学陆正飞教授的有益建议。

第一,公司治理对企业融资成本的显著性影响得到了验证。我们研究发现,公司治理水平能够同时降低企业融资的权益成本和债务成本,有效提高企业融资效率。另外,我们的研究还发现作为股东的投资者和作为债权人的投资者对于企业的盈利能力都非常关注,并以此作为判断对企业融资要价的主要依据,盈利能力越差的企业,其融资成本往往越高。

第二,公司治理对企业融资成本影响的差异性也得到了验证。我们通过选择回归模型研究发现,公司治理对于权益融资成本的影响要显著大于对于债务融资成本的影响。这说明权益融资成本对于公司治理水平的变化更为敏感。

本文的研究贡献和创新性主要体现为以下两方面:

第一,相对于已有的研究主要关注公司治理对于权益融资成本的影响,本文检验了公司治理的综合水平对于债务融资成本的影响,研究发现公司治理不仅能够提高企业的权益融资效率,也能显著提高企业的债务融资效率。因此对于公司治理水平的关注,不仅是保护股东的权益,也是保护债权人利益。

第二,相对于以往的研究主要关注公司治理对企业权益融资成本和债务融资成本的单独影响,本文关注了公司治理水平对权益融资成本和债务融资成本的影响差异,这也从一个侧面证明了在中国资本市场上,股东和债权人作为不同的投资者,其获取信息的能力存在差异,其面对的信息不对称程度有所不同,从而导致其对公司治理水平的依赖程度和关注程度不一样。

综上所述,本文余下部分的内容安排如下:第二节为研究背景、理论基础与研究假设;第三节为研究样本与变量;第四节为研究方法 with 实证结果;第五节为研究结论与启示。

## 二、研究背景、理论基础与研究假设

### (一)研究背景

企业融资按照投资者的不同可分为两大类,即权益融资和债务融资。我们采用 2000~2005 年的时间段来分析上市公司的外部融资结构(见表 1)。从整体外部融资结构分析,上市公司存在着权益融资比重较大的现象<sup>①</sup>,而且这种现象在 2001 年以前犹

为明显。2002 年由于证券监管部门加强了上市公司权益再融资的监管,权益再融资在长期资金来源中的比重出现了下降,但随后的 2003~2005 年这一比例又得到了逆转。总体而言,存在着权益融资比重较大的现象。但仔细分析这一组数据,从企业再融资角度可以发现,通过增配股等权益再融资方式获取资金占总资金来源的比例在 2001 年以后是显著下降的,并且权益再融资与债务融资比例保持一个相对稳定的状态,其中债务融资比重显著大于股权融资比重。

与此期间相对应的是,自 1998 年以后,上市公司治理水平有很大提高,而 2000 年以后,我国公司治理改革有了质的变化,进入一个迅速发展的重要阶段,推出了一系列公司治理举措。如从信息披露制度来看,2000 年 11 月中国证监会发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则》第 5 号、6 号通知,12 月发布第 8 号通知,2001 年 2 月发布第 10 号、11 号通知,3 月发布第 12 号通知,12 月发布第 14 号通知,2002 年 3 月发布第 17 号、18 号通知,8 月发布第 20 号、21 号、22 号通知,12 月发布第 19 号通知。这些都为上市公司信息披露提供了规范。从董事会治理机制看,为了保障董事会的独立性,2000 年 10 月,国家经贸委发布的《国有大中型企业建立现代企业制度和加强管理的基本规范(试行)》规定。从独立董事制度看,2000 年 5 月,中国证监会公布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见(征求意见稿)》,就上市公司建立独立董事制度做了明确规定。从保护投资者利益角度看,2004 年 12 月 7 日证监会发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,2005 年又出台了《证券投资者保护基金管理办法》等。作为中国企业推进公司治理实践的纲领性文件,2002 年中国证监会和原国家经贸委联合颁布的《上市公司治理准则》,为

表 1 股权融资与债务融资结构

年度	股权融资(单位:亿元)			债务融资(单位:亿元)		
	IPO 融资	增配股融资	合计	银行贷款	企业债	合计
2000	575.92	1513.29	2089.21	274.29	50	324.29
2001	123.65	1127.98	1251.63	473.29	140	613.29
2002	698.68	262.7	961.38	775.5	325	1100.5
2003	991.3	365.93	1357.23	787.04	358	1145.04
2004	1027.79	482.18	1509.97	843.466	326.24	1169.706
2005	1565.12	317.39	1882.51	512.928	654	1166.928

注:数据由本研究整理,主要反映企业外部融资的长期资金来源。股权增配股再融资的金额中包括可转换债券金额,由 A 股、B 股和 H 股构成;银行贷款为上市公司公开宣布的 1 年以上的中长期贷款,设定公司与银行的签约时间为贷款发生时间;企业债的计算由于数据的采集原因,包含有非上市公司的数据,但这不影响要分析的内容。

全体上市公司提供了公司治理的原则标准和基本架构。

随着公司治理制度改革的日益深入,在中国资本市场上,公司治理水平是否会对企业的债务融资成本存在影响,投资者是否对公司治理机制的关注程度和依赖程度存在差异?这构成了本文要研究问题的出发点。

## (二)理论基础与文献回顾

### 1. 理论基础

信息风险研究表明公司特有的信息风险会影响融资成本(即信息风险溢价),而且这种风险是不可分散的。其理论依据来源于三方面,即信息不对称理论、信息不完全理论和风险估价理论。

信息不对称理论提供了信息风险导致企业融资成本差异的基本解释(Admati,1985)。理论表明拥有私人信息的交易者会剥削没有拥有信息的交易者的利益,从而导致信息非持有者要求更高的收益率。Amihud 和 Mendelson(1986)把要求更好的投资回报率看成是拥有私人信息的交易者的剥削。

信息不完全理论关注于信息的不完全性而非不对称性。Merton(1987)调查了投资者对现存特定资产不了解情况下的资本市场平衡。在他的模型里面,信息是不完全的,并非所有投资者对每项资产都充分了解。因为缺乏投资者的确认,Merton 认为在平衡的市场里面企业价值是被低估的。因此在这样的背景下,由于交易者不会持有他们不了解的资产从而导致收益率在横截面上存在差异。

风险评估理论已有的文献主要分析投资者对收益分布确定程度的差异是如何影响预期收益的,主要检验了参数不确定情况下不同信息的效果。而CAPM模型的检验经常建立在模型参数都是已知确定的假设基础上。Barry 和 Brown(1985)建立了一个贝叶斯模型证明不同证券之间存在信息差异,这使得对CAPM的预测与不考虑风险估价或所有证券风险估价相同情况下是不一样的,也即信息差异影响CAPM的预测,从而影响融资成本。

然而,企业特有的信息能否被视为资本成本的影响因素,有一个关键的问题需要解决;即理性投资者是否能够有效分散信息风险(Francis et al., 2004)。Easley 和 O'Hara(2004)建立了一个区分公开信息和私人信息对资本成本影响的模型来解决该问题。私人信息拥有者能够根据新信息不断调整

投资组合,因此私人信息实际增加了信息非拥有者的风险,这种截面差异会导致信息非拥有者持有太多的所谓“坏”股票。由于信息非拥有者总是站在股票选择错误的一方,即使拥有较多的股票也无法分散风险。因此私人信息实际上引发了一种新的系统性风险,所以信息风险是无法分散的,相应的投资者也需要更多的补偿。

Leuz 和 Verrecchia(2004)采用了另一种方法来分析该问题,他们认为信息质量是一个与企业 and 投资者非常相关的信号。质量差的报告使得企业和投资者在投资决策方面无法达成共识,从而产生了信息风险,导致投资者要求更高的风险溢价。Leuz 和 Verrecchia(2004)的研究表明,在拥有众多企业的经济系统中,由于系统中构成要素的相互抵消作用,信息风险是无法全部被分散掉的。

信息风险会影响融资成本,而信息风险又来源于哪些方面呢?研究者已有的研究发现信息风险主要来源于3个方面,即信息披露质量、收益质量和公司治理水平的高低。两权分离使得投资者与管理层之间出现了信息不对称,从而产生逆向选择行为。即投资者由于无法辨别企业的真实价值,就会寻求价格保护机制来降低预期代理成本。差的治理水平增加了代理成本的风险,因此这种由于差的治理水平所带来的风险也被称之为治理风险(Ashbaugh et al., 2004)。这奠定了公司治理水平影响企业融资成本的理论基础。

### 2. 文献回顾

早期公司治理与权益融资的研究主要集中在公司治理水平在促进资本市场发展,提高投资者信心,以及提高企业权益融资能力方面的研究(LLSV, 1997; Iskander and Chamlou, 2000)。随后,一些学者开始了公司治理对股权融资成本影响的实证分析。如 Drobetz、Schillhofer 和 Zimmermann(2004)通过对德国资本市场的研究发现,投资者的监督审计以及其他形式的治理成本,需要通过股权收益来补偿,降低代理成本也就意味着对股权收益补偿要求的降低。Ashbaugh、Collins 和 LaFond(2004)利用标准普尔公司数据库,对美国2001~2002年治理数据进行的研究,证明了财务信息透明度、审计委员会独立性、董事会独立性等公司治理因素会降低权益融资成本,而股权集中度、大股东数目等因素与权益融资成本正相关。Huang(2004)研究了公司层面



的股东权利对每股融资成本的影响。研究发现股东权利越弱,相应的权益融资成本越高。其后,Cheng、Collins 和 Huang(2006)的研究又发现,更强的股东权利体制、更有效的董事会及更好的财务信息披露质量会降低权益融资成本。Chen、Chen 和 Wei(2003)通过研究亚洲新兴资本市场发现,信息披露以及其他形式的公司治理机制与股权融资成本之间存在显著的负相关作用。Khurana 和 Raman(2004)检验发现审计质量越高,则权益融资成本越低。

我国目前已有的研究主要侧重于某一具体治理机制对权益融资成本的影响。如沈艺峰、肖珉和黄娟娟(2005)的研究发现在控制公司特征和宏观经济变量的情况下,中小投资者法律保护程度与上市公司的股权融资成本呈显著的负相关关系。姜付秀、支晓强和张敏(2008)的研究则从设计上市公司投资者利益保护指数出发,并利用这一指数对我国上市公司的投资者保护与股权融资成本进行检验,研究发现上市公司股权融资成本与投资者利益保护呈显著负相关。曾颖和陆正飞(2006)采用剩余收益模型计算上市公司的股权融资成本,分别以披露总体质量与盈余披露质量指标反映上市公司的信息披露质量。研究发现,在控制  $\beta$  系数、公司规模、账面市值比、杠杆率、资产周转率等因素的条件下,信息披露质量较高的样本公司边际股权融资成本较低。而我们的前期研究主要关注综合公司治理机制对股权融资成本的影响,我们采用公司治理综合 G 指数研究发现公司治理水平与股权融资成本之间存在显著负相关现象(蒋琰、陆正飞,2009)。

公司治理影响企业债务融资成本的实证研究主要有,Sengupta(1998)以公司发行的债券到期收益率、总利息成本和债券信用等级作为债务成本的替代变量,在控制了债券规模、公司规模等变量后,发现信息披露质量和债务成本之间存在显著的负相关关系。其后 Bhojraj 和 Sengupta(2003)又检验了董事会的独立性和股权结构与债券等级和债务成本之间的关系,发现公司董事会的独立性越高,债券等级越高,债务成本越低;而股权集中度越高,债券等级越低,债务成本越高。Anderson、Mansi 和 Reeb(2004)采用标准普尔公司数据库研究发现,公司债务融资成本与董事会独立性和董事会规模显著负相关,审计委员会独立性越强,则债务融资成

本越低。Pittman 和 Steve Fortin(2004)研究发现公司对审计事务所的选择也会影响债务融资成本,他们的研究证据表明选择六大审计事务所的企业有较低的债务成本。Ashbaugh-Skaife、Collins 和 LaFond(2006)的研究发现,一些公司治理因素如董事会独立性、应收账款质量、董事会股权结构等与债务融资成本的间接度量指标——公司的债券信用等级显著正相关。

国内对于公司治理与债务成本关系的研究文献相对较少,主要有崔伟(2008)以 2002~2005 年间深交所 1525 家 A 股上市公司为样本,实证检验了公司治理结构与上市公司债务成本的关系。研究发现,第一大股东持股比例、董事会独立性与总债务成本和银行贷款债务成本显著负相关。研究还发现,高管持股比例和控制人类型对总债务成本和银行贷款债务成本具有不同影响。于富生和张敏(2007)以深圳证券市场部分 A 股上市公司为样本,研究发现样本公司的债务成本与信息披露质量之间存在显著的负相关关系。

### (三)研究假设

公司治理本质上是一种权力分配与权力制衡机制。其内部机制主要包括股权结构、董事会、高管薪酬以及财务信息披露等,外部机制主要包括企业控制权、法律基础和中小投资者权益保护、产品市场竞争等(白重恩、宋敏、张俊喜等,2005)。在缺乏充分控制、有效监督以及公开透明的财务信息的情况下,投资者由于无法辨别企业的真实价值,会寻求价格保护机制来降低预期代理成本。这种逆向选择行为导致了公司股权融资成本的增加。白重恩、宋敏、张俊喜等(2005)的研究却表明,中国投资者愿意为良好的公司治理机制支付的溢价要远远高于世界上其他新兴市场。因此良好的公司治理能够降低中国投资者的逆向选择程度,进而降低公司的股权融资成本。

债权人主要通过债务契约来确定债权债务关系,很少参与企业的管理,因此债权人为了保护自身利益,减少违约风险,通常会在契约中加入限制性条款并要求更高的收益率。而能够有效解决代理问题的公司治理,为债权人利益提供了保障,这会提升债权人的信心,使得债权人降低对收益率的要求,从而有效降低债务融资成本。

基于上述分析,我们提出研究假设 1。

H1: 公司治理水平影响企业融资成本。

该假设可进一步细分为 2 个假设。

H1a: 企业治理水平越高, 则权益融资成本越低。

H1b: 企业治理水平越高, 则债务融资成本越低。

上市公司的融资方式主要有权益融资和债务融资两种, 提供相应资金的投资者也分为股东和银行两类<sup>②</sup>。从获取信息的角度来看, 银行相对于全体股东, 特别是中小股东而言, 有更好的渠道获取企业私有信息 (Bharath, Sunder and Sunder, 2008), 更进一步的, 企业作为借款人也愿意向少部分贷款银行而不是大量公共股东披露其私有信息 (Bhattacharya and Chisea, 1995)。因此, 股东和银行在获取信息方面的能力是不一样的, 特别是处在中国资本市场的环境下, 中小股东所获取的信息远远小于具有信贷权力的银行等金融机构。

另外从防范信息风险的角度看, 与权益融资不一样的是, 债务融资的债务合同往往是一个复合性条款, 包括利息、到期日、抵押品和再签约条款等。银行作为贷款人, 其债务合约具有弹性和复杂性, 能够制订出与借款人 (企业) 的治理水平相适应的价格条款如利息成本, 以及非价格条款如到期日和抵押品等。相比较大量分散的股东而言, 银行不仅可以通过利息成本, 还可以通过到期条款、抵押品条款等项目以及再签约机会调整与借款人 (企业) 之间由于信息不对称产生的风险收益关系。因此银行防范信息风险的能力也超过全体股东。

而股东由于缺乏详尽的债务合约和信息优势, 我们预计其对公司治理机制的依赖性更强, 这也就意味着在既定的情况下, 公司治理水平对于权益融资价格的影响要大于对于债务融资价格的影响。换句话说, 权益融资成本对于企业的治理水平的变化也更为敏感。

基于上述分析, 我们提出研究假设 2。

H2: 公司治理对于权益融资成本的影响要大于债务融资成本的影响。

三、研究样本与变量

(一) 研究样本

我们以 2001~2004 年作为样本研究区

间, 之所以选择该样本区间, 是基于以下原因的考虑: (1) 经过 1992~2001 年的密集发行和上市, 至 2001 年底, 我国上市公司已过千家, 这使得我们能够充分地选择截面样本。 (2) 股权分置改革对权益融资成本的计算具有较大影响, 而 2005 年我国上市公司股权分置的改革全面展开, 为了避免这一影响, 我们样本的选取截至 2004 年, 我们最终选取了 2001~2004 年连续 4 年同时具有配股资格和债务融资资格的公司数据<sup>③</sup>。我们对样本进一步筛选的标准还有, 考虑到计算权益融资成本需要获取至少一年的公司发放股利情况的资料, 因此我们选择在 2000 年 1 月 1 日前在深沪两市上市的全部非金融类 A 股公司。最终在剔除数据缺失、方程无法求解的部分样本后, 我们获得每年 293 家 4 年共 1172 家的样本公司的平衡面板数据。研究使用的原始数据来源于 CCER Sinofin 数据库和 Wind 分析系统, 部分数据通过手工收集而得。数据分析主要采用 Stata 软件处理, 解方程部分主要采用 Mathematics 软件进行计算。

(二) 研究变量

文中涉及的所有变量的定义见表 2, 主要变量的计算分析如下。

表 2 变量定义

变量	具体定义
GI	公司治理 G 指数, 通过第一主成分分析法获得。
TQ	企业价值的 Tobin'Q 值, 计算公式为 (股权价值+负债账面价值)/总资产, 其中股权价值为流通股本×股价+非流通股本×每股净资产。
First	第一大股东持股比例。
Equil	第二至第十大股东持股比例的集中度, 采用第二大至第十大股东持股量平方和的对数计算。
Indratio	独立董事比例, 采用独立董事人数除以董事会总人数计算。
State	是否国有控股虚拟变量, 是国有控股则为 1, 否则为 0。
Parent	是否拥有母公司虚拟变量, 存在母公司为 1, 否则为 0。
Dual	董事长与总经理是否两职合一虚拟变量, 是则为 1, 否则为 0。
Top	高管人员持股比例。
Hbshare	是否在其他市场挂牌上市虚拟变量, 是则为 1, 否则为 0。
Costequity	权益融资成本, 采用剩余收益 GEB 方法计算。
Costdebt	债务融资成本, 通过利息总支出/长短期债务总额平均值来计算。
Size	企业规模, 通过企业资产总额取对数计算。
Marketratio	账面市值比, 采用账面价值除以市场价值计算。
Leverage	负债率, 采用总负债除以总资产计算。
Turnover	资产周转率, 采用主营业务收入净额/[ (当年资产合计+前一年资产合计)/2] 计算。
ROA	资产收益率, 通过净利润/平均资产总额计算。
Growth	主营业务收入增长率, 通过当年对前一年的主营业务收入增长率计算。
Intcov	利息保障倍数, 采用息税前利润除以利息费用计算。
Fixass	固定资产比例, 采用固定资产账面价值除以总资产计算。
Prime	央行贷款基准利率, 当年贷款利率如果调整, 则以天数为权重加权计算。
Netasset	净资产规模, 通过企业期初净资产的自然对数值计算。
Costλ	融资成本, λ=1 时, 为权益融资成本, λ=2 时, 为债务融资成本。

### 1. 公司治理

本文沿用白重恩、刘俏、陆洲、宋敏和张俊喜(2005)构建的公司治理 G 指数方法来衡量企业的公司治理水平。该指数设计 8 个变量,分别为:第一大股东持股比例(First)、第二至第十大股东持股比例的集中度(Equil)、是否拥有母公司虚拟变量(Parent)、独立董事比例(Indratio)、董事长与总经理是否两职合一虚拟变量(Dual)、高管人员的持股比例(Top)、是否在其他市场挂牌上市虚拟变量(Hbshare)、是否国有控股虚拟变量(State),能够比较全面的反映公司治理的综合水平。我们采用主成分分析法,寻找上述 8 个变量的线性组合,并将主成分分析法得出的第一主成分定义为反映公司治理水平的 G 指数,最终得到公司治理 G 指数的计算模型<sup>④</sup>。

### 2. 权益融资成本与控制变量

为了更准确地估算权益融资成本,我们主要采用剩余收益 GEB 模型来计算权益融资成本。

其具体公式为: $P_t = B_t + TV$

式中, $P_t$ 为股权再融资的潜在价格,为上年度每股收益乘以当年公司所处行业市盈率中位数; $B_t$ 为第  $t$  期的每股净资产,即企业再融资年份经过调整的期初每股净资产,由第  $t$  期期末每股净资产加上第  $t$  期每股股利再减去第  $t$  期每股收益得到。 $TV$  为股权投资的终值,其计算公式如下所示:

$$TV = \sum_{i=1}^{T-1} \frac{FROE_{t+i} - r}{(1+r)^i} B_{t+i-1} + \frac{FROE_{t+T} - r}{r(1+r)^{T-1}} B_{t+T-1}$$

$$B_{t+i-1} = B_{t+i} + DPS_{t+i} - EPS_{t+i}$$

$$DPS_{t+i} = k \times EPS_{t+i}$$

其中, $r$ 为权益融资成本,通过解方程计算, $T$ 为模型的预测期间,本研究中采用  $T=18$  期计算。 $B_{t+i-1}$ 为第  $t+i-1$  期的每股净资产, $EPS_{t+i}$ 为  $t+i$  期每股收益, $DPS_{t+i}$ 为  $t+i$  期每股股利, $k$ 为上市公司的股利支付率,主要采用上市公司股权再融资之前 3 年的平均股利水平计算股利支付率。 $FROE_{t+i}$ 为第  $t+i$  期的预测净资产收益率<sup>⑤</sup>。计算出的权益融资成本,我们采用 winsorization 方法对极值进行了处理。权益融资成本的描述性分析与分组分析见表 3 的 Panel A 部分。

根据影响权益融资成本的风险因子分析,大多数同类研究都将  $\beta$  系数、公司规模和账面市值比作为控制变量。除此以外,依据 MM 理论,权益成本应当与负债率成正比关系,唐国正和刘力(2005)及曾

颖和陆正飞(2006)分别从理论和实证两方面证明了这一关系的成立。陆正飞和叶康涛(2004)利用中国资本市场的数据研究发现,企业的资产周转率越低,意味着企业代理问题越严重,从而权益融资成本越高。另外从股东角度讲,公司盈利能力越强,则股东的期望值越高,从而使得公司的权益融资成本越高。姜付秀和陆正飞(2006)及曾颖和陆正飞(2006)的研究也都发现了企业的盈利水平对权益成本有正向影响关系。姜付秀和陆正飞(2006)的研究还发现了公司成长性对权益成本的显著影响关系。鉴于此,对于公司治理对权益融资成本的影响,本文主要采用  $\beta$  系数、公司规模(Size)、账面市值比(Marketratio)、负债率(Leverage)、资产周转率(Turnover)、资产收益率(ROA)、主营业务增长率(Growth)以及行业类型等控制变量,控制变量之间的相关性分析见表 4 的 PanelA 部分。

### 3. 债务融资成本与控制变量

由于中国上市公司没有提供不同类别的债务利息(如银行贷款、债券、应付票据以及其他非银行机构贷款),因此我们沿用 Pittman 和 Fortin(2004)的方法,通过(利息总支出/长短期债务总额平均值)来计算债务融资成本。其中,短期负债为资产负债表中的短期借款,长期负债包括一年内到期的长期借款、长期借款、应付债券、长期应付款、其他长期负债项。考虑到该种计算方法存在很大的噪声,Pittman 和 Fortin(2004)是采用剔除极值的方法来进行处理<sup>⑥</sup>,本文主要采用 winsorization 的方法对极值进行处理,对所有小于 5%分位数和大于 95%分位数的变量,令其值分别等于 5%分位数和 95%分位数。计算出的债务融资成本的描述性分析与分组分析见表 3 的 PanelB 部分。

参考已有的相关文献(Sengupta, 1998; Bhojraj and Sengupta, 2003; Anderson et al., 2004; Ashbaugh-Skaife et al., 2004),对于公司治理对债务融资成本的影响,本文选定的控制变量有公司规模(Size)、资产收益率(ROA)、负债率(Leverage)、利息保障倍数(Intcov)、主营业务收入增长率(Growth)、固定资产比例(Fixass)、贷款基准利率(Prime)以及行业类型等。规模越大的公司抵御各种风险的能力

表 3 融资成本的描述性统计

变量	观察值	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Costequity	1172	6.1168	5.9051	0.1426	35.9894	3.0165
Costdebt	1172	5.4072	5.5800	1.0564	9.8947	1.9505



越强,违约风险越低,因此,其支付的债务成本会低于小规模的公司。资产收益率反映公司的盈利能力,公司的盈利能力越高,违约的可能性越低,债权人的资本越有安全保障,从而其债务融资成本可能越低。负债率越高的公司违约风险越高,债权人要求的债务收益越高,因此,这些公司的债务成本较高。固定资产较多的公司能够为偿还债务提供更多的保证,因此,预计固定资产占总资产比例与债务成本负相关;利息保障倍数和主营业务收入增长率与债务成本预计负相关,利息保障倍数用息税前净利润与利息支出的比率表示,主营业务收入增长率用当年对前一年的主营业务收入增长率表示。中央银行贷款基准利率的变化会直接影响债务成本,贷款基准利率越高,则债务成本越高。

债务成本控制变量之间的相关性分析见表4的Panel B部分。从控制变量单变量相关性检验的结果看,无论是权益成本还是债务成本,其各个控制变量之间的相关系数绝对值皆在0.5以下,有很大部分变量之间的相关系数在0.1以下,这说明控制变量之间的相关性比较弱,各个变量比较独立。

四、研究方法 with 实证结果

(一)单变量分析

为了进行单变量分析,我们将企业按照公司治理水平高低(即公司治理G指数的大小)从低到高分5组,并计算出公司治理水平对应组的企业融资成本的均值。我们发现了融资成本之间的系统性差异(见表5Panel A部分),列表结果显示,无论是权益融资成本还是债务融资成本,都随着公司治理水平的提高而逐步下降。同时第1组和第5组的零假设检验显示,两组之间存在显著性差异(权益成

表5 公司治理的单变量分析

Panel A: 公司治理G指数分组下权益成本和债务成本的均值							
变量	GI分组 (Q 1= GI指数低分; Q 5=GI指数高分)						1~5
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Diff	t-stat
GI	1.7982	2.5665	3.3939	4.3123	5.8222	4.0420	
Costequity	6.8516	6.4434	6.1052	5.9793	5.2047	1.6469	-4.9185***
Costdebt	5.8938	5.4504	5.4173	5.2718	5.0063	0.8875	-5.3473***
Panel B: 权益成本与公司治理的单变量分析							
变量	系数	P值					
Costequity	-4.16	0.000					
Panel C: 债务成本与公司治理的单变量分析							
变量	系数	P值					
Costdebt	-3.15	0.000					

表4 融资成本控制变量的相关性检验

Panel A: 权益成本控制变量						
	Marketratio	Beta	Turnover	Growth	ROA	Leverage
Marketratio	1					
Beta	0.1522***	1				
Turnover	0.0756***	-0.1042***	1			
Growth	-0.0990***	-0.0400	0.1325***	1		
ROA	-0.1942***	-0.2359***	0.0281	0.1237***	1	
Leverage	-0.0179	0.0166	0.2512***	0.1970***	-0.4539***	1
Size	0.4131***	-0.1212***	0.1020***	0.0355	0.0488*	0.1966***
Panel B: 债务成本控制变量						
	Growth	Intcov	Fixass	Prime	ROA	Leverage
Growth	1					
Intcov	-0.0124	1				
Fixass	-0.0404	0.0374	1			
Prime	-0.0036	-0.0302	-0.0303	1		
ROA	0.1237***	0.0302	0.1147***	0.0886***	1	
Leverage	0.1970***	0.1445***	-0.1445***	-0.0679**	-0.4539***	1
Size	0.0355	0.0457	0.1437***	-0.0972***	0.0488*	0.1966***

注:表中为pearson系数,\*\*\*表示检验在1%的水平上显著,\*\*表示检验在5%的水平上显著,\*表示检验在10%的水平上显著。

本分组的t值为-4.9185,债务成本分组的t值为-5.3473)。公司治理和融资成本之间的相关性检验表明,公司治理与权益融资成本和债务融资成本之间显著负相关(其相关系数分别为-4.16和-3.15,皆通过1%的显著性检验,见表5Panel B和Panel C部分)。因此我们所提出的假设H1a和H1b得到单变量检验的证实。

公司治理G指数的分组检验还表明,权益融资成本5组之间的变化分别为0.4082、0.3382、0.1259、0.7746,总的变化为1.6469;而债务融资成本五组之间的变化分别为0.4434、0.0331、0.1455、0.2655,总的变化为0.8875。这说明在同一公司治理水平下,权益融资成本变化的差异总体要大于债务融资成本变化的差异,单变量的检验证明了假设H2,即公司治理水平对权益融资成本的影响要大于对债务融资成本的影响。

由于没有增加控制变量,单变量检验的结果可能会被高估,因此我们需要进一步进行多变量检验的回归分析。

(二)多元回归分析

1.公司治理与融资成本检验

我们主要通过面板数据OLS回归模型来实现公司治理影响融资成本的检验<sup>⑦</sup>。列表的检验结果表明(见表6),在控制了相应的影响变量后,模型1反映了公司治理G指数与权益融资成本显著负相关(通过1%的检验)。模型2则反映了公司治理G指数与债务融资成本显著负相关(通过5%的检验)。因此我们的研究假设H1a和H1b得到多元回

归分析的证明。

影响权益融资成本的三大基本因素  $\beta$  系数、公司规模和账面市值比中,我们发现账面市值比和公司规模通过了显著性检验(1%显著性),而  $\beta$  系数并未通过显著性检验,这一结论与曾颖和陆正飞(2006)的检验结果相一致。沈艺峰、肖珉和黄娟娟(2005)的研究也发现反映经营风险的  $\beta$  系数与权益融资成本的关系并不显著。因此西方研究者(Ashbaugh, Collins and LaFond, 2004; Habib, 2006)认为公司治理既直接影响权益融资成本,也通过  $\beta$  系数间接影响权益融资成本的研究结论可能在我国上市公司并不成立。资产收益率 ROA 与权益融资成本显著负相关,这说明股东作为投资者非常关注企业的盈利能力,并以此作为判断对企业融资要价的主要依据。该结论与曾颖和陆正飞(2006)以及沈艺峰、肖珉和黄娟娟(2005)的研究结论一致。姜付秀和陆正飞(2006)用 Tobin'Q 反映的成长性指标与权益融资成本显著负相关,而本文采用主营业务增长率(Growth)作为反映企业成长性指标,得出了与沈艺峰、肖珉和黄娟娟(2005)采用公司历年复利增长率反映企业成长性一致的结论,即公司的成长性与权益融资成本显著正相关。其可能的原因在于,La Porta 等(1997)认为由于证

券分析师往往对高成长的公司过于乐观,而对成长性低的公司过于悲观,导致成长性高的公司收益率较低,成长性低的公司收益率较高。而资产收益率与权益融资成本的负相关关系,又表明股东非常关注企业盈利能力,这导致成长性越高的企业权益融资成本越高。

齐寅峰等(2005)通过问卷调查发现企业债务融资存在“重风险轻受益”的现象,但我们的研究表明,资产收益率与债务融资成本的关系通过了 5% 的显著性检验。结合权益融资成本的检验,我们的研究结论表明,总体而言,无论是股东还是债权人,对于企业的盈利能力都非常关注,并以此作为判断对企业融资要价高低的依据,并且这一结论在其后的稳健性检验中也得到了很好的证实。与我们预计一致的是,央行贷款基准利率(Prime)对债务融资成本的影响通过 1% 显著性检验,这说明基准利率越高则债务融资成本越高。与崔伟(2008)研究结论相同的是,我们没有发现企业规模对债务融资成本的显著性影响。主营业务增长率与债务融资成本的关系未通过检验,这说明债权人并没有对于高成长型公司要求额外的风险补偿。

## 2. 公司治理对融资成本影响差异检验

公司治理通过影响融资成本进而影响企业融资方式的选择,在均衡的市场下,这一途径成立需要满足的充分条件是公司治理水平对两种融资方式边际成本的影响不同,从而导致企业对融资方式的选择不同。因此我们需要检验公司治理对权益融资成本和债务融资成本的影响是否存在差异。

Bharath, Sunder 和 Sunder(2008)运用内生转换模型(endogenous switching model)研究了会计质量对银行贷款和发行债券两种融资成本影响的差异性,发现会计质量对债券融资成本的影响要大于对银行贷款融资成本的影响<sup>⑧</sup>。借鉴这一研究思路,我们建立了一个选择模型来解决问题。具体的方法是:解释变量仍然采用反映治理水平的公司治理 G 指数(GI),被解释变量 Y(Cost)分为两部分,前半部分为权益融资成本(Costequity),后半部分为债务融资成本(Costdebt)。设置一个虚拟变量与公司治理的交互变量  $D_1GI$ ,当被解释变量为权益融资成本时,则虚拟变量  $D_1=1$ ,当被解释变量为债务融资成本时,则虚拟变量  $D_1=0$ 。对于权益融资成本和债务融资成本的共同控制变量如企业规模(Size)、负债率(Leverage)、资产收益率(ROA)、主营业务增长率(Growth)等,直接引入模型,而各自的控制变量则采用同样方法设置新的交互变量引入模型,因此模型的具体形式如下:

表 6 公司治理与融资成本的回归结果

自变量	模型 1: 因变量=权益 融资成本	模型 2: 因变量=债务 融资成本
GI	-0.2159*** (-3.23)	-0.1045** (-2.43)
Marketratio	1.9650*** (3.92)	
Beta	0.0753 (0.40)	
Turnover	0.3696* (-1.73)	
Growth	0.5990*** (5.66)	-0.0434 (-0.55)
ROA	-10.4851*** (-4.72)	-3.1968** (-2.13)
Leverage	-0.4119 (-0.66)	0.4616 (1.12)
Size	-0.5406*** (-3.19)	0.0149 (0.16)
Intcov		-0.0007 (-0.17)
Fixass		-0.4320 (-1.19)
Prime		-1.0366*** (-7.17)
Constant	18.0346*** (5.08)	6.6844*** (3.40)
行业效应	yes	yes
年度效应	yes	yes
R <sup>2</sup>	within	0.3553
	between	0.0374
	overall	0.0894
Wald chi <sup>2</sup>	470.78	1324.73
Obs.	1172	1172
groups	293	293

注:模型采用随机效应 GLS 估计,截距项省略;系数值右边括号内为经 White 方差调整的 z 检验统计量值;\*\*\* 表示检验在 1% 的水平上显著,\*\* 表示检验在 5% 的水平上显著,\* 表示检验在 10% 的水平上显著。



$$\begin{cases} Y_{it}(Cost_{it}, \lambda = 1, 2) = f\{GI_{it}, D_1GI_{it}, Size_{it}, \\ Leverage_{it}, ROA_{it}, Growth_{it}, D_2Beta, \\ D_3Marketratio, D_4Turnover, D_5Intcov, \\ D_6Fixass, D_7Prime\} + \alpha_i + \beta_i + \varepsilon_{it} \\ \text{If } \lambda = 1, \text{ then } Cost_{\lambda it} = Costequity_{it}, \\ D_1 = D_2 = D_3 = D_4 = 1, D_5 = D_6 = D_7 = 0; \\ \text{If } \lambda = 2, \text{ then } Cost_{\lambda it} = Costdebt_{it}, \\ D_1 = D_2 = D_3 = D_4 = 0, D_5 = D_6 = D_7 = 1; \end{cases}$$

该模型中,当变量  $D_1GI$  的系数显著为正时,表明公司治理对权益融资成本的影响要大于对债务融资成本的影响,系数显著为负时,则表明公司治理对权益融资成本的影响要小于对债务融资成本的影响。模型 1 的检验结果见表 7,和我们预期一致,变量  $D_1GI$  的相关系数显著为正,通过 1% 的检验。这与表 4PanelA 部分的单变量检验结论一致,因此我们的假设 H2 得到了实践的验证。

我们还将权益融资成本和债务融资成本各自的控制变量与其新设置的交互变量一起引入模型,模型 2 的结果显示,无论控制变量如何变化,变量  $D_1GI$  的系数显著为正,公司治理对权益融资成本的影响要显著大于对债务融资成本的影响。

综合上述检验结果,我们可以发现以下结论的成立,即(1)公司治理水平有助于显著降低企业的权益融资成本和债务融资成本,也就是说公司治理水平能够提高企业无论是权益融资还是债务融资的融资效率;(2)公司治理水平对于两种融资成本的影响存在显著差异性,权益融资成本对于公司治理水平的变化更为敏感。我们提出的两个研究假设得到很好的验证。根据研究结果我们可以发现,由于公司治理水平对于权益融资成本的影响大于债务融资成本的影响,这意味着股东和债权人在获取信息和信息风险防范的能力方面存在差异,导致这两类投资者对于公司治理机制的关注程度和依赖程度也不一样,因此重点保护和发挥股东的积极性,才能更好更顺利地推进公司治理机制的改革。

(三)稳健性分析

我们完成的稳健性检验工作主要是采用公司治理的单变量来进行的。第一大股东持股比例平方(First-square)、第二至第十大股东持股比例的集中度(Equil)可以作为股权结构机制的度量指标,董事长与总经理是否两职合一虚拟变量(Dual)可以作为董事会机制的度量指标,另外 Equil 还可以用来度量企业控制权竞争机制。因为第一大股东以外的其他大股东的股权越集中,就意味着当公司经营不善时,就越有可能争夺或协助外来者争

表 7 公司治理对融资成本影响差异的检验

变量	模型1	模型2
GI	-0.1326*** (-2.40)	-0.1606*** (-2.85)
D <sub>1</sub> GI	0.2787*** (3.72)	0.2936*** (3.80)
Size	-0.1229 (-1.25)	-0.1906*(-1.92)
Leverage	0.1381 (0.38)	0.3308 (0.88)
ROA	-7.4203*** (-5.74)	-6.6225*** (-4.80)
Growth	-0.0562 (-0.91)	-0.0537 (-0.87)
Beta		-0.0863 (-0.52)
Marketratio		1.1352*** (3.05)
Turnover		0.1538 (0.92)
Intcov		0.0006 (1.33)
Fixass		0.7752* (1.67)
Prime		-0.1568 (-1.57)
D <sub>2</sub> Beta	0.1237 (0.75)	0.2168 (0.95)
D <sub>3</sub> Marketrati	-0.2628 (0.78)	-0.9251*** (-2.32)
D <sub>4</sub> Turnover	-0.4244*** (-2.57)	-0.4831** (-2.21)
D <sub>5</sub> Intcov	-0.0001 (-0.28)	-0.0007 (-1.11)
D <sub>6</sub> Fixass	-0.1374 (-0.30)	-1.1046*(-1.79)
D <sub>7</sub> Prime	0.0235 (0.36)	0.0663 (0.84)
Constant	9.9877*** (4.84)	10.9383*** (5.12)
行业效应	yes	yes
年度效应	yes	yes
R <sup>2</sup>	within	0.4353
	between	0.0586
	overall	0.1611
Wald chi <sup>2</sup>	1377.61	1412
Obs.	2338	2338
groups	586	586

注:模型采用随机效应 GLS 估计,截距项省略;模型括号内为经 White 方差调整的 z 检验统计量值;\*\*\* 表示检验在 1% 的水平上显著,\*\* 表示检验在 5% 的水平上显著,\* 表示检验在 10% 的水平上显著。

表 8 公司治理与融资成本的稳健性检验

自变量	模型1: 因变量=权益 融资成本	模型2: 因变量=债务 融资成本
Firstsquare	3.9429*** (7.74)	0.4251 (1.13)
Equil	-0.0379 (-1.31)	-0.0658*** (-2.95)
Dual	0.5221*** (2.86)	0.3369*** (2.34)
Marketratio	1.8488*** (4.16)	
Beta	-0.0765 (-0.45)	
Turnover	-0.1546 (-0.84)	
Growth	0.5634*** (5.91)	-0.0444 (-0.58)
ROA	-7.5390*** (-3.75)	-2.8168*(-1.91)
Leverage	-1.0966** (-2.00)	0.7273* (1.79)
Size	-0.4223*** (-2.98)	-0.0050 (-0.05)
Intcov		-0.0001 (-0.28)
Fixass		-0.6317*(-1.77)
Prime		-1.3430*** (-8.73)
Constant	13.8767*** (4.69)	6.6844*** (3.40)
行业效应	yes	yes
年度效应	yes	yes
R <sup>2</sup>	within	0.3979
	between	0.1773
	overall	0.2258
Wald chi <sup>2</sup>	626.02	1527.19
Obs.	1172	1172
groups	293	293

注:模型采用随机效应 GLS 估计,截距项省略;系数值右边括号内为经 White 方差调整的 z 检验统计量值;\*\*\* 表示检验在 1% 的水平上显著,\*\* 表示检验在 5% 的水平上显著,\* 表示检验在 10% 的水平上显著。

夺对公司的控制权,代理人竞争也越有可能成功更换现有董事会成员<sup>⑨</sup>。

稳健性检验的工作仍然分为两部分,第

表 9 公司治理对融资成本  
影响差异的稳健性检验

变量	模型
Firstsquare	0.4211 (0.87)
D <sub>1</sub> Firstsquare	3.7276*** (5.54)
Equil	-0.0629*** (-2.27)
D <sub>2</sub> Equil	0.0766** (1.97)
Dual	0.6594 (3.73)
D <sub>3</sub> Dual	-0.3438 (-1.38)
Size	-0.1673*(-1.77)
Leverage	0.1992 (0.54)
ROA	-8.5825*** (-6.73)
Growth	-0.0859 (-1.42)
D <sub>4</sub> Beta	0.1349 (0.84)
D <sub>5</sub> Marketratio	-0.3197 (-0.97)
D <sub>6</sub> Turnover	-0.4449*** (-2.80)
D <sub>7</sub> Intcov	-0.0001 (-0.35)
D <sub>8</sub> Fixass	-0.5095 (-1.17)
D <sub>9</sub> Prime	0.0358 (-0.60)
Constant	9.9826*** (5.04)
行业效应	yes
年度效应	yes
R <sup>2</sup>	within 0.4672
	between 0.1268
	overall 0.2217
Wald chi <sup>2</sup>	1603.51
Obs.	2338
groups	586

注:模型采用随机效应 GLS 估计,截距项省略;模型括号内为经 White 方差调整的 z 检验统计量值;\*\*\* 表示检验在 1% 的水平上显著,\*\* 表示检验在 5% 的水平上显著,\* 表示检验在 10% 的水平上显著。

融资成本差异性的检验,主要检验结果见表 9;从指标的检验结果看,尽管指标 D<sub>3</sub>Dual 未通过显著性检验,但指标 D<sub>1</sub>Firstsquare 和指标 D<sub>2</sub>Equil 均显著正相关,并分别通过了 1% 和 5% 的显著性检验。因此公司治理对于权益融资成本的影响要大于对于债务融资成本的影响。

除此以外,我们另外完成的稳健性工作还包括以下内容:一是改变股权融资成本的定义与计算;对于被解释变量股权融资成本,我们另外采用预期收益增长 RGMM 模型来计算。二是改变控制变量;对公司的成长性指标以 TobinQ's 的自然对数来衡量;增加公司的多元化指标作为控制变量,以 Herfindahal 指数来衡量。三是重新定义样本;删除上市年限不足 3 年的公司,重新筛选样本进行分析;增加有缺失数据的样本,采用非平衡数据进行分析。未列表的回归结果显示,我们的研究结论没有发生显著变化,研究结果具有较好的稳健性。

## 五、研究结论与启示

本文以我国深圳与上海证券交易所连续 4 年具有配股资格和贷款资格的 A 股上市公司为对象,采

一部分检验公司治理对融资成本的影响,主要检验结果见表 8;从模型 1 的检验结果看,指标 Firstsquare 和指标 Dual 通过了 1% 的显著性检验,而指标 Equil 则通过了 20% 的检验,从模型 2 的检验结果看,指标 Equil 和指标 Dual 通过了 1% 的显著性检验,尽管指标 Firstsquare 未通过显著性检验,但系数方向正确。因此总体而言,公司治理能够显著降低权益融资成本和债务融资成本。第二部分主要是公司治理对权益融资成本和债务融

用剩余收益 GEB 模型计算权益融资成本,采用(利息总支出/长短期债务总额平均值)计算债务融资成本,采用公司治理 G 指数衡量企业的综合治理水平,研究了中国上市公司治理水平与企业融资成本之间的关系。我们研究发现:(1)上市公司的综合治理水平有利于降低企业的权益融资成本和债务融资成本;(2)公司治理水平对于企业权益融资成本的影响要大于对于债务融资成本的影响。

本文研究发现具有的意义与启示主要包括:(1)信息风险作为不可分散的系统风险,其风险溢价会增加企业的权益融资成本和债务融资成本,公司治理能够有效降低企业这两种融资成本,说明中国资本市场的投资者识别到了这种信息风险,并且采取了应对措施,因此西方研究者将公司治理视为影响股权融资成本的第四大风险因子,在中国资本市场也是成立的。从国家政策的推进看,应该继续深化公司治理制度性变革,实现投资者保护的重要目标。(2)另一方面,从企业管理者的角度看,公司治理能够有效降低企业融资成本,这说明国家系列公司治理政策的出台,不仅有助于保障投资者利益,也有利于企业融资。因此,企业经营管理者有必要积极改进公司治理,提高融资效率。(3)公司治理对权益融资成本的影响大于对债务融资成本的影响,说明融资成本是股东规避风险的主要工具,因此一方面对于上市公司而言,如果想要获得充足的权益资金,降低权益成本,提高权益融资效率,则应当重视改善公司治理结构,提高公司治理水平,另一方面融资成本可能并不是银行作为债权人规避风险的主要工具,当企业治理水平太差时,银行可能采用其他策略,比如拒绝贷款等,使得企业面临着失去贷款的机会,因此企业从能够便捷顺利的获得银行贷款的角度,也应该提高治理水平。而与此同时,银行也可以充分发挥债务合约的作用,尽可能设计较完备的合约来约束企业。(4)由于公司治理水平对于权益融资成本的影响大于债务融资成本的影响,这意味着股东和债权人在获取信息和信息风险防范的能力方面存在差异,导致这两类投资者对于公司治理机制的关注程度和依赖程度也不一样,因此重点保护和发挥股东的积极性,才能更好更顺利地推进公司治理机制的改革。

(作者单位:南京财经大学会计学院、北京大学光华管理学院,责任编辑:尚增健)



注释

①从表1可知,2000年,股权融资占总体外部融资的86.56%,2001年股权融资比例为67.11%,2002年股权融资比例为46.63%,2003年股权融资比例为54.24%,2004年股权融资比例为56.35%,2005年股权融资比例为61.73%。

②由于我国上市公司发行企业债融资的比例非常小,本文研究中的债务融资主要是指银行贷款融资。

③因为证监会对于企业配股资格要求严格,例如2001年证监会规定的配股条件,财务指标上要求公司最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%,而企业债务融资的条件则相对宽松,因此我们对于样本的选取实际上主要看是否符合配股条件。

④公司治理G指数模型的具体计算过程,参见文后附录1。

⑤由于我国缺乏独立中介机构发布的上市公司盈利预测信息,因此沿用陆正飞和叶康涛(2004),曾颖和陆正飞(2006),蒋琰和陆正飞(2009)的做法,对有实际数据的年份,采用企业第 $t+i$ 期的净利润除以期初账面净资产来替代企业第 $t+i$ 期ROE的预测值;对没有实际数据的年份,假设企业有实际数据 $n$ 期,企业第 $n+1$ 期至第 $t+T-1$ 期的ROE从第 $t+n$ 期的水平向行业平均ROE直线回归,从第 $t+T$ 期开始上市公司的预测净资产收益率 $FROE_{t+T}$ 一直维持在行业平均ROE水平上。

⑥Pittman和Fortin(2004)的计算剔除了债务成本5%~95%以外的样本量。

⑦尽管公司治理作为变量存在一定的内生性,但我们采用了面板数据回归模型,同时考虑到公司治理大部分机制如股权结构、董事会构成以及是否在海外上市等内容在上市前已经被行政确定,因此我们认为自变量的内生性问题并不严重。

⑧该内生转换模型(endogenous switching model)最初是Lee(1978)用来解决经济计量问题,后来Maddala(1983)进行了模型的修正和总结,该模型通常用来解决同一体制下不同模式的选择问题。Bharath,Sunder和Sunder(2008)运用该模型研究会计质量对银行贷款和发行债券两种融资成本影响差异性时,采用的是联立方程的两阶段回归分析。

⑨本文主要列出了Firstsquare,Equil和Dual这3个指标的检验结果,这3个变量反映了公司治理的股权结构机制、董事会机制和控制权竞争机制等重要机制,从重要性的角度来讲,可以代表公司治理水平,主成分分析结果也表明了这一点。另外,作者还采用这3个公司治理变量,构建了一个简易公司治理G指数进行检验,未列表的回归结果显示检验结论基本一致。

参考文献

(1)白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜:《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,2005年第2期。  
 (2)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》,《财会通讯》,2008年第1期。  
 (3)高晓红:《我国上市公司股权融资偏好分析》,《投资研究》,2000年第8期。  
 (4)黄少安、张岗:《中国上市公司股权融资偏好分析》,《经济研究》,2001年第11期。  
 (5)陆正飞、辛宇:《上市公司资本结构主要影响因素之实证研究》,《会计研究》,1998年第8期。  
 (6)陆正飞、叶康涛:《中国上市公司股权融资偏好解析》,《经济研究》,2004年第4期。  
 (7)姜付秀、陆正飞:《多元化与资本成本的关系》,《会计研究》,2006年第6期。  
 (8)姜付秀、支晓强、张敏:《投资者利益保护与股权融资成本——以中国上市公司为例的研究》,《管理世界》,2008年第2期。  
 (9)蒋琰、陆正飞:《公司治理与股权融资成本——单一与综合机制的治理效应研究》,《数量经济技术经济研究》,2009年第

2期。

(10)齐寅峰、王曼舒、黄福广等:《中国企业投融资行为研究——基于问卷调查结果的分析》,《管理世界》,2005年第3期。  
 (11)沈艺峰、肖琨、黄娟娟:《中小投资者法律保护与公司权益资本成本》,《经济研究》,2005年第6期。  
 (12)唐国正、刘力:《利率管制对我国上市公司资本结构的影响》,《管理世界》,2005年第5期。  
 (13)肖泽忠、邹宏:《中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好》,《经济研究》,2008年第6期。  
 (14)于富生、张敏:《信息披露质量与债务成本——来自中国证券市场的经验证据》,《审计与经济研究》,2007年第5期。  
 (15)曾颖、陆正飞:《信息披露质量与股权融资成本》,《经济研究》,2006年第2期。  
 (16)Admati, A., 1985, "A Noisy Rational Expectations Equilibrium for Multi-asset Securities Markets", *Econometrica*, 53, pp.629~658.  
 (17)Amihud, Y. and H. Mendelson, 1986, "Asset Pricing and the Bid-ask Spread", *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, pp.223~249.  
 (18)Anderson, R. C. S. A. Mansi and D. M. Reeb, 2004, "Board Characterdstica Accounting Report Integrity and the Cost of Debt", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.37, pp.315~342.  
 (19)Ashbaugh, H., D. W. Collins and R. LaFond, 2004, "Corporate Governance and the Cost of Equity Capital", Working paper, <http://www.biz.uiowa.edu>.  
 (20)Ashbaugh, H., D. W. Collins and R. LaFond, 2006, "The Effects of Corporate Governance on Firm's Credit Ratings", *Journal of Accounting and Economics*.  
 (21)Barry, C. and S. Brown, 1985, "Differential Information and Security Market Equilibrium", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, December, pp.407~422.  
 (22)Bharath, J. Sunder and S. V. Sunder, 2008, "Accounting Quality and Debt Contracting", *The Accounting review*, Vol.83 (1), pp.1~28.  
 (23)Bhattacharya, S. and G. Chisea, 1995, "Proprietary Information, Financial Intermediation and Research Incentives", *Journal of Financial Intermediation*, Vol.4, pp.328~357.  
 (24)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*.  
 (25)Chen, C. W., Z. H. Chen, K. C. Wei, 2003, "Disclosure, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets", Working paper.  
 (26)Cheng, C. S. A., Denton Collins, Henry He Huang, 2006, "Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.27(2), pp.175~204.  
 (27)Drobetz, W., A.Schillhofer and H. Zimmermann, 2004, "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany", *European Financial Management*, Vol.10(2), pp. 267~293.  
 (28)Easley, D. and O'Hara, M., 2004, "Information and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, Vol. 59(4), pp.1553~1583.  
 (29)Francis, J. LaFond, R. P. Olsson and K. Schipper, 2004, "Cost of Equity and Earnings Attributes", *The accounting Review*, Vol.79(4), pp.967~1010.  
 (30)Harris, M. and A. Raviv, 1991, "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol.46, pp.297~355.



(31)Hart, Oliver, 1995, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press.

(32)Huang, H., 2004, "Shareholder Rights and the Cost of Equity Capital", Working paper, University of Houston.

(33)Iskander, M. R. and N.Chamlou, 2000, *Corporate Governance: A Framework for Implementation*, Washington DC: The World Bank.

(34)Khurana, I. K. and Raman, K. K., 2004, "Litigation Risk and the Financial Reporting Credibility of Big 4 Versus Non-Big 4 Auditors: Evidence from Anglo-American Countries", *The Accounting Review*, Vol.79(2), pp.473~496.

(35)La Porta, L., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 1997, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, Vol.52 (3), pp.1131~1150.

(36)Leuz, C. and R. E.Verrecchia, 2004, "Firms' Capital Allocation Choices, Information Quality and the Cost of Capital", Working paper, University of Pennsylvania.

(37)Merton, R., 1987, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information" *Journal*

*of Finance*, Vol.42, pp.483~510.

(38)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, pp.113~136.

(39)Sengupta, P., 1998, "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", *The Accounting Review*, Vol.73(4), pp.459~474.

附录 1 公司治理 G 指数计算模型

本文沿用白重恩、刘俏、陆洲、宋敏和张俊喜(2005)构建的公司治理 G 指数方法来衡量企业的公司治理水平。该指数设计 8 个变量,囊括了公司治理的内部机制如股权结构机制、董事会机制、高管薪酬机制以及财务信息披露机制等,以及外部机制如企业控制权机制、法律基础和中小投资者权益保护机制、产品市场竞争机制等,能够比较全面的反映公司治理的综合水平。8 个变量分别为:第一大股东持股比例(First)、第二至第十大股东持股比例的集中度(Equil)、是否拥有母公司虚拟变量(Parent)、独立董事比例(Indratio)、董事长与总经理是否两职合一虚拟变量(Dual)、高管人员的持股比例(Top)、是否在其他市场挂牌上市虚拟变量(Hbshare)、是否国有控股虚拟变量(State)。8 个变量的描述性分析与相关性分析分别见附表 1 与附表 2。

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 First_{it} + \alpha_2 First_{it}^2 + \alpha_3 Equil_{it} + \alpha_4 Indratio_{it} + \alpha_5 State_{it} + \alpha_6 Parent_{it} + \alpha_7 Dual_{it} + \alpha_8 Top_{it} + \alpha_9 Hbshare_{it} + \sum_{k=1}^K \gamma_k control_{kit} + \varepsilon_{it}$$

上式中, TQ 表示反映企业价值的 Tobin'Q 值。该模型的控制变量主要包括公司规模(Size)、资产负债率(Leverage)、资产销售收入比(capital/sales)、营业利润与销售收入比(operation income/sales)和行业虚拟变量等。上述模型涉及 8 个研究变量, 而且从相关性分析中可以发现变量之间的存在较大的相关性, 因此我们采用主成分分析法, 寻找上述 8 个变量的线性组合, 并将主成分分析法得出的第一主成分定义为反映公司治理水平的 G 指数, 最终我们得到公司治理 G 指数的计算模型为:

$$GI_{it} = 0.576693First_{it} - 0.49886Equil_{it} - 0.04888Parent_{it} + 0.236616Indratio_{it} + 0.02455Top_{it} - 0.05356Dual_{it} - 0.03112Hbshare_{it} - 0.1369State_{it}$$

该模型 8 个变量的载荷系数中,除了变量 Hbshare 以外, 其余 7 个变量的系数符号与我们的理论预测相吻合。在八大变量中, First, Equil, Indratio, State 是反映公司治理 G 指数的重要变量, 我们检验了计算出的 G 指数与反映公司市场价值的 Tobin'Q 的关系, 发现该 G 指标的系数为正且统计上显著(显著水平在 1%以上)。

附表 2 公司治理 G 指数计算变量的相关性分析

	First	Equil	Indratio	State	Parent	Dual	Top	Hbshare
first		-0.660***	0.052*	0.270***	0.087***	-0.027	-0.026	-0.1552
equil	-0.685***		-0.033	-0.218***	0.052*	0.048*	0.035	0.103***
indratio	0.046*	-0.01		0.087***	-0.065**	0.01	0.036	0.051
state	0.263***	-0.219***	0.097***		-0.110***	-0.072***	0.019	0.054*
parent	0.092***	0.060**	-0.059**	-0.110***		-0.017	-0.032	-0.041*
dual	-0.029	0.046*	-0.078	-0.072**	-0.017		0.092	0.062**
top	-0.213***	0.015*	0.016	-0.048*	-0.165***	0.029		-0.09
hbshare	-0.159***	0.104***	0.029	0.054*	-0.041	0.062**	0.049*	

注: 表的上半部分为 pearson 系数, 表的下半部分为 spearman 系数, \*\*\* 表示检验在 1%的水平上显著, \*\* 表示检验在 5%的水平上显著, \* 表示检验在 10%的水平上显著。

(上接第 121 页) Measure of Brand Extensions", *Applied Cognitive Psychology*, 18(6), pp.697~710.

(22)Sutton S., Braren M., Zubin J. et al., 1965, "Evoked Potential Correlates of Stimulus Uncertainty", *Science*, 196, pp. 64~67.

(23)Wijers A. A., Lamain W., Slopsema J. S., Mulder G., Mulder L. J. M., 1989, "An Electrophysiological Investigation of

the Spatial Distribution of Attention to Coloured Stimuli in Focused and Divided Attention Conditions", *Biol. Psychol.* 29, pp. 213~245.

(24)Wyer, R. S. & Srull, T. K., 1986, "Human Cognition in Its Social Context", *Psychological Review*, Vol. 93(3), pp.322~359.