

# 创业板公司股权治理、债权治理与成长性研究

卢佳友(副教授), 唐 星

(中南大学商学院, 长沙 410083)

**【摘要】** 本文以公司治理理论为依据,以创业板上市公司为研究对象,从股权治理和债权治理角度,分析了不同股权治理和债权治理模式对企业成长性的影响,并着重研究股权治理和债权治理的共同作用对企业成长性的影响,即它们之间的协同效应。研究表明:当单独考虑股权治理和债权治理与成长性的关系时,股权治理与成长性不相关,债权治理的负债程度与成长性负相关,资产与负债期限同成长性正相关。而将股权治理和债权治理结合起来考虑时,股权治理与成长性呈弱正相关关系,债权治理的作用也得到强化,它们之间具有协同效应。

**【关键词】** 创业板公司; 股权治理; 债权治理; 成长性

在我国证券市场上,创业板上市公司属于高科技型企业,是一种重创新、增长潜力高、竞争激烈而充满活力的组织类型。当前,创业板上市公司在创新发展的同时,也面临不少困难。为此,企业管理层开始更多地关注企业的成长性,而股权治理和债权治理作为公司治理的两翼,对于促进公司成长具有重大影响。因此,研究股权治理和债权治理对于创业板企业有效利用现有资源、发挥自身优势、保持企业平稳增长,具有重要意义。

## 一、文献回顾

国内外对于股权治理和债权治理与企业成长性关系的研究表明,股权治理集中体现在股权集中度方面,即因第一大股东、前五大股东、前十大股东持股比例不同,对企业成长性具有不同的影响。**Muller (2009)**研究发现,第一大股东持股比重对成长性具有显著负面影响。李占雷、吴斯(2010)研究认为,股权集中度较高对企业成长性有负面影响。**Roszaini Haniffa**和**Mohammad Hudaib (2006)**研究发现,前五大股东的持股比例与公司绩效之间显著正相关。股权集中度越高,公司绩效越好。李维安、李慧聪、郝臣(2013)研究发现,加强对核心管理者减持行为的监管和优化股权结构有利于促进公司成长性。

另外,也有学者认为,股权结构与成长性(公司绩效)之间存在非线性关系及无明显关系。**Holderness**和**Sheehan (1988)**以**Tobin' Q**作为衡量企业绩效的指标,研究发现,股权结构与公司绩效之间不存在相关关系。**Demsetz**和**Villalonga (2001)**认为,不同的股权集中度只是市场力量共同作用的结果,股东利益最大化才是股东最终目标。因此股权结构与公司成长性不存在必然关系。

关于债权治理与企业成长性的关系,已取得了一些研究结果。**Lang (1994)**研究发现,公司成长性与财务杠杆

呈负向关系,但这种关系仅存在于经营业绩不良的公司。段伟宇、师萍、陶建宏(2012)实证分析了债务结构对创新型成长性影响,结果表明:债务比例、短期债务、商业信用及银行借款均与企业成长性显著负相关。**Berkovitch**和**Israe (1996)**认为,当债权人控制公司时,企业价值与债务水平正相关。**Jaggi**和**Gul (1999)**对自由现金流的实证研究发现,公司的负债率与自由现金流正相关。白居易(2012)通过实证研究发现,公司未来成长性、可抵押资产规模、非流通股比例、负债率对公司的融资行为都有非常显著的影响。**Macey**和**Miller (1995)**对商业银行在德、日、美等国公司治理中的作用进行了比较研究,认为公司绩效越差,债权治理越表现出无效性。王满四(2007)实证研究了负债融资、债权治理与公司绩效的关系及作用机理,认为中国上市公司负债融资并没有发挥正面的公司治理效应,对企业成长性影响不大。

由此可见,已有的研究对于股权治理和债权治理与企业成长性之间的关系,没有一个统一的结论。出现差异的原因与样本的选取和分析方法的差异有关。并且研究者只考虑股权治理与成长性、债权治理与成长性这种一对一的单边关系,没有把股权治理和债权治理结合起来考虑。为此,本文拟在理论分析的基础上,利用模型综合分析股权治理和债权治理对企业成长性的影响。

## 二、理论分析、研究假设与概念模型

**1. 股权治理、债权治理与企业成长性。**企业要想拥有并保持持续成长的能力,做好公司的治理工作必不可少。通过股权治理和债权治理,不断优化公司的股权结构和债权治理机制,对于促进企业的成长具有重大影响。股权治理集中体现为如何合理地安排公司的股权集中度和优化公司的股权结构,即确定第一大股东、前五大股东、前

十大股东的持股比例。债权治理体现为债权人为了保护自己的利益,会对公司的融资、投资行为进行适当监控。为了对债权治理工作进行量化,我们选择以负债融资程度、资产与负债期限、偿债能力三个变量来进行衡量。本文拟从系统论角度将股权治理和债权治理结合起来,研究它们共同对创业板公司成长性的影响。

(1)股权集中度。**Jensen 和 Meckling(1976)**提出,股权越集中,越能更好地对经营管理层的行为进行限制,降低代理成本,提升企业绩效。然而 **Demsetz** 认为,分散的股权结构,可以降低资本兼并成本,促进其他方面利润的增长。我国的创业板公司大多规模较小,公司的组建者多倾向于通过个人或家族持股的方式,掌握企业大部分股权。因此可以预测,我国的创业板公司大多为股权集中型企业,这对企业成长性能发挥一定的促进作用。

(2)负债融资程度。根据资本结构理论,负债融资能够减少一定税负。因此,创业板上市公司更多地采用负债融资来扩大公司规模。但是,根据委托代理理论,当公司面临高风险的投资机会时,公司以大股东为代表的实际控制人,会为了追求高风险收益,而损害债权人的利益增加大股东与债权人的代理成本。因此可以预测,随着企业负债融资程度的加深,代理成本的增加会大大削减负债抵税带来的收益,对企业的成长性有负作用。

(3)资产与负债期限。当企业利用负债融资获取的资金来购买资产时,就需要权衡负债与资产期限的匹配性。创业板上市公司一般都有较大的研发投入,而研发成果为企业创收一般都需要一年以上的周期。因此,较长期限的负债对企业比较有利。良好的资产与负债期限结构,可以降低公司的运营风险,避免企业陷入财务困境,降低债务代理成本。资产与债务的期限匹配,也能有效防止企业在低效益项目上浪费资源,阻止企业的无效扩张,有利于企业健康成长。因此可以预测,良好的资产与负债期限匹配性,对企业的成长性有正向作用。

(4)协同效应。协同效应就是“1+1>2”的效应。企业在生产经营活动中,相互协作、共享资源,这比单独运作能产生更大效益。股权治理和债权治理是公司治理的两翼,对促进公司成长缺一不可。股权治理和债权治理的良好结合,能够使企业有效管理现金流、合理避税、减少筹资费用和降低企业破产风险。因此可以预测,股权治理和债权治理与企业成长性之间存在协同效应。

根据上述理论分析,本文提出如下四个研究假设:

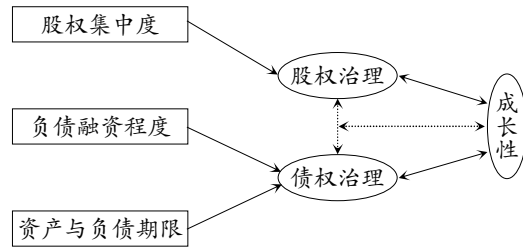
**H1:** 股权治理与企业成长性呈正相关关系。

**H2:** 债权治理中的负债融资程度与企业成长性呈负相关关系。

**H3:** 债权治理中的资产和负债期限与企业成长性呈正相关关系。

**H4:** 股权治理和债权治理与成长性间存在协同效应。

2. 概念模型。本文构建的概念模型如下图所示:



概念模型图

从上图描绘的关系可以看出,股权治理和债权治理会影响企业的成长性,而企业的成长性又会反过来影响股权治理和债权治理。股权治理由“股权集中度”来测量,而债权治理由“负债融资程度”和“资产与负债期限”来测量。本文主要通过对比的方法来研究股权治理和债权治理的共同作用对企业成长性的影响。

上图概念模型提供了这样的思路:首先,将样本数据依据股权集中度的不同分为股权分散和股权集中两大类。其次,依据负债融资程度分为举债较多和举债较少两大类,然后看它们举借的债务是以短期负债为主还是以长期负债为主,这样,样本数据就可以分为八组。最后,探讨在这八种不同的情形下,哪一种股权治理和债权治理的方式更有利于企业成长性的增长,为企业进一步增长成长性提供理论和数据支撑。

### 三、研究设计

1. 变量定义。对变量的分类和定义如表1所示:

表1 变量定义

变量类型	变量分类	变量名称	变量定义
自变量	负债融资程度	资产负债率	负债总额/资产总额;值越小,企业负债程度越低
		有形净值债务率	负债总额/(股东权益-无形资产净值);值越小,企业负债程度越低
	资产与负债期限	现金债务总额比率	经营净现金流量/负债合计;值越大,偿债能力越好,企业短期资产充足
		非流动负债比率	非流动负债/负债合计;值越大,企业需要偿还的长期负债越多,财务风险相对较小
		长期资产适合率	(股东权益+长期负债)/(固定资产净值+长期投资净值),值大于1说明公司长期资金来源充足
	股权集中度	股权集中度	前5大股东持有企业股权的份额
控制变量	企业特征	企业规模	Ln(年末总资产)
		实际所得税税率	年末所得税/税前会计利润
因变量	成长性	Z得分	$Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+X_5$ , 其中Z为综合财务运行状况的判别函数 $X_1$ =营运资本/总资产, $X_2$ =留存收益/总资产, $X_3$ =息税前利润/总资产, $X_4$ =普通股和优先股的市价/总负债, $X_5$ =销售额/总资产
		托宾q值	$Q$ =企业市值/资产重置成本=(流通股市值+优先股市值+负债)/总资产

2. 样本选取和数据来源。本文以创业板公司为研究对象,考虑到创业板公司每年的数据都存在不同程度的波动,因此本文选取连续3年的数据并以其平均值作为样本数据。由于2014年的年报数据尚未公告,因此以2011年、2012年、2013年连续3年的年报平均数据作为样本分析的数据。截至2011年底,在创业板上市的公司为292家,剔除部分ST、\*ST和数据不全的公司,剩余256家。本文的数据来源于锐思(RESSET)数据库。

3. 数据分类。本文根据“股权集中度”、“负债融资程度”和“资产与负债期限”三个大变量的典型代表变量“股权集中度5(前5大股东持有的股份)”、“资产负债率”、“非流动负债比率”来对数据进行分类。

表2 数据分类依据

	N	全距	极小值	极大值	均值	标准差
	统计量	统计量	统计量	统计量	统计量	统计量
股权集中度5	256	0.680 0	0.210 0	0.890 0	0.624 1	0.108 4
资产负债率	256	0.622 0	0.021 7	0.643 7	0.205 3	0.121 6
非流动负债比率	256	0.660 5	0.000 0	0.660 5	0.112 5	0.123 8
托宾q值	256	5.750 0	1.090 0	6.840 0	2.674 4	1.0838
有效的N (列表状态)	256					

本文以表2中的数据为依据,以0.624 1为分界点将样本公司区分为股权分散和股权集中两类;以0.205 3为分界点,将样本公司区分为低负债融资和高负债融资两类;以0.112 5为分界点,将样本公司数据分为短期负债为主和长期负债为主两类。创业板上市公司普遍都具有较高的成长性,根据托宾q值的判断原理,企业托宾q值越大,其成长性越好,当企业托宾q值大于1时,就能够说明企业具有较好的成长性。在256家样本公司中,每个样本的托宾q值都大于1,最高的达到6.84,说明创业板公司都具有较好的成长性。为了更好地分析创业板公司的成长性,这里以256家样本公司3个大变量的典型代表变量数据的均值2.674 4为基准,将创业板公司分为成长性相对较好和成长性相对较差两类。

四、实证分析

1. 描述性统计分析。从表3可以看出,样本创业板公司采用分散型股权结构和集中型股权结构的公司数目差不多。样本公司都有或多或少的负债融资。从负债的结构看,举借的债务相对较少,并且企业更倾向于短期负债融资。在这种股权相对集中、负债融资较少,并且以短期举债为主的情况下,大部分公司的成长性还有进一步增长的空间。也就是说,这种股权治理和债权治理模式还有可改进之处,公司还有继续增长的潜力。

在表3中,加画虚线的数据表示企业的成长性较好。从表中可以看出,在企业股权比较分散、多借款,并且以长期借款形式为主的负债条件下,有相对较多企业的成

成长性相对较好。而在企业股权比较集中的情况下,企业可以考虑采用少借款,即使借款也宜采用长期借款的方式,这样企业能有更好的成长性。

表3 成长性频数统计分析

	股权集中度	负债融资程度	负债与资产期限	成长性
股权分散(117)	负债较少(68)	短期负债(37)	成长性差(20)	
			成长性好(17)	
	长期负债(31)	成长性差(22)		
		成长性好(9)		
	负债较多(49)	短期负债(31)	成长性差(25)	
			成长性好(6)	
长期负债(18)	成长性差(7)			
	成长性好(11)			
股权集中(139)	负债较少(78)	短期负债(49)	成长性差(25)	
			成长性好(24)	
	长期负债(29)	成长性差(12)		
		成长性好(17)		
	负债较多(61)	短期负债(45)	成长性差(36)	
			成长性好(9)	
长期负债(16)	成长性差(11)			
	成长性好(5)			
小计	股权分散(117)	负债较少(146)	短期负债(162)	成长性差(158)
	股权集中(139)	负债较多(110)	长期负债(94)	成长性好(98)
总计	256	256	256	256

在表3中,加画波浪线的数据表示企业的成长性较差。从表中可以看出,在企业股权结构比较分散,并且大量举借短期借款的情况下,企业会陷入被动境地,束缚了企业的发展。同样,在股权结构比较集中、大量举借短期借款的情况下,也会使企业的成长性受到不利影响。综合而言,企业不应该借入大量的短期借款,这会增加企业的财务费用,增加企业的财务风险。而少量地借入短期借款,对企业的成长性影响不是很明显。

(1) 股权治理与债权治理频数统计分析。数据统计结果如表4所示:

表4 股权治理与债权治理频数统计分析

分类	频数	分类	频数	频率
股权分散	117	成长性差	74	63.25%
		成长性好	43	36.75%
股权集中	139	成长性差	84	60.43%
		成长性好	55	39.57%
小计	256		256	200.00%
负债较少	146	成长性差	79	54.11%
		成长性好	67	45.89%
负债较多	110	成长性差	79	71.82%
		成长性好	31	28.18%
小计	256		256	200.00%

从表4中的单独数据来看,股权治理的不同模式对企业的成长性影响较小,成长性较好公司的股权分散和股权集中比例分别为**36.75%**和**39.57%**,相差不大。说明股权集中度与企业成长性相关性不显著。而债权治理的不同状况对企业的影响较大,持有较少负债公司的成长性明显优于负债较多的公司,前者比后者高出**17.71%**。说明负债比率与企业成长性之间负相关,少量的负债,良好的债权治理方式能够促进企业的成长。因此,企业应多采用其他类型的融资方式,少举债,减小企业的财务压力,合理选择和管理负债,促进企业的成长。

(2) 负债治理与成长性频数统计分析。数据统计结果如表5所示:

**表5 负债治理与成长性频数统计分析**

分类	频数	分类	频数	频率	分类	频数	频率
负债较少	146	短期负债	86	58.90%	成长性差	45	52.33%
					成长性好	41	47.67%
		长期负债	60	41.10%	成长性差	34	56.67%
					成长性好	26	43.33%
负债较多	110	短期负债	76	69.09%	成长性差	61	80.26%
					成长性好	15	19.74%
		长期负债	34	30.91%	成长性差	18	52.94%
					成长性好	16	47.06%
总计	256		256		256	400.00%	

根据有税的资本结构理论,债务融资具有税盾效应。因此不少企业在谋求发展中,往往通过债务融资来扩大企业规模、降低资本成本。当然,企业要想通过借款来维持经营活动,是少借债还是多借债,是借短期债还是长期债,必须认真权衡。分析表5的统计数据发现,当企业需要的借款很少时,可以考虑短期借款,这样可以利用负债的抵税效应,降低企业的财务风险,从而促进企业的成长性。根据经验证据,短期借款比长期借款对企业成长性的帮助高出**4.34%**。而当企业需要大量债务融资时,就应该考虑借入长期借款。这样既有助于企业稳定现金流,又可以减少企业的还款压力,避免频繁地借款还款,也能够获得抵税效应。在这种情形下,长期债明显优于短期债,前者的抵税效应比后者高出约**27.32%**。

结合表3、表4、表5来看,在股权治理和债权治理的不同组合情况下,企业的成长性状况也不尽相同。合理地运用股权治理和债权治理模式,促使它们之间相互作用,相互影响,能够使企业在不同的环境条件下,寻找到一条适合自己企业成长的道路。在股权比较分散时,可多借长期债,在企业股权集中时,可借入少量的长期债,这样会使企业相对比较容易获得成功。

(3) 企业规模、所得税税率与成长性频数统计分析。数据统计结果如表6所示:

**表6 企业规模、所得税税率与成长性频数统计分析**

企业规模	频数	成长性	频数	频率	实际所得税率	频数	成长性	频数	频率
(I)	80	成长性差	45	56.25%	(I)	152	成长性差	92	60.53%
		成长性好	35	43.75%			成长性好	60	39.47%
(II)	150	成长性差	99	66.00%	(II)	89	成长性差	55	61.80%
		成长性好	51	34.00%			成长性好	34	38.20%
(III)	26	成长性差	14	53.85%	(III)	15	成长性差	11	73.33%
		成长性好	12	46.15%			成长性好	4	26.67%
总计	256		256	300.00%	总计	256		256	300.00%

表6中企业规模的I、II、III区间分别为**19.56~20.56**、**20.57~21.57**、**21.58~22.57**,说明大部分创业板公司为中等规模,而实践证明,较小或较大规模公司的成长性相对较高,这说明企业规模与成长性呈U型曲线关系。实际所得税税率的I、II、III区间分别为**0.67~15**、**15~25**、**25~46.99**,且大部分企业享受税收优惠政策,实际所得税税率小于或等于**25%**。而实际所得税税率与成长性呈反向关系,企业实际所得税税率越低,成长性越好。

2. 回归分析。

(1) 本文利用Sps19.0统计分析软件做回归分析,输出结果如表7所示。从表中的数据可以看出,代表股权治理的“股权集中度5”与代表成长性的“z得分”的双侧检验结果均为**0.3**,大于**0.05**,没有通过相关性检验,说明股权集中度与企业成长性不相关,也证实了假设1。

**表7 股权治理与成长性回归分析系数(a)**

模型		非标准化系数	标准误差	标准系数	t	Sig.
1	(常量)	5.327	32.245		0.165	0.869
	企业规模	0.41	1.504	0.017	0.272	0.785
	实际所得税率	-30.413	13.016	-0.145	-2.337	0.02
	股权集中度5	7.913	7.616	0.065	1.039	0.3

注:a代表因变量Z得分,下同。

(2) 本文同样利用软件分析检验债权治理与企业成长性之间的相关性,结果如表8所示:

**表8 债权治理与成长性回归分析系数(a)**

模型		非标准化系数	标准误差	标准系数	t	Sig.
1	(常量)	26.405	18.537		1.424	0.156
	企业规模	-0.271	0.887	-0.011	-0.306	0.76
	实际所得税率	-11.335	7.751	-0.054	-1.462	0.145
	资产负债率	-59.08	8.489	-0.544	-6.96	0
	有形净值债务率	6.811	2.628	0.188	2.591	0.01
	现金债务总额比率	11.489	1.213	0.402	9.472	0
	长期资产适合率	16.542	2.392	0.267	6.916	0

从表8可以看出,表中最后一列数据显示所有自变量的双侧检验数值均小于0.05,说明这些代表债权治理的典型变量与企业成长性之间存在相关关系。并且债务的融资程度与企业的成长性呈负相关关系,企业的偿债能力和良好的资产负债搭配与企业的成长性呈正相关关系,这证实了假设2和假设3。

(3)本文将股权治理因素加入债权治理与成长性的相关分析之中,研究它们三者之间的关系。通过软件的分析发现,“股权集中度5”与企业的成长性呈微弱的正相关关系,股权治理对企业的成长性影响较小。在考虑股权治理的情况下,债权治理中的偿债能力和资产负债的匹配度对成长性的影响有所增加,负债融资程度对企业成长性的影响也更加显著,这也与现实中股东和债权人的利益博弈情况相符,说明股权治理和债权治理与成长性之间存在协同效应,也证实了假设4。

表9 股权治理、债权治理与成长性回归分析系数(a)

模型		非标准 化系数	标准误差	标准 系数	t	Sig.
1	(常量)	19.315	18.678		1.034	0.302
	企业规模	-0.044	0.886	-0.002	-0.049	0.961
	实际所得税率	-13.004	7.73	-0.062	-1.682	0.094
	资产负债率	-62.27	8.549	-0.573	-7.284	0
	有形净值债务率	7.77	2.645	0.214	2.938	0.004
	现金债务总额比率	11.373	1.205	0.398	9.438	0
	长期资产适合率	16.838	2.377	0.272	7.082	0
	股权集中度5	8.425	3.839	0.083	2.195	0.029

综合前面频数统计分析结果,我们可以认为,股权治理和债权治理对企业的成长性起着共同作用,因而对成长性的影响更深刻,企业的成长性在不同股权治理和债权治理模式变得越发多样。企业并不仅仅只能通过债权治理来改善企业成长性,与公司发展状况相适应的股权治理模式同样对提升企业的成长性有良好的效果。

### 五、结论

通过前面的理论分析和实证研究,得出以下结论:

1. 单独考虑股权治理和债权治理对企业成长性的影响时,它们之间的关系为:股权治理与企业成长性相关性不显著,负债融资程度与企业成长性负相关,资产与负债的期限与成长性正相关。综合来看,债权治理与企业成长性存在正向相关关系。少借债,合理管理已有债务,能够有效地提升企业的成长性。

2. 将股权治理和债权治理结合起来,研究它们之间的共同作用对企业成长性的影响,结果表明,企业的股权治理对成长性有微弱的作用,股权和债权的合理搭配,能够更好地促进企业的成长。股权治理和债权治理是公司治理的两翼,对于企业的顺利发展都具有重要作用。企业

的股权集中度一般较稳定,变化较少。因而选择与股权治理模式相匹配的债权治理模式显得更加重要。

3. 创业板上市公司属于高科技企业,大多数具有良好的成长性。但是,通过对比发现,在激烈的市场竞争中,有些公司的成长性增长指数是另外一些公司的好几倍,说明目前成长性相对较差的公司还有较大的增长空间,本文的实证分析相当于是一个基准分析,企业管理层可以通过参考高成长性公司的治理模式来改进自己公司的治理,以期提升企业的成长性。

本文的实证研究结论对企业的启示是,企业可以根据自身情况进行决策:在股权比较分散时,多借入期限较长的借款;在企业股权集中时,借入少量的期限较长的借款,这样会使企业相对比较容易获得成功。

### 主要参考文献

Holdermess Clifford G., Dennis P. Sheehan. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1988(20).

李占雷,吴斯.股权结构、董事会治理与公司成长性——来自中小企业板的实证研究[J].经济与管理, 2010(5).

Roszaini Haniffa, Mohammad Hudaib. Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2006(33).

李维安,李慧聪,郝臣.高管减持与公司治理对创业板公司成长的影响机制研究[J].管理科学, 2013(4).

Demsetz H., Villalonga B.. Ownership Structure and Corporate Performance[J]. Journal of Corporate Finance, 2001(7).

Lang Larry H. P., Rene M. Stulz. Tobin's q, corporate diversification, and firm Performance[J]. Journal of Political Economy, 1994(102).

段伟宇,师萍,陶建宏.创新型企业债务结构与成长性的关系研究——基于沪深上市企业的实证检验[J].预测, 2012(5).

Gul. Ferdinand A. Growth Opportunities, Capital structure and Divident Policies in Japan[J]. Journal of Finance, 1999(5).

白居易.我国上市公司融资行为与资本结构的关联性研究[D].南京:南京财经大学, 2012.

Macey J. R., Miller G. P.. Corporate governance and commercial banking: a comparative examination of Germany, Japan, and the United States[J]. Stanford Law Review, 1995(1).

王满四.负债融资、债权治理与公司绩效——基于负债融资的公司治理效应分析[D].广州:中山大学, 2007.