

# 公司治理结构变化与财务危机识别

## ——基于中国深、沪两市 ST 上市公司的实证研究

金燕华 陈冬至\*

**摘要:** 随着企业经营环境日益复杂,公司治理的失败成为企业发生财务危机的根本原因。本文以被特别处理作为上市公司陷入财务危机的标志,从纵向的角度动态考察公司治理结构变化在财务危机发生过程中的累积影响,详细分析了上市公司发生财务危机的过程中,公司治理恶化所产生的作用。本文的实证研究结果表明:股权集中度的提高和其他股东对控股股东制衡能力的减弱将使公司发生财务危机的概率增加;独立董事的频繁更替是公司趋于财务危机的征兆。从防范财务危机的角度出发,应该从多个方面完善我国上市公司的公司治理结构。

**关键词:** 公司治理结构 财务危机 股权治理结构 董事会治理结构

### 一、引言

经过十多年的发展,我国上市公司数量从刚开始的几十家增长到 2007 年的 1 550 家,为国民经济的发展做出了巨大的贡献。与此同时,不断涌现的财务危机问题还是给很多上市公司的持续经营问题带来了相当大的困扰。有相当一批上市公司由于公司治理结构混乱、内部控制失效而导致财务状况恶化、资不抵债。

上市公司的财务危机乃至破产清算,不但会影响到企业的大股东、债权人和职工等利益相关者,还会将这种财务失败的成本转嫁至资本市场,产生广泛的社会影响。因此,在现代公司规模不断扩大,公司治理结构对企业财务状况影响日益增加的情形下,从公司治理结构的角度研究财务危机的识别和预警问题具有特殊的现实意义。

### 二、文献回顾

#### (一) 财务危机与公司治理结构概念的界定

国内外学术界对于财务危机有许多不同的定义。William Beaver (1966) 认为,所谓的财务危机即公司的财务出现以下几种情况:巨额银行透支,无力支付优先股股利,无法遵守债券合同和宣告破产。Altman (1968) 定义的财务危机是“进入法定破产的企业”。George Foster (1986) 将财务危机定义为公司遇到严重的流动性问题,而这种问题的解决必须依赖于公司的运营方式或者结构的大规模重新调整。谷祺和刘淑莲 (1999) 将财务危机定义为“企业无力支付到期债权或费用的一种经济现象,包括从资金管理技术性失败到破产以及处于两者之间的各种情况。”与此同时,很多学者在研究中国大陆地区的证券市场时,通常将证券交易所根据其股票上市规则所认定的被特别处理的公司视为财务危机公司。鉴于我国证券市场的实践以及特点,本文认为,上市公司一旦被实施了“特别处理”,即可认为该公司已陷入了财务危机。

至今,国内外文献中关于什么是公司治理结构,仍没有统一的解释。学者们的观点主要可以分为以下几类:制度安排说、组织结构说以及决策控制说。本文认为,公司治理结构本质上是在公司法人财产的委托代理制的框架下,规范不同治理机关之间的责、权、利关系的一种结构化安排。作为一种内在系统的运行方式,

\* 金燕华,北京化工大学文法学院,邮政编码:100029,电子邮箱:jinyh@china.com.cn;陈冬至,毕马威华振会计师事务所,邮编:100738。

感谢匿名审稿人的宝贵意见。

公司治理结构在“静态”时表现为组织结构,在“动态”时表现为制度安排和决策方式,其目标是使公司各利益主体的目标函数趋于一致,最大程度的降低代理成本,最终实现效率与公平的统一。

## (二) 公司治理结构与财务危机的文献回顾

近年来,学者们在研究财务危机问题时,越来越关注财务危机发生的深层次原因,即制度层面的本质原因,而这方面的研究主要与公司治理结构问题相联系。主要的观点集中在以下几个方面:

### 1. 股权集中度与财务危机

股权集中度是指全部股东因持股比例的不同所表现出来的股权集中还是分散的数量化指标。股权集中度是衡量公司的股权分布状态的主要指标,也是衡量公司稳定性强弱的重要指标。

对于股权的集中与分散孰优孰劣这一问题,学术界有两种不同的观点。赞成股权集中的观点认为股权的集中能使大股东有能力也有动力去积极的监督管理层,并追求企业价值最大化的目标。而赞成股权分散的观点则认为大股东和分散的小股东之间经常出现严重的利益冲突,大股东可能以牺牲小股东的利益为代价来追求自身的利益,利用小股东无法分享的公司控制权,通过侵占小股东利益来获取私利,同时他们也指出分散的股权会使风险得到分散,并使资本市场得以有效竞争。

### 2. 管理层持股比例与财务危机

管理层持股是指公司董事、监事及其他高级管理人员持有的本公司股票,在公司治理中的作用主要表现在对公司管理层的激励上。对于这种激励的作用,理论界有两种不同的看法。

Jensen 和 Meckling(1976)提出的利益趋同假说认为,管理者的天然倾向是根据他们的最大利益来分配企业的资源,而并非以股东利益的最大化为决策目标。当管理者不持有或持有很少的公司股份时,对于其不符合股东利益最大化的行为而给股东所造成的损失,管理者只需承担很少的成本或几乎不用承担成本。在经济利益的驱动下,管理者很可能做出有损于公司价值的决策,使公司逐渐陷入财务危机。但当管理者持有公司一定份额的股份,在公司拥有较大的利益之后,管理者与公司的利益就会趋于一致,其背离价值最大化的行为也会自然减少。因此,当管理者的股权增加时,管理者与其他股东之间的利益冲突将得到有效解决,同时有助于公司降低陷入财务危机的可能性。

相反 Jensen 和 Ruback(1983)提出的掠夺性假说认为,当管理者的持股比例处于较低的水平时,尽管他们缺乏个人动机,但市场监管仍然很有可能迫使其追求股东以及公司价值的最大化。当管理者持股比例达到一定程度,具有一定的表决权和影响力时,就可以满足其非公司价值最大化的目标并使其职位和报酬得以保存。同时,这些管理者还有能力做出一些预防被接管的行为,反对一些并购案或者是股权收购行动。管理者的这种做法使得公司治理机制遭到破坏,公司内部的代理问题会变得更加严重,陷入财务危机的可能性也自然增加。

### 3. 独立董事人数与财务危机

独立董事的利益独立于公司之外。中国证监会对独立董事的定义是“不在上市公司担任除董事外的其他职务,并与其受聘的上市公司及其主要股东不存在可能影响其进行独立客观判断关系的董事。”将独立董事引入董事会主要目的有两个:(1)发挥独立董事的监督功能,对管理层实施监管,防止“内部人控制”问题并确保公司信息披露的真实性;(2)利用其专业知识协助执行董事制定公司的战略规划并保证其合理性。

对于独立董事的作用,理论界存在争议:赞成独立董事制度的观点认为(Pfeffer,1973;Daily et al.,2003;袁萍等,2006),独立董事的引入,能够增加董事会的客观性和独立性,防止总经理等高层执行人员的权利过度膨胀,加强经理层对相关利益主体尤其是股东利益的关注。同时,独立董事能够获得更多的公司之外的社会资源,帮助董事会更好的行使职权。反对独立董事制度的观点认为(Zahra and Pearce,1998;陈传明,1997;赵增耀,2002),在内部经理市场存在竞争的情况下,全部由执行董事组成的董事会能更为有效的进行决策。

### 4. 董事会领导结构与财务危机

董事会领导结构是指董事长和总经理是否兼任。由于董事长和总经理分别在董事会成员和经理层中发挥着领导作用,他们的职责直接关系到公司的整体战略和日常运行,因此,两职的设置状态会对公司的绩效以及财务表现产生重大的影响。

对于两职的设置,理论界存在不同的解释。委托代理理论认为,基于人的有限理性和自利性,两职合一严重削弱董事会对经理层的监督有效性,使总经理的权力过度膨胀,从而造成严重的内部人控制问题。现代管家理论认为,代理理论对总经理的内在机会主义和偷懒的假定是不合理的,出于对自身尊严、信仰和工作满足感的追求,以总经理为首的高层管理团队具有利他性和自律性,因此两职合一同样可以提高企业的绩

效和财务表现。资源管理理论认为,董事会是一种管理外部变量和减少环境不确定性的机制,一个有效的董事会会随着环境的变化而变化,所以董事长和总经理两职合一还是两职分离,要根据企业面对的具体环境的不确定性来确定(Reffe et al., 1978)。由于视角的不同,上述三种理论相互矛盾,并且每一种理论都有相应的实证支持(Recher et al., 1991; Morck, 1989; Berg et al., 1978; Alexander, 1993; 吴淑琨, 2002; 沈艺峰和张俊生, 2002)。

### 三、研究假设

在前述文献回顾的基础上,结合我国资本市场的实践,本文从股权结构和董事会结构这两个方面出发探讨公司治理结构与财务危机之间的关系。

股权结构,通常也称“所有权结构”,是指公司的所有权类型及比例配置的结构。在公司治理结构中,股权结构居于基础性地位,这是因为股权结构决定着董事会结构、大股东类型以及对经理层的股权激励机制,进而会对公司治理模式的形成、运作以及公司的绩效产生影响。本文分别从股权集中度和管理层持股这两个角度出发,来具体研究股权结构与财务危机之间的关系。

董事会由股东大会选举产生,并向股东大会负责,是股东大会闭会期间行使股东大会职权的常设机构。在与股东大会和经理层的关系中,董事会既是股东大会的受托人,又是经理层的委托人,处于“承上启下”的地位。在日常的经营活动中,董事会既负责企业的最高决策,同时也有义务对经理层进行监督,因此是公司治理结构中的关键。本文从独立董事和董事会领导结构这两个角度出发,研究董事会治理结构与财务危机之间的关系。

为了检验公司治理结构变化与财务危机之间的关系,本文提出以下假设:

假设 1: 股权集中程度的提高将增加上市公司发生财务危机的概率。

股权集中程度的提高说明大股东表决权优势的加强和控制公司高层管理人员能力的增加。在外部治理机制薄弱的情况下,对公司实现最终控制的大股东很可能为了自身的经济利益而侵害中小股东的权益,通过资金转移、关联交易等手段对上市公司实施“掏空”行为,造成公司业绩的不断下滑,并最终使公司陷入财务危机。

假设 2: 其他股东对控股股东股权制衡能力的减弱将增加上市公司发生财务危机的概率。

在我国上市公司股权高度集中的背景之下,其他股东对控股股东制衡能力的加强有助于限制控股股东对上市公司的掠夺行为,进而减少公司进入财务危机的可能性。反之,其他股东对控股股东制衡能力的减弱将降低控股股东的掠夺成本,在经济利益的驱动下,控股股东对上市公司实施“掏空”行为的可能性增加,从而也使公司进入财务危机的概率加大。

假设 3: 管理层持股比例的提高将减少上市公司发生财务危机的概率。

上市公司管理层持股比例的提高,使管理层与公司的利益趋于一致。在经济利益的激励下,管理层将更为注重公司绩效的提升,同时自觉减少背离公司价值最大化的行为,从而使公司进入财务危机的概率降低。

假设 4: 独立董事更替越频繁,上市公司发生财务危机的概率越大。

出于风险和收益的权衡,当独立董事发现自己受管理层的阻扰导致无法在公司的董事会中有效行使职权时,独立董事将“用脚投票”主动辞职。而独立董事的被迫离职又会进一步增长管理层的气焰,使公司的内部人控制问题更加严重,代理成本上升,财务危机的发生概率加大。

假设 5: 董事长和总经理两职合一将增加上市公司发生财务危机的概率。

董事长兼任总经理会削弱董事会对经理层的监管力度,影响公司的绩效,进而增加公司发生财务危机的可能性。

### 四、研究设计

#### (一) 数据来源与样本的选择

##### 1. 数据的来源

本文上市公司财务数据及行业分类资料主要来源于金融界网站(www. jyj. com)、巨潮咨询网(www. cninfo. com. cn)、中国证券监督管理委员会网站(www. csrc. gov. cn)和 CCER 上市公司治理结构数据库。

##### 2. 样本的选择

鉴于国外的破产制度较为完善,国外学者在研究财务危机公司时通常是以其是否提出破产申请为确认

公司是否进入财务危机的标志。而我国的破产制度尚有待完善,故一直以来,我国学者在以中国境内的上市公司为基础样本进行有关财务危机问题的研究时,通常是以上市公司被特别处理(ST或\*ST)作为公司进入财务危机的标志,并且准确率较高。因而在本次研究中,本文将沿用这一方法。

根据中国证监会2006年的最新规定,当上市公司出现财务状况异常或其他异常情况时,其股票交易将按照风险的不同,被处以存在终止上市风险的特别处理(简称:\*ST)或其他特别处理(简称:ST)。根据来自巨潮咨询网(www.cninfo.com.cn)的资料,在2007年深、沪两地的A股市场上,有66家上市公司被宣布为“\*ST”公司,另有6家上市公司被宣布为“ST”公司。而在这72家公司中,有43家上市公司是自2001年以来,首次被宣布特别处理的公司。由于本文主要研究上市公司由健康状态进入财务危机的过程中,公司治理结构的变化所造成的影响,故本文选取这43家被特别处理的上市公司为研究样本,在剔除因会计数据造假而被特别处理5家上市的公司后,为了保持政策影响因素的连贯性,本文又剔除了已于2005年11月进行了股权分置改革的“\*ST东方A”,最终确定的基础样本为37家上市公司。

由于上市公司年报披露和证监会处理意见有一定的时间滞后性,这37家上市公司虽然是在2007年被宣布为被特别处理的上市公司,但这些样本公司被处理的原因是由于2005年度和2006年度的异常的财务表现,因此可以认为2006年是这些公司彻底陷入财务危机的年度。

## (二) 公司治理结构指标的选择

从在公司治理结构中的重要性的角度出发,本文主要选择股权治理结构和董事会治理结构这两大类指标。

**股权治理结构:**主要考虑股权集中度、股权制衡程度以及管理层持股这三类指标。在股权集中程度上,采用第一大股东的持股比例作为衡量指标;在股权制衡程度上,采用第二至第五大股东持股比例之和(由前五大股东持股比例之和减去第一大股东持股比例计算而得)与第一大股东持股比例之间的比值作为指标,即 $(CR5 - CR1) / CR1$ ;在管理层持股上,采用董事会成员和监事会成员的持股比例之和作为衡量标准。

**董事会治理结构:**主要考虑独立董事行权有效性和董事会领导结构这两类指标。为了切实反映独立董事在上市公司董事会中行使职权的情况,本文采用独立董事离职人次为指标;在董事会领导结构上,则主要考察董事长和总经理是否兼任。

与此同时,为了显示公司治理结构在一段时期内的动态变化,本文通过截取样本公司2002年和2005年两个年度的公司治理结构指标,纵向考察治理结构变化对财务危机的影响。之所以以2002年和2005年这两年的数据为截点,主要基于以下两方面的考虑:(1)样本公司在2002年的前一个年度和后三个年度均没有被宣布实施特别处理,说明此时公司的治理结构处于比较健康的状态;而2005年度是样本公司彻底陷入财务危机的前一年度,此时样本公司均已处于亏损状态,公司在2006年度是扭亏为盈还是继续亏损将决定其是否需要被特别处理,故2005年是样本公司处于财务危机前夕的关键年度;(2)根据证监会2001年度102号文件的要求,中国境内深、沪两地上市公司于2002年6月前都已初步建立起了独立董事制度,故当年可视为中国董事会治理结构初具雏形的一年;而2005年是中国境内上市公司大面积股权分置改革的前夕。在2005年仅有少数上市公司作为试点单位进行了股权分置改革,就本文的样本公司而言,37家样本公司全部都未在2005年度进行股权分置改革,避免了国家政策因素对于样本公司股权结构的影响,保持了政策影响因素的一贯性。综合以上两点,本文选取2002年和2005年的治理结构信息和治理数据来进行研究,并对公司治理结构指标做如下定义:

### 1. 第一大股东持股比例差异( $CR1$ )

$$CR1 = 2005 \text{ 年年末第一大股东持股比率} - 2002 \text{ 年年末第一大股东持股比率}$$

当第一大股东持股比例差异( $CR1$ )为正数时,说明股权集中度在2002-2005年之间有上升的趋势,并且该差异越大,股权就越趋于集中;相反地,当第一大股东持股比例差异( $CR1$ )为负数时,说明股权集中度在2002-2005年间有下降的趋势,在差异为负的情况下,其绝对值越大,股权就越趋于分散。

### 2. 股权制衡程度差异( $CB$ )

$CB = 2005 \text{ 年年末第二至第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值} - 2002 \text{ 年年末第二至第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值}$ 。即:

$$CB = (CR5_{2005} - CR1_{2005}) / CR1_{2005} - (CR5_{2002} - CR1_{2002}) / CR1_{2002}$$

当股权制衡程度差异( $CB$ )为正数时,说明第二至第五大股东对第一大股东的制衡能力在2002-2005年间有加强的趋势,并且该差异越大,第二至第五大股东的制衡能力就提高的越多;相反地,当股权制衡程度

差异(  $CB$ )为负数时,说明第二至第五大股东对第一大股东的制衡能力在2002 - 2005年间有削弱的趋势,在差异为负的情况下,其绝对值越大,第二至第五大股东的制衡能力就下降的越多。

### 3. 董监事持股比例差异( $BH$ )

$BH = (2005 \text{年年末董事会持股比率} + 2005 \text{年年末监事会持股比率}) - (2002 \text{年年末董事会持股比率} + 2002 \text{年年末监事会持股比率})$

当董监事持股比例差异(  $BH$ )为正时,说明董事会和监事会成员的持股比例在2002 - 2005年间有上升的趋势,并且该差异越大,董监事的持股比例就增加的越多;相反地,当董监事持股比例差异(  $BH$ )为负时,说明董事会和监事会成员的持股比例在2002 - 2005年间有下降的趋势,在差异为负的情况下,其绝对值越大,董监事持股比例就减少的越多。

### 4. 独立董事离职人次( $OUTLEAVE$ )

$OUTLEAVE = 2002 \text{年末至} 2005 \text{年末独立董事离职人数}$

根据本文第三章的理论分析,独立董事离职人次越多,说明董事会治理结构在2002 - 2005年越趋于恶化。

### 5. 董事长兼任总经理( $CEO$ )

$CEO$ 为虚拟变量,2002年末至2005年末这段时期董事长与总经理为同一人时为1,否则为0。

## (三) 财务危机指标的选择

为了研究公司治理结构变化在公司财务危机发生过程中的累积影响,探讨其在财务危机发生之前的识别作用,本文选取能够客观显示公司的运营情况并对财务危机的发生有较强的预测作用的财务指标来对公司的财务恶化状况进行衡量。

研究过程中选用产权比例和权益净利率这两个指标作为公司陷入财务危机程度的代理变量。其中产权比率是指负债总额与所有者权益总额的比率,常用以衡量借款能力以及企业长期偿债能力,是公司财务结构稳健与否的重要标志。该比率越大,表明公司的偿债能力越弱,其进入财务危机的可能性也就越大。权益净利率是公司当年净利润与所有者权益的比率,常用以衡量公司的盈利能力,并且具有很强的综合性。该比率越小,表明公司的盈利能力越弱,其进入财务危机的可能性随之增加。如上文所述,为反映2002 - 2005年间样本公司财务状况的动态变化,本文对这两个能够反映公司财务恶化趋势的代理变量做如下定义:

#### 1. 产权比率差异( $ER$ )

$ER = 2005 \text{年末的产权比率} - 2002 \text{年末的产权比率}$

当产权比率差异(  $ER$ )为正数时,说明公司负债的增长速度超过净资产的增长速度,公司的偿债能力处于减弱之中,公司发生财务危机的可能性随之增加,并且该差异越大,说明公司偿债能力削弱的越多,公司发生财务危机的概率也就越高。相反地,当产权比率差异(  $ER$ )为负数时,说明公司负债的增长速度低于净资产的增长速度,公司的偿债能力处于增强之中,公司发生财务危机的可能性随之减少,在产权比率差异为负数的情况下,其绝对值越大,说明公司偿债能力提高的越多,公司发生财务危机的概率也就越低。

#### 2. 权益净利率差异( $ROE$ )

$ROE = 2005 \text{年度的权益净利率} - 2002 \text{年末的权益净利率}$

当权益净利率差异(  $ROE$ )为正数时,说明公司的盈利能力在加强,公司发生财务危机的可能性随之降低,并且该差异越大,说明盈利能力提高的越多,公司发生财务危机的概率就越小。相反地,当权益净利率差异(  $ROE$ )为负数时,说明公司的盈利能力在减弱,公司发生财务危机的可能性随之增加,在该差异为负数的情况下,其绝对值越大,说明盈利能力下降的越多,公司发生财务危机的可能性也就越大。

## (四) 实证模型的建立

对上市公司治理结构变化与财务危机的关系进行数量化描述,必须科学地设计研究方法,本文运用多元线性回归的方法对公司治理结构变化与财务危机的关系进行实证研究。

假设解释变量(公司治理结构差异)对独立变量(产权比率差异和权益净利率差异)有显著影响,即上市公司治理结构变化对财务危机的发生有显著影响。回归模型为:

#### (1) 检验公司治理结构变化与产权比率变化之间的关系的实证模型

$ER_i = \alpha_0 + \alpha_1 CR1_i + \alpha_2 CB_i + \alpha_3 BH_i + \alpha_4 OUTLEAVE_i + \alpha_5 CEO_i + \epsilon_i$

#### (2) 检验公司治理结构变化与权益净利率变化之间的关系的实证模型

$ROE_i = \alpha_0 + \alpha_1 CR1_i + \alpha_2 CB_i + \alpha_3 BH_i + \alpha_4 OUTLEAVE_i + \alpha_5 CEO_i + \epsilon_i$

## 五、实证结果与分析

本文首先针对样本公司的股权治理结构、董事会治理结构的分布情形做概括性描述,以了解公司治理变量在样本间的分布;随后再通过回归分析验证本文所提之假说,并以回归分析的结果来探讨股权治理结构变化、董事会治理结构变化与公司财务危机发生几率之间的关联性。本文所使用的软件为 SPSS13.0 统计软件。

### (一) 描述性统计分析

表 1 列出了样本公司各变量从 2002 - 2005 年度增减变化情形之最小值、最大值、平均数以及标准差。

表 1 样本变量之描述性统计分析

	最小值	最大值	平均数	标准差
CR1	- 14.4000	8.6400	- 1.771000	4.5967477
CB	- 1.1153	0.4923	0.010319	0.2564281
BH	- 2.9537	0.1243	- 0.088630	0.4870791
OUTLEAVE	0.00	3.00	0.9189	1.06402
CEO	0.00	1.00	0.0811	0.27672
ER	- 51.0252	681.7134	113.898400	137.8840807
ROE	- 328.71183	- 2.07901	- 42.2052	57257.73993533

从表 1 我们可以看出,2002 - 2005 年,第一大股东持股比率差异的平均数为 - 1.77%,这表明在此期间内第一大股东的持股比率有略微减少的趋势。股权制衡程度差异的平均数为 0.0103,显示在此期间,第二至第五大股东对控股股东的制衡能力有微弱的加强趋势。董监事持股比率差异的平均数为 - 0.086%,表示 2002 - 2005 年间董监事持股比率有略微减少的趋势。在董事会治理结构方面,独立董事离职人次的平均数为 0.91,说明在此期间内平均有 0.91 人次的独立董事离开了样本公司的董事会。董事长和总经理是同一人的平均数为 0.0811,说明在这段期间内,有 8.11%的样本公司是由董事长兼任总经理。

此外,产权比率差异的平均数为 113.9%,显示大部分样本公司负债的增长速度超过净资产的增长速度,其偿债压力在不断加大。同时,权益净利率差异的平均数为 - 42.2%,显示大部分样本公司在此期间的盈利能力有比较显著的下降。

由于模型变量之间可能存在的高度相关和多重共线性现象会影响实证研究的结果,因此在进行回归分析之前,本文将通过相关系数分析及方差膨胀因子(VIF)来检测解释变量间是否存在高度多重共线性现象,通过舍弃某些共线性高的变量,来提高最终分析结果的正确性。

表 2 样本解释变量的 Pearson 相关系数

	CR1	CB	BH	OUTLEAVE	CEO
CR1	1	- 0.601	- 0.069	- 0.023	- 0.021
CB		1	- 0.019	- 0.034	- 0.015
BH			1	0.148	0.051
OUTLEAVE				1	0.117
CEO					1

表 3 样本解释变量的方差膨胀因子

	CR1	CB	BH	OUTLEAVE	CEO
VIF	2.001	1.994	1.035	1.038	1.016

表 2、表 3 为本文解释变量的 Pearson 相关系数及方差膨胀因子。依据统计学的相关原理,如果两个解释变量间的相关系数的绝对值超过 0.8 时,则认为这两个变量具有较强的线性相关问题,如果小于 0.3,则认为这两个变量之间具有较弱的线性相关问题。方差膨胀因子越接近 1,解释变量间多重共线性越弱;方差膨胀因子越大,解释变量间多重共线性越强,如果某解释变量的方差膨胀因子大于等于 10,说明该解释变量与其余解释变量之间有严重的多重共线性。从表 2 和表 3 的相关数值可以看出,本文的解释变量之间不存在严重的强线性相关和多重共线性的情形。

### (二) 回归分析

本文采用多元回归中的逐步回归分析法(Stepwise)将解释变量(公司治理结构差异)和独立变量(产权比

例差异和权益净利率差异)引入实证模型进行回归分析。逐步回归分析法会在运算的过程中自动删除或引入解释变量,并最终找出最适合用来分析独立变量的解释变量组合。筛选的标准是根据  $F$  值统计检定来决定,若  $F$  值小于或等于 0.05,则解释变量进入回归模型,若  $F$  值大于或等于 0.1,则将此解释变量删除。逐步回归分析的结果如表 4、表 5 所示。

表 4 样本公司的回归分析结果(一)

被解释变量	解释变量	标准化偏回归系数	$t$ 值	$P$ 值
$ER$	$CB$	- 0.365	- 2.481	0.018
	$OUTLEAVE$	0.348	2.365	0.024
$R^2 = 0.264$				

根据对样本公司治理结构差异变量和产权比率差异的回归分析可以发现:股权制衡程度差异和独立董事离职人次通过了  $F$  检验,说明这 2 个指标与产权比率差异之间有直线关系,回归总体线形显著,具有统计学意义;经  $t$  检验,股权制衡程度差异的  $P$  值为 0.018,与产权比率差异呈显著负相关关系;经  $t$  检验,独立董事离职人次的  $P$  值为 0.024,与产权比率差异呈显著正相关关系;第一大股东持股比例差异、董监事持股比例差异,董事长兼任总经理未通过  $F$  检验,说明这三个指标与产权比率差异之间的关系不具有统计学意义。

表 5 样本公司的回归分析结果(二)

被解释变量	解释变量	标准化偏回归系数	$t$ 值	$P$ 值
$ROE$	$CB$	0.594	5.728	0.000
	$OUTLEAVE$	- 0.510	- 4.916	0.000
$R^2 = 0.634$				

根据对样本公司治理结构差异变量和权益净利率差异的回归分析可以发现:股权制衡程度差异和独立董事离职人次通过了  $F$  检验,说明这 2 个指标与权益净利率差异之间有直线关系,回归总体线形显著,具有统计学意义;经  $t$  检验,股权制衡程度差异的  $P$  值为 0.000,与权益净利率差异呈显著正相关关系;经  $t$  检验,独立董事离职人次的  $P$  值为 0.000,与权益净利率差异呈显著负相关关系;第一大股东持股比例差异、董监事持股比例差异、董事长兼任总经理未通过  $F$  检验,说明这 3 个指标与产权比率差异之间的关系不具有统计学意义。

综上所述,假设 2 和假设 4 成立,假设 1、假设 3、假设 5 不成立。

### (三) 实证结果分析

拒绝假设 1:股权集中度的提高将增加公司发生危机的概率。原因可能是中国上市公司本身就具有股权集中的特点,在这种情况下,控股股东无需增加持股比例就已经可以有效的控制公司及其高层管理人员并实施“掏空”行为,因此,股权集中度的提高对公司发生财务危机的影响比较小。

接受假设 2:其他股东对控股股东股权制衡能力的减弱将增加上市公司发生财务危机的概率。有效的股权制衡将大大增加控股股东的掠夺成本,进而减少其对中小股东的掠夺行为;而股权制衡的逐渐失效则意味着掠夺成本的降低,出于自身经济利益的驱动,控股股东侵占中小股民权益,对公司实施“掏空”行为的可能性大大增加,公司发生财务危机的概率也就随之增大。

拒绝假设 3:管理层持股比例的提高将减少上市公司发生财务危机的概率。原因可能是中国上市管理层的持股比例仍处于一个较低的状态,持股比例的提高尚无法对管理层形成有效的激励并增加其对公司价值的认同,因此,管理层持股比例的提高对公司避免发生财务危机的作用比较小。

接受假设 4:独立董事更替越频繁,上市公司发生财务危机的概率越大。独立董事的频繁更替往往意味着公司存在着比较严重的内部人控制问题,这种更替频率越高,内部人控制问题就越严重。而内部人控制问题的恶化又通常使公司的代理成本上升,并最终导致公司进入财务危机的可能性加大。

拒绝假设 5:董事长和总经理两职合一将增加上市公司发生财务危机的概率。原因可能是中国目前正处于转轨期,经济环境的不确定性较大,在这种情况下,董事长兼任总经理所带来的公司经营效率的提高能够在很大程度上抵消两职合一所造成的潜在的代理成本的增加,因此,董事长和总经理两职的设置状态对公司发生财务危机的影响不大。

## 六、研究结论与建议

### (一) 研究结论

#### 1. 股权制衡的失效是上市公司发生财务危机的重要原因

股权高度集中,“一股独大”是中国上市公司股权结构最为突出的特点之一,虽然近几年,中国政府对上市公司实施了国有股减持、股权分置等一系列改革,但是中国上市公司“一股独大”的现象仍然普遍存在。与此同时,目前中国正处于经济转轨时期,法律体系和法律执行机制尚不健全,市场监管机制也比较薄弱。在这种外部治理机制无法有效发挥作用的情况下,如果公司的其他股东对控股股东的制衡能力逐渐减弱,就会使控股股东的权力逐步的失去约束,掠夺行为的成本不断的降低,进而使控股股东对上市公司实施“掏空”行为的可能性加大,公司发生财务危机的概率增加。当然,鉴于中国外部治理机制尚不完善,我们不能忽视股权的相对集中在限制经理人“败德行为”和“逆向选择行为”方面的积极作用,因此,对于目前的中国上市公司来说,减少控股股东的持股比例,增加后几位股东的持股比例,形成股权制衡条件下的股权相对集中将有助于公司对财务危机的防范。

#### 2. 独立董事的频繁更替是上市公司趋于财务危机的征兆

解决上市公司现阶段存在的“内部人控制”问题是中国引入独立董事制度的初衷。根据这一原则,中国上市公司独立董事的首要任务就是监督管理层,防止“内部控制”。然而,在现有的体制下,独立董事行使职权缺乏相应的法律保护,很容易遭到上市公司管理层不同程度的抵制。当这种抵制达到一定程度,以至于独立董事无法正常履行职责时,他们只有通过辞职来规避风险并表示抗议。因此,从公司治理的角度看,独立董事的频繁更替说明公司存在着严重的“内部人控制”问题。与此同时,独立董事辞职这一行为本身又加速了上市公司独立董事制度的“形式化”过程,使公司的内部监督机制趋于失效,使公司的“内部人控制”问题更为严重,使公司的代理成本不断上升,并最终使公司进入财务危机的可能性大大增加。

### (二) 建议

实证研究表明,公司治理的失败能在很大程度上解释公司进入财务危机的原因。因此,从防范财务危机的角度出发,我们应该从以下几个方面来着手改善我国上市公司的公司治理:

1. 积极巩固股权分置改革的成果,并进一步加大流通股的比例,使各种类型的股票能早日在资本市场上实现自由流通。同时,从制度上完善委托投票制和累积投票制,积极鼓励个人和有关机构出面保护中小股东的利益,让他们能在股东大会、董事会上发出属于自己的声音。

2. 积极扶植和发展理性成熟的机构投资者,例如养老基金、福利基金、社会保障基金、退休基金以及非银行金融机构等等。与普通的中小股民相比,理性的机构投资者持股时间较长,资金量大,拥有足够的研究分析能力和信息,因此更有能力凭借其所拥有的上市公司的股份,或以债权人的身份参与到公司的治理活动中,通过股东大会表决机制,董事会决策机制,破产清算机制对上市公司的日常管理以及经营者的经营行为进行监督和约束。

3. 从制度上保障独立董事能有效地行使其职权。虽然我国的法律法规赋予了独立董事广泛的权利,但是这些权利仅仅是“纸面上的权利”。如果我们想把“纸面上的权利”真正的转化为现实经济生活中的行动,需要一系列制度性保障。这些制度包括:(1)完善的独立董事选聘机制。这种独立董事选聘机制应该能够防止大股东对独立董事任免的操纵,使进入董事会的独立董事真正具备独立性和专业能力,同时拥有比较充足的时间和精力来参与公司的管理活动。(2)有效的企业文化。这种企业文化除了能够对董事会成员形成制度约束和道德约束之外,应该还能自动调解内部董事和独立董事之间的矛盾,进而在董事会中造成一种民主、和谐、信任的气氛,为独立董事行使职权创造良好的环境。(3)周密的行权程序。这种程序应该包括以下几部分内容:独立董事行使职权的对象、独立董事行使职权的步骤、公司管理人员的配合义务、独立董事行使职权受到阻碍时可以采取的行动。

4. 稳步提高独立董事的报酬。目前,我国独立董事的报酬主要是以“津贴”的形式进行发放,与世界其他国家相比,存在报酬较低的情况,这也导致部分独立董事在参与公司治理的过程中热情不高,不愿意投入过多的精力。因此,我们有必要稳步提高独立董事的报酬,除了固定的货币薪酬之外,向独立董事提供一定的股票期权,使其与企业的经营绩效产生关系,进而提升独立董事监督公司日常经营活动的效率,这种做法同时也使独立董事能够真正代表中小股东的利益,并站在他们的立场上思考问题。

5. 健全独立董事法律约束和声誉约束机制。在给独立董事以物质激励的同时,我们也有 (下转第 72 页)

移集聚相关产业提高生产率,发挥出“增长极”的作用。

第三,中国承接第三次国际产业转移,不仅其治理者是发达国家的主导型企业,在中国从事代工的企业也是以外资企业为主的。若产业转移中西部地区还是以外资企业为主,则中国的大国优势和要素租金则有继续被发达国家利用之忧。因此,在产业转移的过程中,如何发展和扶持本土企业,使其完成对外资企业的学习-竞争-赶超的过程,成为中国产业升级和区域协调发展的主体就是重中之重。

#### 参考文献:

1. 保罗·克鲁格曼:《地理在经济发展中的作用》,载《比较》,北京,中信出版社,2007。
2. 刘志彪、张少军:《中国地区差距及其纠偏:全球价值链和国内价值链的视角》,载《学术月刊》,2008(5)。
3. 罗德明:《“干中学”理论述评》,载《科研管理》,1997(1)。
4. 瞿宛文:《台湾后起者能借自创品牌升级吗?》,载《世界经济文汇》,2007(5)。
5. 小岛清:《对外贸易论》,中文版,天津,南开大学出版社,1987。
6. Arndt, S. and Kierzkowski, H., 2001. *Fragmentation: New Production Patterns in the World Economy*. Oxford: Oxford University Press.
7. Ciccone, A. and Robert, E. Hall, 1996. “Productivity and the Density of Economic Activity.” *American Economic Review*, Vol. 86(1), pp. 54 - 70.
8. Dunning, John H., 1981. *International Production and Multinational Enterprise*. London: George Allen and Unwin.
9. Kogut, B., 1985. “Designing Global Strategies: Comparative and Competitive Value-added Chains.” *Sloan Management Review*, Vol. 26(4), pp. 15 - 27.
10. Krugman, Paul, 1995. *Growing World Trade*. Brookings Papers on Economic Activity 1.
11. Bazan, Luiza and Navas - Aleman, Lizbeth, 2004. “The Underground Revolution in the Sinos Valley: a Comparison of Upgrading in Global and National Value Chains,” in Hubert Schmitz, ed., *Local Enterprises in the Global Economy: Issues of Governance and Upgrading*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Pub., pp. 110 - 139.
12. Vernon, Raymond, 1966. “International Investment and International Trade in the Product Cycle.” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80(2), pp. 190 - 207.
13. Schmitz, H., 2004. *Local Upgrading in Global Chains: Recent Findings Paper to Be Presented at the DRUID Summer Conference*.
14. Wright, T. P., 1936. “Factors Affecting the Cost of Airplanes.” *Journal of Aeronautical Sciences*, Vol. 3(4), pp. 122 - 128.

(责任编辑:陈永清)

(上接第 64 页)必要明确独立董事对于中小股东的受托责任,加强对独立董事的约束机制。一方面,当独立董事因未尽诚信义务和善良管理人义务而给中小股东造成损失时,独立董事应负民事赔偿责任。另一方面,我们可以在大力提高独立董事社会地位的同时建立起市场化的独立董事评价体系,使独立董事充分感受自我成就感,并为保持这种成就感而努力工作。

#### 参考文献:

1. 陈传明:《“内部人控制”成因的管理学思考》,载《中国工业经济》,1997(11)。
2. 谷祺、刘淑莲:《财务危机企业财务投资行为分析与对策》,载《会计研究》,1999(10)。
3. 沈艺峰、张俊生:《ST公司董事会治理失败若干成因分析》,载《证券市场导报》,2002(3)。
4. 袁萍、刘士余、高峰:《关于中国上市公司董事会、监事会与公司业绩的研究》,载《金融研究》,2006,(6)。
5. 尤金·法马、迈克尔·詹森:《所有权与控制权的分离》,见陈郁编:《所有权、控制权与激励——代理经济学文选》,中文版,上海,上海人民出版社,2006。
6. 吴淑琨:《股权结构与公司绩效的U型关系研究》,载《中国工业经济》,2002(1)。
7. 赵增耀:《董事会的构成及其职能发挥》,载《管理世界》,2002(3)。
8. Altman, E., 1968. “Financial Ratios, Discriminate Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy.” *Journal of Financial*, September, pp. 589 - 609.
9. Beaver, W., 1966. “Financial Ratios as Predictors of Failure.” *Journal of Accounting Research* Vol. 4, pp. 77 - 111.
10. Daily, C. M.; Dalton, D. R. and Cannella, A. A., 2003. “Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data.” *Academy of Management Review*, Vol. 28(3), pp. 371 - 382.
11. Foster, G., 1986. *Financial Statement Analysis*. NJ: Prentice Hall, 2nd Ed.
12. Jensen and Ruback, 1983. “The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5 - 50.
13. Jensen, Michael C. and Meckling, W. H., 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(12), pp. 305 - 360.
14. Morck, R.; Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1989. “Alternative Mechanisms for Corporate Control.” *American Economic Review*, Vol. 79, pp. 842 - 852.
15. Pfeffer J., 1973. “Size, Composition, and Function of Hospital Boards of Directors: A Study of Organizational - environment Linkage.” *Administrative Science Quarterly*, Vol. 18, pp. 349 - 364.
16. Zahra, S. A. and Pearce J. A., 1989. “Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrated Model.” *Journal of Management*, Vol. 15(2), pp. 291 - 334.

(责任编辑:刘成奎)