

公司治理、环境不确定性与债务资本成本

王怀明, 陈 雪

(南京农业大学 金融学院, 江苏 南京 210095)

[摘 要]以 2011—2014 年深沪 A 股上市公司为研究对象,实证分析公司治理与环境不确定性对债务资本成本的影响,结果显示环境不确定性和债务资本成本显著正相关,这说明企业面临的外部环境不确定性越高,其所承担的债务资本成本也随之增加。同时,公司治理水平对环境不确定性与债务资本成本的关系具有一定的抑制作用。研究表明,高的公司治理水平可以在一定程度上缓解环境不确定性对债务资本成本的冲击。因此,提高公司治理水平具有必要性。

[关键词]环境不确定性;债务资本成本;公司治理水平;债务融资;权益融资;市场风险评估;财务风险;资金供给;会计信息披露

[中图分类号]F279 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)05-0066-09

企业的生产、经营、投资、创新、重组、并购以及竞争等各种活动都需要资金的支持,充足的资金供给是企业生存的前提和基础,因此,当企业在运营中面临资金不足时,融资便是一种不可缺少的途径,它可以满足企业生存和发展的需求。债务融资是我国上市公司最主要的融资途径,占公司融资总额的 78% 左右。自证券管理部门加强对权益融资的监管以来,债务融资越来越成为一种不可或缺的融资方式。然而,由于国家的刚性兑付提高了无风险收益率,货币运用的效率和方式存在不足,同时,企业自身的风险导致其在融资中面临的主要难题是融资难和融资贵,这些都限制了我国企业的发展,也为中国整体经济带来危机。自 2015 年至 2016 年 3 月,央行先后 5 次下调人民币贷款利率,6 次下调存款基准利率,目的是缓和企业融资成本高的问题,为我国实体经济的稳定增长提供资金保障。在融资过程中,影响融资价格的主要因素是基准利率和溢价部分,因此,我们可以发现,央行的降准降息政策只是影响到了企业融资过程中的基准利率,并没有影响到风险溢价部分。

降低债务资本成本,保证资金供给,提高融资能力和盈利能力,是每个企业共同的目标。因此,对债务资本成本影响因素的研究具有一定的必要性,只有找到影响因素才能够进一步降低融资成本,为企业的发展提供良好的货币支持。目前,国内外学者大多从公司内部入手来探究影响企业债务资本成本的因素,鲜有文献研究外部宏观环境对企业债务资本成本的影响,即使有文献从宏观环境角度进行研究,也很少有为缓解这种压力寻找适当途径的文章。本文从来自上下游企业、监管部门的不确定性入手,探讨其对企业债务资本成本的影响,进一步从公司治理的视角来寻找应对环境不确定性对债务资本成本冲击的途径。

一、文献回顾

债务资本成本的高低是影响企业外部融资可行性的重要因素,会影响企业的盈利能力和业绩增

[收稿日期]2016-05-16

[基金项目]国家自然科学基金项目(71173108)

[作者简介]王怀明(1963—),男,江苏姜堰人,南京农业大学金融学院教授,博士生导师,主要研究方向为资本市场与公司金融;陈雪(1992—),女,江苏徐州人,南京农业大学金融学院硕士生,主要研究方向为资本市场与公司金融。

长,因此,对于债务资本成本影响因素的讨论一直是学术界关注的热点。

Scott 发现,随着会计信息披露质量的提高,企业的市场流动性也随之增加,从而起到降低债务资本成本的作用^[1]。刘永冠结合我国经济制度国情的研究发现,会计信息披露能够提高信息透明度,可以降低债务资本成本^[2]。Zhang Jieying 认为,会计稳健性可以降低债务人的违约风险,获得贷款优惠,进而降低债务融资成本^[3]。郝东洋等学者也发现,企业申请贷款时,债权人为了降低投资风险,在对企业进行调查时会更加关注企业的会计数据,尤其是稳健性的要求,这验证了会计稳健性能够降低债务资本成本的假设^[4]。李姝和谢晓嫣证实了政治关联会提高企业的债务融资能力^[5]。产权性质也会影响到公司的债务资本成本,Faccio 等发现国有企业更容易得到政府补贴^[6],Brandt 和 Li 发现,民营信贷歧视严重,并且需要支付更高的筹资成本^[7]。毛新述和周小伟从公开债务融资选择、规模和期限三个角度着手研究发现,董事长或总经理的政治关联更有利于公司获取公开债务融资,民营企业更为显著^[8]。

实际上,企业处于一个动荡的、不可预知的环境中。Milliken 认为环境不确定性主要表现在状态、影响以及反应方面的不确定性^[9]。环境不确定性会给企业的战略规划和经营过程带来风险,可能会引起业绩波动。Ghosh 和 Olsen 研究发现,环境不确定性会加重管理者与外部股东间的信息不对称^[10]。国外学者 Ahsan、Mahmud 等以及国内学者申慧慧都证实了环境不确定性对增强管理层实施盈余管理动机的作用^[11-12]。申慧慧等认为,环境不确定性会增加注册会计师出具非标准审计意见的概率,导致非效率投资^[13]。牛建波和赵静实证发现,环境不确定性会提高决策失败的风险^[14]。

从以上文献可以发现,研究债务资本成本的影响因素至关重要,虽然学者们从不同方面探讨出很多影响债务资本成本的因素,主要是信息披露、会计稳健性、政治关联和内部控制等公司内部可控的因素,结论也是呼吁企业加强内部控制建设,但是不少人忽视了企业不可控制的外部环境变动对企业的影响,环境不确定性可能来自本企业的供应商、购买者、竞争者,也可能来自于政府政策及经济波动,这些不确定因素会给企业收入带来预料不到的影响,也会影响企业的盈利和发展。关于环境不确定性的研究,学者们主要研究其对企业管理层战略的影响,这是外部环境对企业的直接影响。融资成本主要取决于债权人,所以环境不确定性对融资成本的影响是间接影响。关于这两者的研究很少,且多从权益成本的角度来分析,但是我国上市公司的主要融资还是债务融资,因此,本文提出如下问题:这种不确定性是否会影响债权人对企业的风险评估,进而要求公司提供更高的资本成本作为补偿呢?对于企业自身而言,健全和完善公司治理结构有助于对管理层实施监督,同时也可以向外部利益相关者传递积极的信号,那么,高的公司治理水平是否能够降低环境不确定性所带来的风险,进而有助于降低债务资本成本呢? 本文将基于以上两个问题展开研究。

二、理论分析与研究假设

(一) 环境不确定性与债务资本成本

外部环境的不确定性会增加管理者与外部利益相关者之间的信息不对称程度^[9]。根据信息风险理论,信息不对称导致的信息风险是不可分散的,投资者为降低信息风险带来的损失,会寻求价格保护,产生逆向选择。这表明债权人在信息不透明的情况下会提高企业的债务融资成本来进行自我保护。同时,在外部环境不确定性较高的情况下,企业有动机隐藏对自身不利的信息,相比之下,债权人掌握的信息较少,且无法有效辨识这些信息的质量,为了降低自身风险,债权人可能会花费更多的成本去搜集企业经营状况的相关信息,因此,债权人会向企业收取更高的风险溢价,从而增加了企业的融资成本。

从风险管理角度来看,为了控制投资风险,债权人会评估债务人的风险水平。在环境不确定性较高的情况下,企业的管理者由于信息的缺乏,难以合理估计环境变化可能带来的收益和成本,这也会

增加企业的未来经营风险。环境不确定性给企业经营活动的开展以及战略的制定增加了一定难度^[15],企业因此会更加频繁地制定短期预算,影响其长远发展,致使潜在经营风险增加。环境不确定性越大,市场的风险评估也越大,出于对自身风险控制的考虑,债权人会倾向于提高借款利率。

从信号传递角度来看,企业在筹资时通常会向债权人展示自身较高的还款能力和盈利能力,但在环境不确定性较高的情况下,审计师出具非标准审计意见的概率会增加^[16],企业盈余管理程度提高,导致非效率投资,同时,公司的会计信息质量也会降低,这些实际上都为债权人传递了经营不利的信息。因此,为了降低自身的风险,债权人可能会通过提高贷款利率的方式来达到收取风险溢价的目的。基于以上分析,本文提出假设1:

假设1:在其他条件相同的情况下,环境不确定性与债务资本成本存在正相关关系。

(二) 公司治理、环境不确定性与债务资本成本

Jensen 和 Meckling 从两权分离带来的利益冲突出发,围绕代理问题来研究债务资本成本。他们的研究表明,股东和债权人之间收入函数的非对称性和不完全契约是客观存在的,这会导致股东与债权人之间的利益冲突^[17]。风险与收益对称原则表明,管理层站在公司稳定发展的角度上充分考虑到投资风险的存在,不愿将资金投到风险高的项目中,而股东则只考虑获得更多收益,所以会尽可能地使用债务资本成本,让其充分发挥财务杠杆的作用。股东的自利行为损害了债权人的利益,使得债权人不得不提高融资成本来补偿风险。

公司治理包括内部治理机制和外部治理机制:内部治理包括董事会、高管激励、股权结构和信息披露等方面,外部治理包括股东保护和市场化等方面。根据委托代理理论,董事会的治理机制主要通过董事及独立董事充分发挥其监督作用来实现;高管持股将发挥激励作用,使高管充分考虑公司长远利益,促进股东价值最大化;适当的股权集中度可以给高管施加压力,以促使其加强经营管理,提升企业价值;全面的信息披露可以提升企业的信息透明度。外部治理机制中的投资者保护也会降低债权人面临的代理风险和信​​息风险。因此,公司治理水平的提高,会使股东和管理层的目标趋于一致,减少投资者与管理层之间的代理问题,有利于企业做出更理性的决策。

新古典经济学框架下的股东至上理论表明,经济活动的逻辑起点是交换活动,在完全市场中,企业本质是追求利润最大化,所以它主张公司内部与外部治理体制相结合来降低代理成本,形成公司经济资源和收益分配的市场控制。当公司综合治理处于较高的水平时,信息不对称问题会得到缓解,企业为保护自身和投资者的利益,会加强企业自身对风险的识别和应对能力,在外部环境不确定性增加时,积极应对风险,在不确定性中寻找机遇。

白重恩等人研究发现,公司治理水平能够显著提升企业价值^[18]。因此,虽然企业面临外部环境不确定性,但公司内部治理水平会影响企业的业绩,也会影响企业的偿还能力。由此推测,企业良好的公司治理水平能在一定程度上提高对环境不确定性的抵御能力,减少由环境不确定性带来的信息不对称现象,并降低企业的融资约束,从而降低资本成本。相反,较低的治理水平会增加代理成本的风险,提高企业的资本成本。基于以上分析,本文提出假设2:

假设2:在其他条件相同的情况下,公司治理水平越高,越能够缓解外部环境不确定性对债务资本成本的影响。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取2011—2014年在深沪两市挂牌交易的所有A股上市公司为研究样本。为了确保回归结果的可靠性,根据以下原则进行筛选:(1)剔除所有金融、保险类企业;(2)剔除ST和PT公司;(3)剔除研究期间变量数据缺失的公司;(4)剔除上市不足5年以及销售收入小于0的公司。最终我们

获得 5456 个观测值。此外,为了控制极端值对回归结果的影响,我们对所有连续变量上下 1% 的样本进行了缩尾处理(winsorize)。本文相关财务数据来源于 Wind 资讯金融终端和国泰安数据库,所使用的计量软件是 STATA11.0 和 SPSS19.0。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

债务资本成本(Lv):我们借鉴李广子和刘力的计算方法^[19],采用净财务费用与公司总负债之比来衡量债务资本成本。净财务费用是利润表财务费用下“利息支出”、“手续费”和“其他财务费用”的加总,此方法可从整体上反映企业债务资本成本水平。

2. 解释变量

环境不确定性(EU):环境不确定性主要源自企业的外部环境,而供应商和竞争者这些主要影响者的决策变化会对企业的业务产生很大影响,从而导致销售收入的波动^[20]。本文借鉴申慧慧等的做法^[13],从动态性这个角度对环境不确定性进行研究,采用经过行业调整的企业过去 5 年的非正常销售收入的变异系数来衡量环境不确定性。(1)首先采用最小二乘法模型,分别估计 5 年中每一年的非正常销售收入。公式为 $Sale = \varphi_0 + \varphi_1 Year + \varepsilon$,其中, $Year$ 是年度变量, ε 是非企业的非正常收入。(2)用过去 5 年的非正常销售收入的标准差,除以过去 5 年销售收入平均值,得到当前年度没有经过行业调整的环境不确定性。(3)对当前年度同行业所有公司的环境不确定性取中位数,得到行业环境不确定性。(4)用各公司当年未经调整的环境不确定性指标除以当年的行业环境不确定性,得到各公司当年的环境不确定性。考虑到环境不确定性的经济后果可能存在滞后性,也为了避免内生性问题,本文对 EU 采取滞后一期处理。

公司治理水平(G):本文借鉴白重恩等的方法,用主成分分析法构建公司治理水平的衡量指标^[18]。该指标设计有八个变量,分别为董事长与总经理是否两职合一的虚拟变量($Dual$)、独立董事的比例($Indratio$)、高管人员持股比例(Top)、第一大股东的持股比例($First$)、第二至十大股东持股比例集中度($Equil$)、企业是否拥有母公司的虚拟变量($Parent$)、是否在其他市场挂牌上市的虚拟变量($Hbshare$)以及是否为国有控股的虚拟变量($State$)。这八个变量主要从市场化、董事会、高管激励、股权结构、信息披露和股东保护等方面综合反映了公司内外部治理机制。本文通过对这八个变量的主成分分析来寻找它们的线性组合以最大化描述其变化情况,从主成分分析中得出的第一大主元被定义为反映公司综合治理水平的 G 指标。

3. 控制变量

借鉴相关文献^[21-22],本文主要采用如下控制变量:公司规模($Size$)、财务风险(Lev)、成长性($Growth$)、固定资产比例($Fixass$)、账面市值比(Btm)、盈利能力(Roe)、利息保障倍数($Intcov$)、资金流动性($Liquid$)、产权性质(Soe)等。另外,为控制时间和行业效应,我们加入了年度与行业虚拟变量。具体的变量定义见表 1。

公司规模($Size$)越大,说

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释量变量	债务资本成本	Lv	净财务费用/总负债
解释变量	环境不确定性	EU	企业过去 5 年的销售收入的变异系数
	公司治理水平	G	通过主成分分析法计算所得
	公司规模	$Size$	期初净资产的自然对数
	财务风险	Lev	企业总负债/企业总资产 $\times 100\%$
	成长性	$Growth$	(本年主营收入 - 上年主营收入)/上年主营收入
控制变量	固定资产比例	$Fixass$	固定资产净额/资产总额 $\times 100\%$
	账面市值比	Btm	当年年底的股权的市场价/账面价
	盈利能力	Roe	净利润/净资产 $\times 100\%$
	利息保障倍数	$Intcov$	息税前净利润/利息支出
	资金流动性	$Liquid$	流动资产/资产总额 $\times 100\%$
	产权性质	Soe	国有企业设为 1,非国有企业设为 0
	年度	$Year$	虚拟变量,当年取值为 1,否则为 0
	行业	$Industry$	虚拟变量,本行业取值为 1,否则为 0

明企业拥有总资产越多,偿债能力越强,另外,信息不对称理论认为,规模大的公司信息不对称较低,债权人对其的风险评估成本也较低,相应的债务资本成本较低,公司规模用公司期初净资产的自然对数表示。财务风险(*Lev*)是债权人评估企业风险的主要指标,财务风险越小,说明其违约风险也越小,此时债权人会降低风险溢价部分,该指标用总负债与总资产的比率表示。成长性(*Growth*)越高,说明企业发展前景良好,有很好的投资项目,能够保持稳定发展,偿债能力较强,该指标用主营业务增长率表示。固定资产比例(*Fixass*)越高,用固定资产担保的比例也越高,能够有效降低违约风险,该值用固定资产净额与总资产比值表示。账面市值比(*Btm*)也是企业风险的一部分,是债权人进行信贷决策时考虑的因素,用股权市场价值与账面价值的比值表示。较高的盈利能力(*Roe*)反映出企业运营能力强,利润的获取率较高,偿债能力相应增高,该值用净资产收益率表示。利息保障倍数(*Intcov*)越高,企业支付利息的能力也越高,在一定程度上增加了偿还的能力,该值用息税前净利润与利息支出的比值表示。资金流动性(*Liquid*)越高,企业资产变现能力越强,当企业面临财务困境时,可以迅速出售资产,保证按期偿还债务,该值可以用流动资产与总资产的比值表示。另外,由于我国经济体制的特殊性,产权性质(*Soe*)对银行信贷决策的影响较大。

(三) 模型构建

为了检验企业环境不确定性对资本成本的影响(即为了验证假设1),我们设计了如下模型:

$$Lw = \beta_0 + \beta_1 EU_{i,t-1} + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Growth + \beta_5 Fixass + \beta_6 Btm + \beta_7 Roe + \beta_8 Intcov + \beta_9 Liquid + \beta_{10} Soe + \beta_{11} Year + \beta_{12} Industry + \varepsilon \quad (1)$$

为了验证假设2,我们将公司治理水平与环境不确定性的交叉项加入模型(1)中,得到如下模型:

$$Lw = \beta_0 + \beta_1 EU_{i,t-1} + \beta_2 G_{i,t} + \beta_3 EU_{i,t-1} \times G_{i,t} + \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 Growth + \beta_7 Fixass + \beta_8 Btm + \beta_9 Roe + \beta_{10} Intcov + \beta_{11} Liquid + \beta_{12} Soe + \beta_{13} Year + \beta_{14} Industry + \varepsilon \quad (2)$$

四、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

表2列示了经过筛选的2011—2014年全样本描述性统计,共计5456个观测值。从全样本来看,*Lw*的最大值为0.343,最小值为0,这说明企业间的债务资本成本有很大差异;平均值是0.0279,表明所研究样本的债务成本平均为2.79%。*EU*的平均值为1.8627,最大值与最小值分别为0.0107和45.6553,表明企业间所面临的环境不确定性有很大的差异。公司治理水平*G*的平均值是-0.0332,说明从整体上看,我国上市公司的公司治理处于较低的水平,其中最大值与最小值相差很大,说明企业间公司治理水平差异明显。

表2 描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>Lw</i>	5456	0.0279	0.1843	0.0270	0.0000	0.3430
<i>EU</i>	5456	1.8627	2.8539	1.0000	0.0107	45.6553
<i>G</i>	5456	-0.0332	0.5955	-0.1800	-1.4800	3.2000
<i>Size</i>	5456	21.4200	1.1820	21.2743	16.1900	27.8700
<i>Lev</i>	5456	0.5130	0.1930	0.5181	0.0080	1.2260
<i>Growth</i>	5456	0.1440	0.3650	0.0907	-0.4760	2.3090
<i>Fixass</i>	5456	0.2520	0.1810	0.2173	0.0001	0.9710
<i>Btm</i>	5456	0.6290	0.2440	0.6276	0.0010	1.4640
<i>Roe</i>	5456	0.0469	0.8640	0.0644	-50.0800	15.810
<i>Intcov</i>	5456	3.2360	43.940	2.8503	-231.2000	222.0000
<i>Liquid</i>	5456	0.5360	0.2190	0.5444	0.0751	0.9640
<i>Soe</i>	5456	0.5500	0.4980	1.0000	0.0000	1.0000

(二) 相关系数分析

表3列示了Person相关系数矩阵检验结果。一方面,环境不确定性和债务成本的相关系数是高度显著的,说明环境不确定性能够导致债务资本成本升高,这与假设1相一致。在控制变量中,公司规模、财务风险、成长性、盈利能力和产权性质也与债务成本呈现出了显著的相关性。公司规模、成长性和盈利能力与债务资本成本在1%水平上显著负相关,说明公司的规模和获利能力能够提高企业

的偿债能力,降低债权人的信贷风险,是债权人评估企业风险的主要考虑因素。而财务风险和账面市值比是企业的风险,与债务资本成本正相关,与理论分析部分一致。本文将采用多元回归的方法进一步检验环境不确定性对债务资本成本的影响。另一方面,从各个变量之间的相关系数可以判断变量间不存在严重的多重共线性。

表3 相关系数表

	<i>Lv</i>	<i>EU</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Growth</i>	<i>Fix</i>	<i>Btm</i>	<i>Roe</i>	<i>Intcov</i>	<i>Liquid</i>	<i>Soe</i>
<i>Lv</i>	1										
<i>EU</i>	0.079 ***	1									
<i>Size</i>	-0.100 ***	-0.448 ***	1								
<i>Lev</i>	0.110 ***	-0.217 ***	0.112 ***	1							
<i>Growth</i>	-0.066 ***	-0.008	-0.00900	0.027 **	1						
<i>Fix</i>	0.323 ***	-0.078 ***	0.110 ***	0.00200	-0.070 ***	1					
<i>Btm</i>	0.080 ***	-0.325 ***	0.515 ***	0.449 ***	-0.076 ***	0.157 ***	1				
<i>Roe</i>	-0.035 ***	-0.023 *	0.023 *	-0.052 ***	0.033 **	-0.035 **	-0.0160	1			
<i>Intcov</i>	0.0160	-0.035 **	0.0140	0.042 ***	-0.00400	0.00600	0.049 ***	0.0100	1		
<i>Liquid</i>	-0.318 ***	-0.059 ***	-0.157 ***	0.105 ***	0.066 ***	-0.721 ***	-0.111 ***	0.0210	-0.00700	1	
<i>Soe</i>	-0.075 ***	-0.196 ***	0.275 ***	0.203 ***	-0.040 ***	0.152 ***	0.274 ***	-0.029 **	0.0170	-0.154 ***	1

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 及 1% 的水平上显著。

(三) 多元回归分析

本文首先检验了环境不确定性对企业的债务资本成本的影响,然后进一步检验了公司治理水平和环境不确定性交互对企业债务资本成本的影响。多元回归结果见表 4。

1. 环境不确定性与债务资本成本的回归分析

通过对模型多重共线性检验我们发现,各变量的 *VIF* 值最大为 2.70,表明模型(1)中各变量间不存在严重的多重共线性。在表 4 的第一列中,没有考虑 *EU* 和 *G* 的交叉项,我们发现 *EU* 与债务资本成本在 1% 的水平上显著正相关,这表明企业面临的环境不确定性越高,其债务成本也相对越高,这可能是由于环境不确定性加剧了企业和债权人之间的信息不对称程度,债权人为了评估企业风险会增大成本投入,同时,债权人为降低信息不对称带来的风险,也会进而向债务人索取更高的债务资本成本,这一结果验证了假设 1。从控制变量来看,公司规模(*Size*)、成长性(*Growth*)和资金流动性(*Liquid*)和债务资本成本在 1% 的水平上显著负相关,这说明企业规模越大,主营业务增长率越高,资产的变现能力越强,这些都能够提高企业的偿还能力,降低债权人的风险溢价,从而降低债务资本成本。财务风险(*Lev*)和账面市值比(*Btm*)与债务资本成本在 1% 的水平上显著正相关,这说明债权人会充分考虑企业的风险因素,通过提高债务成本来降低自身的信贷风险。产权性质(*Soe*)与债务资本成本的负相关关系显著,这与我国民营企业面临更严重的信贷歧视,融资成本高的现实是一致的。

2. 公司治理、环境不确定性与债务资本成本的回归分析

模型(2)是在模型(1)的基础上增加了公司治理水平 *G* 和公司治理水平和环境不确定性的交叉项 $EU \times G$,旨在检验在不确定的外部环境中企业的公司治理水平是否对债务资本成本有显著影响。模型中的 *VIF* 最大值为 2.72,表明各变量间不存在严重的多重共线性。

回归结果如表 4 中第二列所示,*EU* 在 1% 水平上显著为正,说明随着外部环境不确定性的增加,企业的债务资本成本越高。 $EU \times G$ 的系数在 1% 水平上显著为正,说明当环境不确定性增加时,企业的债务资本成本会随着公司治理水平的提高而降低,即较高的公司治理水平在一定程度行可以减弱环境不确定性对公司债务资本成本的冲击。首先,公司治理水平提高,董事会和管理

层充分发挥监督和管理职能,缓解了企业所有者与经营者的第一类代理问题,促进了内部控制和信息披露机制的完善,有效降低了信息风险。其次,公司治理水平提高,外部治理机制也得到改善,投资者与管理层之间的第二类代理问题有所缓解,能够提高对外部风险辨识的效率,从而迅速采取应对措施,债权人对企业的风险应对能力信任度高,从而在一定程度上降低了风险溢价,该结果验证了假设2。

(四) 稳健性检验

为了增强本文结论的可靠性,本文通过分别改变债务资本成本和外部环境不确定性的衡量方法以及 Tobit 回归对模型做稳健性测试。

首先,借鉴 Zou 等的方法^[23],用利息总支出与资本化利息之和占总负债的比例来度量债务资本成本(Lx2)。其次,借鉴刘康兵等的方法^[24],使用股票价格波动性(Vol_{it})作为环境不确定性的代理指标, Vol_{it} 被定义为:

$$Vol_{it} = (\max P_{it} / \min P_{it} - 1) \times 100$$

其中, $\max P_{it}$ 、 $\min P_{it}$ 分别表示第*i*家公司的股票在*t*年的最高价格和最低价格,其回归结果如表4后四列所示,结论仍然支持前文的假设。

最后,本文尝试用 Tobit 模型重复前文的研究,实证结果不受影响。

表4 多元回归结果

变量	(1)被解释变量为 Lx		(2)被解释变量为 Lx2		(3)解释变量为 Vol_{it}	
	Lx	Lx	Lx2	Lx2	Lx	Lx
Constant	0.0788 *** (13.36)	0.0739 *** (12.51)	0.0684 *** (11.75)	0.0644 *** (11.02)	0.0877 *** (16.60)	0.0827 *** (15.62)
EU	0.000358 *** (3.74)	0.000355 *** (3.73)	0.000187 ** (1.98)	0.000183 * (1.95)	0.00116 *** (3.01)	0.00127 *** (3.30)
G		-0.00229 *** (-4.77)		-0.00183 *** (-3.86)		-0.00220 *** (-4.59)
EU × G		-0.000367 *** (-2.76)		-0.000335 ** (-2.55)		-0.00411 *** (-3.10)
Size	-0.00228 *** (-8.75)	-0.00206 *** (-7.88)	-0.00181 *** (-7.05)	-0.00163 *** (-6.32)	-0.00268 *** (-11.13)	-0.00246 *** (-10.21)
Lev	0.0158 *** (11.19)	0.0152 *** (10.74)	0.0183 *** (13.08)	0.0177 *** (12.69)	0.0147 *** (10.45)	0.0140 *** (9.97)
Growth	-0.00175 *** (-2.79)	-0.00168 *** (-2.69)	-0.00196 *** (-3.16)	-0.00189 *** (-3.07)	-0.00178 *** (-2.84)	-0.00170 *** (-2.73)
Fix	0.0139 *** (7.15)	0.0143 *** (7.41)	0.0109 *** (5.68)	0.0113 *** (5.90)	0.0131 *** (6.82)	0.0136 *** (7.11)
Btm	0.00731 *** (5.53)	0.00686 *** (5.20)	0.00789 *** (6.04)	0.00753 *** (5.77)	0.00744 *** (5.58)	0.00706 *** (5.32)
Roe	-0.000246 (-0.94)	-0.000257 (-0.99)	-0.000293 (-1.14)	-0.000303 (-1.18)	-0.000278 (-1.07)	-0.000289 (-1.12)
Intcov	3.95e-06 (0.77)	4.05e-06 (0.80)	2.35e-06 (0.46)	2.43e-06 (0.48)	3.46e-06 (0.68)	3.59e-06 (0.71)
Liquid	-0.0191 *** (-11.42)	-0.0180 *** (-10.73)	-0.0215 *** (-12.96)	-0.0204 *** (-12.35)	-0.0205 *** (-12.51)	-0.0193 *** (-11.77)
Soe	-0.00521 *** (-10.52)	-0.00606 *** (-11.99)	-0.00474 *** (-9.69)	-0.00544 *** (-10.88)	-0.00529 *** (-10.71)	-0.00614 *** (-12.16)
Year/Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj R ²	0.1978	0.2072	0.1936	0.2004	0.1970	0.2068
F	45.83	45.55	44.66	43.71	45.62	45.43
Observations	5456	5456	5456	5456	5456	5456

注:括号内为T值,*、**、***分别表示在10%、5%及1%的水平上显著。

五、结论与启示

在我国经济新常态的背景下,融资成本高阻碍了经济发展。在央行降准降息的引导下,我国上市公司的债务资本成本将面临转机。寻找引起高债务成本的因素并解决这一问题,具有一定的现实意义。本文以2011—2014年A股上市公司为样本,在考察我国上市公司环境不确定性对债务资本成本影响的基础上,实证检验了公司治理水平对环境不确定性与债务资本成本相关关系的作用,结果表明:(1)一方面,我国上市公司面临的环境不确定性较大,且不同企业间存在明显差异;另一方面,我国上市公司治理水平普遍较低,亟须提高。(2)环境不确定性对企业债务资本成本有显著正向影响,环境不确定性的存在导致信息不对称,管理层以及债权人难以评估企业的未来经营状况,从而使债权人为保证贷款安全增加了风险溢价,相应地,企业的债务资本成本有所提高。(3)提高公司治理水平能够减少投资者与管理层之间的代理问题,缓解信息不对称问题,有利于企业理智决策,促进内部控制和信息披露机制的完善,有效降低信息风险,从而在一定程度上抑制环境不确定性对债务资本成本的冲击。

基于上述研究结论,本文提出以下建议:首先,环境不确定性具有不可预测性,企业应该增强自身的战略柔性,适当增加多元化经营,增加产业链的拓展,充分关注市场动态,建立良好的供需关系,提升企业核心竞争力,以快速应对环境变化给企业带来的挑战。其次,企业也应该提高公司治理水平,兼顾内外部治理效应,在内完善董事会监督机制,设计良好的高管激励政策,发挥股权的制衡机制,提高会计信息披露水平,设计并实施合理的内部控制制度,尤其要强化公司及员工在风险识别和应对方面的学习,避免不良贷款,努力取得债权人的信任。在外优化市场治理机制和有效保障投资者利益,提升企业价值,缓解环境不确定性带来的信息不对称问题,降低债权人的风险溢价。

参考文献:

- [1] SCOTT B. How credit market conditions impact the effect of voluntary disclosure on firms, cost of debt capital[EB/OL]. (2012-08-11)[2016-04-11]. <http://hdl.handle.net/1969.1/ETD-TAMU-2012-08-11862>.
- [2] 刘永冠. 中国制度背景下的上市公司债务成本研究[D]. 成都:西南财经大学,2013.
- [3] ZHANG J Y. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008, 43: 587-609.
- [4] 郝东洋,张天西. 股利政策冲突、稳健会计选择与公司债务成本[J]. 经济与管理研究, 2011(2): 72-80.
- [5] 李姝,谢晓嫣. 民营企业的社会责任、政治关联与债务融资——来自中国资本市场的经验证据[J]. 南开管理评论, 2014(6): 30-40, 95.
- [6] FACCIO M. Politically Connected Firms[J]. American Economic Review, 2006, 96: 369-396.
- [7] BRANDT L, LI H B. Bank discrimination in transition economics: ideology, information, or incentives? [J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31: 387-413.
- [8] 毛新述,周小伟. 政治关联与公开债务融资[J]. 会计研究, 2015(6): 26-33.
- [9] MILLIKEN F. Three types of perceived uncertainty about the environment: state, effect, and response uncertainty[J]. Academy of Management Review, 1987, 12: 133-143.
- [10] GHOSH D, OLSEN L. Environmental uncertainty and managers' use of discretionary accruals[J]. Accounting, Organizations and Society, 2009, 34: 188-205.
- [11] HABIB A, HOSSAIN M, JIANG H Y. Environmental uncertainty and the market pricing of earnings smoothness[J]. Advances in International Accounting, 2011, 27: 256-265.
- [12] 申慧慧. 环境不确定性对盈余管理的影响[J]. 审计研究, 2010(1): 89-96.

- [13] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. 经济研究, 2012(7): 113 - 126.
- [14] 牛建波, 赵静. 信息成本、环境不确定性与独立董事溢价[J]. 南开管理评论, 2012(2): 70 - 80.
- [15] SHARMA D S. The differential effect of environmental dimensionality, size, and structure on budget system characteristics in hotels[J]. Management Accounting Research, 2002, 13: 101 - 130.
- [16] LENNOX C. Do companies successfully engage in opinion shopping? Evidence from the UK[J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29: 321 - 337.
- [17] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305 - 360.
- [18] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005(2): 81 - 91.
- [19] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009(12): 137 - 150.
- [20] BERGH D D, LAWLESS M W. Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: the effects of environmental uncertainty and diversification strategy[J]. Organizational Science, 1998, 9: 87 - 102.
- [21] 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数据[J]. 审计与经济研究, 2007(5): 93 - 96.
- [22] 魏志华, 王贞洁, 吴育辉, 等. 金融生态环境、审计意见与债务融资成本[J]. 审计研究, 2012(3): 98 - 105.
- [23] ZOU H, XIAO Z Z J. The financing behaviour of listed Chinese firms[J]. The British Accounting Review, 2006, 38: 239 - 258.
- [24] 刘康兵, 申朴, STERKEN E. 融资约束、不确定性与公司投资: 基于制造业上市公司面板数据的证据[J]. 南开经济研究, 2011(4): 85 - 97.

[责任编辑: 黄 燕]

Corporate Governance, Environmental Uncertainty and Cost of Debt Capital

WANG Huaiming, CHEN Xue

(School of Finance, Nanjing Agricultural University, Nanjing 210095, China)

Abstract: Taking Chinese A-share listed companies from 2011 to 2014 as sample, this paper makes an empirical analysis on whether environmental uncertainty and corporate governance can affect cost of debt capital. Empirical findings evidence that there is a positive correlation between environmental uncertainty and cost of debt capital, which means higher environmental uncertainty will lead to the rising of the cost of debt capital. Furthermore, we can find that companies with higher corporate governance level can restrict the positive correlation between environmental uncertainty and the cost of debt capital. Our results indicate that higher corporate governance level can help to relieve the debt pressure from environmental uncertainty. So, it is necessary to enhance the corporate governance level.

Key Words: environmental uncertainty; cost of debt capital; corporate governance level; debt financing; equity financing; market risk assessment; financial risk; capital supply; accounting information disclosure