

终极控制权与资本结构决策

苏坤¹ 张俊瑞²

(1. 西北工业大学管理学院; 2. 西安交通大学管理学院)

摘要:以2004~2008年我国上市公司为研究对象,从终极控制人的视角实证检验了终极控制股东特征对公司资本结构的影响。研究表明,负债融资扩大了终极控制股东可控制的资源,便利了其攫取行为,且不会导致控制权的稀释,终极控制股东两权分离程度与资本结构显著正相关。较高的现金流权能够有效制约终极控制股东通过扩大负债融资获取私有收益的行为,终极控制股东现金流权对其两权分离程度与资本结构间的关系具有显著的调节作用。与非国有控制公司相比,国有终极控制股东通过扩大负债融资获取私有收益的动机相对较弱,其两权分离程度对资本结构的正向影响也相对较小。

关键词:终极控制权; 资本结构; 现金流权; 代理问题

中图分类号: C93; F276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-884X(2012)03-0466-07

Ultimate Controlling Rights and Capital Structure Policies

SU Kun¹ ZHANG Junrui²

(1. Northwestern Polytechnical University, Xi'an, China; 2. Xi'an Jiaotong University, Xi'an, China)

Abstract: Using a corporate-level dataset of Chinese private listed companies over the period of 2004-2008, this paper examines how ultimate controlling shareholder influence corporate capital structure. The results show that; debt financing expand the ultimate shareholder's control of the resources which facilitate the expropriation behaviors, and will not lead to dilution of controlling rights, the separation of voting rights and cash flow rights positively related to capital structure significantly. High cash flow rights can effectively restrain the ultimate shareholder's behaviors of expanding debt financing to gain private benefits. The ultimate shareholder's cash flow right has a significantly moderate effect on the relationship between the divergence and capital structure. Relative to non-state owned firms, state ultimate shareholders' motivation of expanding debt financing to pursue private benefits is relatively weak, and the positive impact of the divergence between state controlled shareholders' controlling rights and cash flow rights on capital structure is also relatively small.

Key words: ultimate controlling rights; capital structure; cash flow rights; agency problem

1 研究背景

自MODIGLIANI等^[1]提出著名的MM理论以来,资本结构理论得到了迅猛发展,继而产生了多种资本结构理论,每一个理论都在一定程度上对资本结构问题有了进一步的揭示,但目前仍没有一个清晰的认识。从公司治理的角度来研究资本结构影响因素是当前的研究热点,并取得了丰硕的成果。传统的公司治理研究都是以所有权高度分散为逻辑前提的,在这

种情况下,容易形成股东之间的“搭便车”行为和公司内部人(管理者)的超强控制。广大股东与内部管理层之间的委托代理冲突是传统公司治理视角下的研究重心,以往学者从公司治理的视角对资本结构问题的研究也大都侧重于研究这类代理冲突是如何影响公司资本结构的。自从公司治理的研究焦点从英、美等少数国家扩展到世界范围以来,广大学者发现大多数国家的公司股权都是集中或相对集中的,大股东在公司决策中扮演着重要角色,在股权集中的背后通过进一步追溯股权控制链条会发现大都

收稿日期: 2010-03-16

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71102095);西北工业大学科研启动基金资助项目(11GH0313)

存在一个最终控制股东,并且最终控制股东的控制权与所有权是相分离的^[2~5]。在股权集中的背景下,大股东(终极控制股东)与广大中小股东之间的代理冲突才是公司治理的重心^[2, 6]。JENSEN等^[7]认为,代理成本的存在使得公司未来现金流量的概率分布与公司资本或所有权结构相关,代理成本是公司资本结构决策中的一个重要影响因素。在这种情况下,上述代理问题会对资本结构产生怎样的影响是一个值得研究的问题。以往学者对此的研究往往侧重于从直接控制股东(第一大股东)的视角进行,并没有追溯到公司的最终控制股东。然而,在终极控制权的视角下,最终控制股东掌握着直接控制股东的决策权,并通过直接控制股东最终影响着上市公司^[8],因此,从终极产权的视角来研究其对公司资本结构的影响更为科学合理。此外,我国传统的股权结构分类方法(流通股、国有股和法人股等)掩盖了法人股的自身股权特性^[9]。通过对法人股按照终极产权论的要求进一步向上追溯其控制链条,可以将其最终并入到相应的国有或非国有股权中,其最终体现的也是国有或非国有股权的特性,这样上市公司按照终极控制权的观点就可以划分为国有和非国有终极控制公司。本研究在最能体现终极控制股东代理成本的控制权与现金流权分离对资本结构影响的基础上,进一步考察了现金流权对其两权分离(控制权与现金流权)与资本结构关系的调节作用,以及不同终极产权性质公司间终极控制股东两权分离对资本结构影响的差异。

2 理论分析与研究假设

负债融资具有财务杠杆作用,随着负债融资规模的扩大,企业的财务风险与收益都会增加。由于股东的有限责任本身就具有扩大负债融资的冲动,故BLACK等^[10]认为,现代公司中股东对破产风险仅承担有限责任是其追求扩大负债融资这种风险型行为的制度根源,并且在存在终极控制人的背景下这种效应得到进一步放大。金字塔结构、多种类股票和公司间交叉持股等方式造成了终极控制股东控制权与现金流权的分离^[2, 3],使其控制权超过拥有的现金流权,高额控制权增强了终极控制股东对公司的控制和获取私有收益的能力,进而能够享受较多的负债融资收益,由于其现金流权相对较小,其承担的破产损失也就仅以相当于其现金流权比例的投入部分为限。同时,由于终极控制股

东位于金字塔结构的最顶端,复杂的控制结构便于终极控制股东隐匿自己,即使公司破产终极控制股东受到的影响也非常有限^[11]。更何况在我国制度背景下,由于股票上市采用严格的核准制度,上市公司的壳资源非常宝贵,即使无法偿还到期债务往往也会采取各种重组措施脱困,而不是由债权人接管,从某种意义上说我国上市公司的破产机制尚未真正启动^[12]。在这种情况下,终极控制股东采取风险型负债融资的成本就更小。由此可见,终极控制股东采取风险型负债融资的收益远远超过其成本,这会促使其具有强烈的扩大负债融资的动机。另外,发行股票融资可能会造成终极控制股东控制权的稀释,而负债融资不涉及控制权问题,就不会稀释终极控制股东的控制权,尤其是当其两权分离程度较大时,终极控制股东更担忧控制权的稀释,因此,采取负债融资的动机也就更强烈^[13]。终极控制股东控制权与现金流权分离程度越高,其与中小股东间的代理冲突也就越大,就越有动机从被控制的公司攫取各种资源。一方面,债务融资扩大了终极控制股东可控制的资源,便利了其进行利益侵占获取私有收益的行为^[14, 15]。同时,由于负债融资的控制权“非稀释效应”,负债融资并没有降低终极控制股东对公司的控制能力,便利了其获取私有收益的攫取行为^[11, 14, 15]。另一方面,由于金字塔结构所导致的内部资本市场的存在,使其成员企业可以通过内部资金往来等多种方式解决融资问题,缓解了企业的债务融资约束,成员企业之间的相互担保行为也为终极控制股东进行借贷提供了便利,故金字塔结构具有债务融资优势^[16, 17]。基于此,无论从终极控制股东的利益动机还是外部融资条件来看,金字塔结构下两权分离的终极控制股东都倾向于扩大负债融资规模。由此,提出以下假设:

假设1 终极控制股东两权(控制权与现金流权)分离程度对资本结构具有显著的正向影响。

现金流权代表着终极控制股东从公司获取收益的能力,从另一个方面来说也就是终极控制股东对上市公司进行攫取行为的侵占成本。终极控制股东现金流权越大,其进行攫取行为所需承担的相应损失也就越大,因此,较高的现金流权不仅能够直接降低终极控制股东的攫取行为,还会减弱其两权分离程度与攫取行为之间的关系^[18~20]。杨淑娥等^[21]实证检验了现金流权大小对终极控制股东两权分离所导致的

“堑壕效应”的调节作用,发现当终极控制股东现金流权较高时,其两权分离所导致的“堑壕效应”显著低于当现金流权较低时两权分离所导致的“堑壕效应”。如果终极控制股东的现金流权较高,就意味着其为获取私有收益需承担较高的成本,这时终极控制股东所需承担的扩大负债融资所带来的风险损失也就比较大,其就会在影响自身利益得失的融资决策上认真权衡。鉴于此,本研究认为较高的现金流权能够有效制约终极控制股东通过扩大负债融资进行利益侵占获取私有收益的行为,终极控制股东现金流权对其两权分离与资本结构间的关系具有一定的调节作用。由此,提出以下假设:

假设2 终极控制股东现金流权的增大能够减弱其两权分离对资本结构的影响。

在国有和非国有(民营)2类不同产权特性的公司中,由于其终极控制股东的特性具有很大差异,终极控制股东控制权与现金流权的分离对资本结构的影响程度也会存在差别。与国有终极控制公司相比,非国有(民营)上市公司的终极控制股东往往是自然人或民营企业,受到政府有关部门的约束较少,其市场特征更为明显,通过攫取行为获取的私利会直接转移到终极控制人手中,因而其通过扩大负债融资获取控制权私利的动机也就更强烈。国有公司的终极股东是全体国民,是一个无行为能力的抽象主体,而代其行权的是各级政府机关、国有资产管理机构等,它们受到多方面的严格约束,因此,国有公司的终极控制股东获取私有收益的困难要大于非国有公司的终极控制股东^[22]。尽管通过扩大债务融资可以获得更多的可控资源,但由于国有股先天所具有的产权残缺和所有者缺位问题,作为国有资本出资人代表的政府官员并不具有对企业资产的剩余索取权,他们可能更看重自己的声誉价值,其扩大可控制资源获取私利的动机并没有非国有终极控制公司那么强烈。FAN等^[23]对中国2类不同产权性质公司中金字塔结构成因的研究也表明,非国有终极控制股东会有更强烈的动机来获取控制权私有收益。鉴于此,国有公司的终极控制股东通过扩大负债融资来攫取私有收益的动机相对较弱,其控制权与现金流权的分离对公司资本结构的影响也得以减弱。由此,提出以下假设:

假设3 相比非国有公司,国有终极控制股东两权分离对资本结构的正向影响相对较小。

3 研究设计

3.1 研究变量

3.1.1 被解释变量

资本结构通常有广义和狭义之分,广义的资本结构是指企业全部资金的来源构成及其比例关系,不仅包括权益资本、长期债务资金,还包括短期债务资金。狭义的资本结构仅指权益资本和长期债务资金的来源构成及其比例关系,不包括短期债务资金。结合我国上市公司债务融资中短期负债比重较大的现实状况,本研究采取广义的资本结构含义,使用期末总负债与期末总资产的比值衡量资本结构。

3.1.2 解释变量

本研究主要有终极控制股东两权分离程度、现金流权和终极产权性质等解释变量。现金流权是指终极控制股东对公司的红利索取权,每条控制链上的现金流权就等于该条控制链上各层股权比例的乘积,各条控制链的现金流权之和就等于终极控制股东的现金流权。控制权则是指终极控制股东对公司资源或资产的实际控制或支配能力,等于终极控制股东各条控制链上最小的股权比例的加总。终极控制股东控制权与现金流权的分离是指控制权超过现金流权的状况,本研究同时使用两权是否分离、两权分离绝对程度和两权分离相对程度3个指标来衡量,具体计算公式见表1。通过追溯上市公司的最终控制股东,根据最终控制股东的产权性质来划分公司产权类别。

3.1.3 控制变量

在前人研究基础上,本研究引入以下控制变量:①公司规模。TITMAN等^[24]认为,大公司更倾向于多元化经营,破产的概率较低,可以承担较高的负债,公司规模与负债水平正相关。一般用公司总资产的自然对数来衡量公司规模。②资产可抵押价值。资产可抵押价值越高就越有能力取得银行借款^[25]。一般来说,固定资产和存货可以被用来抵押,用固定资产与存货之和占总资产的比例来衡量公司资产可抵押价值。③盈利能力。盈利能力好的公司会有较多的内部留存收益来满足融资需要,从而降低公司的负债融资需求^[25]。通常采用资产收益率来衡量公司盈利能力。④成长性。MYERS等^[25]认为,公司为了保持自身的成长机会(一旦公司破产就会损失这些成长机会),会主动限制它们的杠杆;但另一方面,高成长性的公司对资金的需求量也大,会增加公司的负债需求。由

此,成长性对资本结构的影响是不明确的,故采用 Tobin' Q 值来衡量成长性。⑤ 行业。SCOTT 等^[26]认为,属于同一个行业的公司面临相似的市场环境和风险特征,杠杆比率也就不会变化太大。我国证券业监督委员会将我国上市公司划分为 13 个行业,鉴于金融行业的特殊性不在本研究的范畴之列,故予以剔除。由此,本研究中的样本公司共包含 12 个行业,以制造业为基准,设置 11 个行业虚拟变量。由于本研究包含 2004~2008 年共 5 个年度的样本公司,选择 2004 年作为基准年度,设置 4 个年度虚拟变量。各变量具体定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量标识	定义及计算公式
被解释变量	资本结构	L	期末总负债/总资产
	现金流权	C_r	各条控制链上股权比例乘积的加总
	控制权	V_r	各条控制链上最小股权比例的加总
解释变量	是否分离	D_1	如果控制权超过现金流权,取 1,否则取 0
	分离绝对程度	D_2	$D_2 = V_r - C_r$
	分离相对程度	D_3	$D_3 = V_r / C_r$
	终极控制权性质	S_1	当公司终极股东为国有性质时,取值为 1,否则取值为 0
	公司规模	S_2	期末总资产的自然对数
控制变量	资产抵押价值	C_{va}	期末(固定资产+存货)/总资产
	盈利能力	R_{oa}	$2 \times \text{净利润} / (\text{资产期初余额} + \text{资产期末余额})$
	成长性	Tobin' Q	(每股净资产 \times 非流通股股数 + 流通股市值 + 负债) / 总资产
	行业虚拟变量	I_j	为该行业时,取值为 1,否则取值为 0
	年度虚拟变量	Y_k	为该年度时,取值为 1,否则取值为 0

3.2 样本与数据来源

鉴于文献中对控制权选取标准的不统一,本研究首先选择最常见的 10% 比例作为有效控制权标准,其次使用 20% 的比例做稳健性检验。以我国沪、深两市 2004~2008 年上市公司为研究对象,经过以下程序来选取最终样本:① 剔除 ST、PT 公司;② 剔除金融行业公司;③ 剔除控制权低于 10% 的公司;④ 剔除极端值样本,如资产负债率大于 1 或小于 0 的公司及盈利能力小于 -100% 的公司。经过上述筛选程序,最终得到 5 年共 5 746 个样本观察值,其中,国有终极控制公司 3 924 个观测值,非国有终极控制公司 1 822 个观测值。从样本年度分布来看,2004~2008 年的样本观测值分别为 1 071、1 088、1 105、1 197 和 1 285 个。样本数据来自国泰安(CSMAR)相关数据库以及有关上市公司年报。

3.3 研究模型

采用如下 3 个模型依次分别检验前文提出的 3 个假设。如果模型 2 和模型 3 的交叉项的系数 β_2 显著小于 0,则证实了假设 2 和假设 3 的成立。

$$L_i = \alpha_0 + \beta_1 D_{mi} + \beta_2 S_{2i} + \beta_3 C_{vai} + \beta_4 R_{oai} + \beta_5 \text{Tobin}' Q_i + \sum_{j=1}^{11} \beta_{(5+j)} I_{ji} + \sum_{k=1}^4 \beta_{(16+k)} Y_{ki} + \epsilon_i; \quad (1)$$

$$L_i = \alpha_0 + \beta_1 D_{mi} + \beta_2 C_{vi} D_{mi} + \beta_3 S_{2i} + \beta_4 C_{vai} + \beta_5 R_{oai} + \beta_6 \text{Tobin}' Q_i + \sum_{j=1}^{11} \beta_{(6+j)} I_{ji} + \sum_{k=1}^4 \beta_{(17+k)} Y_{ki} + \epsilon_i; \quad (2)$$

$$L_i = \alpha_0 + \beta_1 D_{mi} + \beta_2 S_{1i} D_{mi} + \beta_3 S_{2i} + \beta_4 C_{vai} + \beta_5 R_{oai} + \beta_6 \text{Tobin}' Q_i + \sum_{j=1}^{11} \beta_{(6+j)} I_{ji} + \sum_{k=1}^4 \beta_{(17+k)} Y_{ki} + \epsilon_i. \quad (3)$$

4 实证研究

4.1 描述性统计分析均值差异显著性检验

分别对 2 类不同产权性质公司样本的相关变量进行描述性统计分析,并使用 t 检验来检验其均值差异显著性(见表 2)。

表 2 描述性统计与均值 t 检验表

变量	性质	样本量	最小值	最大值	均值	标准差	均值 t 检验
L	国有	3 924	0.008 1	0.991 1	0.496 0	0.181 0	0.018 6***
	非国有	1 822	0.009 1	0.993 8	0.477 4	0.184 9	(3.589 4)
C_r	国有	3 924	0.005 3	0.988 6	0.378 2	0.172 0	0.152 5***
	非国有	1 822	0.005 0	0.845 0	0.225 7	0.144 2	(35.021 9)
V_r	国有	3 924	0.100 0	1.000 0	0.419 4	0.157 2	0.084 3***
	非国有	1 822	0.100 0	0.845 0	0.335 1	0.137 7	(20.623 1)
D_1	国有	3 924	0.000 0	1.000 0	0.306 8	0.461 2	-0.511 0***
	非国有	1 822	0.000 0	1.000 0	0.817 8	0.386 1	(-43.806 5)
D_2	国有	3 924	0.000 0	0.394 3	0.041 1	0.075 2	-0.068 2***
	非国有	1 822	0.000 0	0.457 5	0.109 3	0.090 1	(-28.085 8)
D_3	国有	3 924	1.000 0	48.265 5	1.277 4	1.152 4	-0.800 7***
	非国有	1 822	1.000 0	27.097 0	2.078 1	1.796 2	(-17.434 5)
S_2	国有	3 924	18.643 3	26.572 7	21.579 1	1.035 0	0.578 7***
	非国有	1 822	18.157 2	24.288 4	21.000 4	0.870 1	(22.055 7)
C_{va}	国有	3 924	0.008 7	0.960 0	0.489 7	0.167 1	0.046 9***
	非国有	1 822	0.005 6	0.936 1	0.442 8	0.173 8	(9.785 6)
R_{oa}	国有	3 924	-0.462 3	0.433 7	0.033 4	0.064 1	-0.004 4**
	非国有	1 822	-0.813 2	0.466 0	0.037 8	0.080 8	(-2.045 9)
Tobin' Q	国有	3 924	0.301 1	34.595 0	1.229 9	0.953 5	-0.182 5***
	非国有	1 822	0.215 7	10.206 5	1.412 4	0.892 2	(-7.057 7)

注:括号内为均值差异显著性检验的 t 值; t 值上方的数值表示国有和非国有样本相应变量的均值之差;*,**,*** 分别表示双尾检验在 10%、5% 和 1% 水平上显著,下同。

由表 2 可知,国有终极控制公司样本的资产负债率平均为 49.60%,非国有终极控制公司样本的资产负债率平均为 47.74%。由于国有终极控制公司与四大国有银行之间的天然纽带,国有控制公司的资产负债率高于非国有控制公司,且其差异具有显著性。国有终极控制公司的现金流权和控制权水平均显著高于非国

有控制公司, 国有终极控制股东平均使用 37.82% 的现金流权掌握了 41.94% 的控制权, 而非国有终极股东平均使用 22.57% 的现金流权掌握了 33.51% 的控制权, 同控制权之间的差异相比, 这 2 类公司现金流权之间的差异更大, 同时也说明了国有公司两权分离程度低于非国有公司。从反映两权分离的几个指标来看, 国有控制公司仅有 30.68% 的公司控制权与现金流权相分离, 而非国有控制公司这一比例则达到 81.78%, 相差 1 倍多, 可见非国有控制公司中控制权与现金流权分离的公司远远高于国有控制公司。国有控制公司两权分离绝对程度为 4.11%, 而非国有控制公司则达到 10.93%, 非国有控制公司两权分离绝对程度显著高于国有控制公司。国有终极控制公司两权分离相对程度为 1.277 4, 而非国有控制公司则达到 2.078 1, 非国有控制公司两权分离相对程度显著高于国有控制公司。由此, 从这 3 个指标来看, 非国有控制公司控制权与现金流权的分离

状况显著高于国有控制公司。国有终极控制公司的资产规模和可抵押资产价值显著高于非国有终极控制公司。国有终极控制公司的资产收益率平均为 3.34%, 非国有终极控制公司的资产收益率平均为 3.78%, 由此可见我国上市公司盈利能力状况总体水平不高, 非国有控制公司的盈利能力显著高于国有控制公司。非国有控制公司的成长性好于国有控制公司。

4.2 相关性检验

Pearson 相关性检验结果见表 3。从该表可以看出, 资本结构与反映终极股东两权分离程度的 3 个指标呈显著正相关关系, 说明终极股东两权分离程度对公司资本结构是一种正向影响, 初步验证了假设 1。其他控制变量与资本结构的关系也与前文的理论分析相一致。上述模型所涉及各自变量之间的相关性系数远小于 0.3, 说明各变量呈现弱相关关系。由此, 上述模型各变量间基本不存在严重的多重共线性。

表 3 各变量 Pearson 相关性检验表

变量	L	D ₁	D ₂	D ₃	S ₂	C _{va}	R _{oa}	Tobin'Q
L	1.000 0							
D ₁	0.024 3*	1.000 0						
D ₂	0.029 5**	0.774 2***	1.000 0					
D ₃	0.041 4***	0.393 2***	0.515 3***	1.000 0				
S ₂	0.329 6***	-0.110 0***	-0.061 8***	-0.073 0***	1.000 0			
C _{va}	0.217 9***	-0.065 6***	-0.047 5***	-0.048 2***	0.195 3***	1.000 0		
R _{oa}	-0.372 6***	-0.026 4**	-0.004 2	-0.048 1***	0.136 6***	-0.068 0***	1.000 0	
Tobin'Q	-0.084 2***	0.053 6***	0.008 9	0.012 8	-0.081 9***	-0.105 9***	0.183 2***	1.000 0

4.3 多元回归分析

在控制其他影响资本结构变量的情况下, 采用多元回归分析依次检验本研究提出的 3 个假设, 结果见表 4。

从表 4 中模型 1~模型 3 可知, 在控制其他影响资本结构因素的情况下, 反映终极控制股东两权分离程度的 3 个指标均与资产负债率显著正相关。由此, 假设 1 得到验证。这说明债务融资扩大了终极控制股东可控制的资源, 便利了其进行利益侵占获取私有收益的行为, 且不会稀释终极控制股东的控制权, 终极控制股东两权分离程度越大, 其扩大负债融资的动机就越强, 终极控制股东两权分离程度对资本结构具有显著的正向影响。

从表 4 中模型 4~模型 6 可知, 反映终极控制股东两权分离程度的 3 个指标仍然与资本结构显著正相关, 但现金流权与它们的交叉项与资本结构显著负相关。这说明当现金流权较高时, 终极控制股东实施攫取行为需担负较大成本, 此时终极控制股东所需承担的扩大负债融

资所带来的风险损失也就比较大, 两权分离所导致的扩大负债融资的动机相对较弱, 因此, 较高的现金流权能够有效制约终极控制股东通过扩大负债融资进行利益侵占获取私有收益的行为, 终极控制股东现金流权对其两权分离程度与资本结构间的关系具有显著的调节作用。由此, 假设 2 得到验证。

从表 4 中模型 7~模型 9 来看, 当加入表示终极控制股东两权分离的指标与终极控制权性质的交叉项后, 反映终极控制股东两权分离程度的 3 个指标仍然与资本结构显著正相关, 但终极控制权性质与它们的交叉项同资本结构显著负相关。这说明由于国有终极控制股东先天所具有的产权残缺和所有者缺位问题, 作为国有资本出资人代表的政府官员由于并不具有对企业资产的剩余索取权, 国有终极控制股东通过扩大负债融资获取私有收益的动机并没有非国有终极控制股东那么强烈, 因此, 其控制权与现金流权的分离对公司资本结构的正向影响也就相对较小。由此, 假设 3 得到了验证。

表 4 多元回归分析

因变量	资本结构								
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
常数项	-0.997 8*** (-22.911 5)	-0.992 2*** (-22.885 6)	-0.994 8*** (-22.895 0)	-1.009 0*** (-23.144 2)	-1.007 2*** (-23.183 8)	-1.004 9*** (-23.160 7)	-1.020 4*** (-23.195 5)	-1.008 4*** (-23.091 2)	-1.015 1*** (-23.151 5)
D_1	0.016 6*** (4.166 7)			0.034 7*** (5.613 8)			0.026 0*** (5.405 0)		
D_2		0.106 9*** (4.705 0)			0.232 5*** (6.141 3)			0.155 9*** (5.546 7)	
D_3			0.005 8*** (4.302 7)			0.004 4*** (3.193 7)			0.008 1*** (5.325 6)
$C_r \times D_1$				-0.075 9*** (-3.828 7)					
$C_r \times D_2$					-0.626 6*** (-4.143 9)				
$C_r \times D_3$						-0.072 2*** (-5.321 9)			
$S_1 \times D_1$							-0.020 2*** (-3.475 6)		
$S_1 \times D_2$								-0.110 2*** (-2.957 4)	
$S_1 \times D_3$									-0.006 4*** (-3.302 5)
S_2	0.066 7*** (32.490 7)	0.066 4*** (32.444 2)	0.066 5*** (32.438 9)	0.067 2*** (32.709 0)	0.067 1*** (32.721 4)	0.068 5*** (32.939 2)	0.067 8*** (32.681 5)	0.067 2*** (32.583 3)	0.067 5*** (32.589 4)
C_{va}	0.152 3*** (12.398 1)	0.152 5*** (12.423 0)	0.152 3*** (12.400 9)	0.153 5*** (12.505 0)	0.153 8*** (12.539 8)	0.153 6*** (12.533 6)	0.153 3*** (12.493 0)	0.153 6*** (12.514 4)	0.153 6*** (12.513 8)
R_{oa}	-1.042 4*** (-35.805 4)	-1.044 3*** (-35.892 6)	-1.039 6*** (-35.691 9)	-1.028 6*** (-35.103 4)	-1.033 2*** (-35.409 2)	-1.017 2*** (-34.641 1)	*-1.043 7*** (-35.883 4)	-1.045 0*** (-35.939 0)	-1.042 4*** (-35.801 8)
Tobin' Q	0.005 9** (2.349 7)	0.006 2** (2.501 2)	0.006 1** (2.442 8)	0.005 6** (2.251 8)	0.006 2** (2.482 7)	0.005 1** (2.050 8)	0.005 8** (2.306 5)	0.006 2** (2.496 5)	0.006 1** (2.426 5)
I_j	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Y_k	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.354 2	0.354 7	0.354 3	0.355 7	0.356 6	0.357 4	0.355 5	0.355 6	0.355 5
F 值	158.552***	158.922***	158.641***	152.060***	152.599***	153.156***	151.869***	151.975***	151.867***
D-W 值	2.040 0	2.041 1	2.045 2	2.043 4	2.043 4	2.046 7	2.035 0	2.037 5	2.041 4

由表 4 可知,公司规模对资本结构具有显著的正向影响,规模越大的公司其借贷能力就越强。资产抵押价值高的公司其资本结构水平也就越高。盈利能力较好的公司并不需要过多的负债融资,故盈利能力对资本结构具有显著的负向影响。成长性好的公司资金需求量大,资本结构水平也就越高,故资本结构也具有显著的行业和年度差异。

4.4 稳健性检验

按照 20% 的有效控制权标准重新筛选得到 5 197 个样本,重新使用上述方法进行了稳健性检验,检验结果仍然支持上述研究假设,且解释效果相对更好,说明有效控制权标准越高越能体现终极控制股东对公司的控制能力,模型的稳健性较强。

5 研究结论与启示

本研究以我国 2004~2008 年沪、深上市公司为研究对象,深入考察了终极控制股东两权分离程度对资本结构的影响以及现金流权对上述影响的调节作用和不同产权性质公司间上述

影响的差异。研究发现:2 类终极控制权性质不同的公司资本结构存在显著差异,虽然国有终极控制股东的控制权和现金流权均高于非国有终极控制公司,但非国有终极控制股东两权分离程度相对更高。负债融资扩大了终极控制股东的可控制资源,便利了其进行利益侵占获取私有收益的行为,且不会导致控制权的稀释,两权分离程度越大,终极控制股东扩大负债融资的动机就越强,终极控制股东两权分离程度对资本结构具有显著的正向影响。当终极控制股东具有较高的现金流权时,由于其攫取行为的较高成本,终极控制股东所需承担扩大负债融资带来的风险损失也就较大,此时两权分离所导致的扩大负债融资的动机相对较小,较高的现金流权能够有效制约终极控制股东通过扩大负债融资获取私有收益的行为,终极控制股东现金流权对其两权分离程度与资本结构间的关系具有显著的调节作用。与非国有控制公司相比,国有终极控制股东扩大负债融资来攫取私有收益的动机相对较弱,其两权分离程度对资本结构的正向影响相对较小。

本研究对制定资本结构决策时具有如下启示:①根据融资与终极控制股东代理问题之间的关系,可通过改变公司的融资来减缓终极控制股东的代理问题,减轻终极控制股东通过扩大负债融资侵占中小股东现象的发生。②要特别注重在非国有控制、终极控制股东两权分离程度大、现金流权较小的公司中终极控制股东对资本结构决策的影响,因为在这类公司中终极控制股东具有强烈的动机来改变公司的融资实现自己的利益。③要充分发挥资本结构在公司股权配置方面的治理效应,提高债权人的监督能力,防止终极控制股东对债权资金的侵占。

参 考 文 献

- [1] MODIGLIANI F, MILLER M. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment[J]. American Economic Review, 1958, 48(3):261~297.
- [2] LA PORT R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. Corporate Ownership Around the World[J]. Journal of Finance, 1999, 54(2):471~517.
- [3] CLAESSENS S, DJANKOV S, LANG L H P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1/2):81~112.
- [4] FACCIO M, LANG L H P, YOUNG L. Dividends and Expropriation[J]. American Economic Review, 2001, 91(1):54~78.
- [5] FACCIO M, LANG L H P. The Ultimate Ownership of Western European Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65(3):365~395.
- [6] CLAESSENS S, DJANKOV S, FAN J, et al. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J]. Journal of Finance, 2002, 57(6): 2 741~2 771.
- [7] JENSEN M C, MECKLING W. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305~360.
- [8] 王化成, 李春玲, 卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J]. 管理世界, 2007(1): 122~127.
- [9] 苏坤, 杨淑娥. 现金流权、超额控制与公司经营绩效[J]. 山西财经大学学报, 2008, 30(9):54~59.
- [10] BLACK F, MYRON S. The Pricing of Options and Corporate Liabilities[J]. Journal of Political Economy, 1973, 81(3):637~654.
- [11] BOUBAKER S. On the Relationship between Ownership-control Structure and Debt Financing: New Evidence from France[R]. Paris: Group Esc Troyes, 2005.
- [12] 夏新平, 邹振松, 余明桂. 控制权、破产风险与我国民营企业负债行为[J]. 管理学报, 2006, 3(6):683~691.
- [13] DU J, DAI Y. Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structures: Evidence from East Asian Economies[J]. Corporate Governance, 2005, 13(1):60~71.
- [14] FACCIO M, LANG L H P, YOUNG L. Debt and Corporate Governance[R]. HK: The Chinese University of Hong Kong, 2005.
- [15] BUNKANWANICHA P, GUPTA J, ROKHIM R. Debt and Entrenchment: Evidence from Thailand and Indonesia[J]. European Journal of Operational Research, 2008, 185(3):1 578~1 595.
- [16] 李增泉, 辛显刚, 于旭辉. 金融发展、债务融资约束与金字塔结构——来自民营企业集团的证据[J]. 管理世界, 2008(1):123~135.
- [17] 韩亮亮, 李凯, 方圆. 金字塔股权结构、终极股东控制与资本结构[J]. 管理评论, 2009, 21(5):35~41.
- [18] LA PORT R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. Journal of Finance, 2002, 57(3):1 147~1 170.
- [19] 葛敬东. 现金流权比例对终极股东剥夺行为的约束程度分析[J]. 会计研究, 2006(7):52~58.
- [20] 吕长江, 肖成民. 最终控制人利益侵占的条件分析——对 LLSV 模型的扩展[J]. 会计研究, 2007(10):82~86.
- [21] 杨淑娥, 苏坤. 终极控制、自由现金流约束与公司绩效——基于我国民营上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2009(4):78~86.
- [22] 黎文靖, 路晓燕. 地区环境、第一大股东与会计信息质量——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济与管理研究, 2007(12):66~71.
- [23] FAN J P H, WONG T J, ZHANG T Y. The Emergence of Corporate Pyramids in China[D]. Hong Kong: The Business School of the Chinese University of Hong Kong, 2005.
- [24] TITMAN S, WESSELS R. The Determinants of Capital Structure Choice[J]. Journal of Finance, 1988, 43(1):1~19.
- [25] MYERS S, MAJLUF N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2):187~221.
- [26] SCOTT D F, JOHN D. M. Industry Influence on Financial Structure[J]. Financial Management, 1975, 4(1):67~73.

(编辑 郭恺)

通讯作者: 苏坤(1984~), 男, 河南民权人。西北工业大学(西安市 710129)管理学院讲师, 博士。研究方向为公司治理与财务管理。E-mail: suk711@126.com