

# 民营企业终极控制性股东特征与公司融资决策行为

朱乃平<sup>1,2</sup>, 田立新<sup>2</sup>, 陈娜<sup>1</sup>

(1. 江苏大学 财经学院, 江苏 镇江 212013; 2. 江苏大学 理学院, 江苏 镇江 212013)

**摘 要:** 终极控制性股东不但影响公司表决权和剩余收益索取权的格局, 还可能影响着公司的融资决策行为选择。本文以 2004 ~ 2011 年 A 股民营上市公司 1112 个观测值实证检验终极控制性股东在表决权、现金流权、公司治理等方面所呈现的特征与公司融资决策行为选择偏好的关系。结果表明我国上市公司终极控制人所拥有的表决权与现金流权两者分离程度越高, 其对负债的破产威胁效应和利益转移限制效应越不敏感, 越偏向于通过高负债融资等手段以达到获取超控制权收益的目的。

**关键词:** 融资模式; 行为选择偏好; 利益侵占; 超控制权收益

中图分类号: F275.5

文献标识码: A

文章编号: 1003-5192(2013)06-0022-07

## Research on the Relation between Characteristics of Ultimate Controller & Corporate Financing Decision

ZHU Nai-ping<sup>1,2</sup>, TIAN Li-xin<sup>2</sup>, CHEN Na<sup>1</sup>

(1. School of Finance and Economics, Jiangsu University, Zhenjiang 212013, China; 2. Faculty of Science, Jiangsu University, Zhenjiang 212013, China)

**Abstract:** The ultimate controlling shareholders not only affect the distribution pattern of control right and residual claim, but also enormously affect the behavior choice of the corporate financial decisions. This paper, with a firm-level dataset 1112 observations of private listed companies from 2004 ~ 2011 based on ultimate shareholder's views, empirically examines the relationship between the characteristics of ultimate shareholder's controlling rights, cash flow rights and corporate governance and the preference of corporate financial decisions. The findings are as follows: the ultimate controlling shareholders are not sensitive to the bankrupt threat effect when the separation between control right and cash flow right reaches a high level. And in the meantime they prefer to infringe the interests of the other shareholder by high debt financing in order to seize the super control gains.

**Key words:** financing mode; behavior choice preference; interest infringing; super control gains

## 1 引言

Claessens, Djankov, Fan<sup>[1]</sup>, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 等<sup>[2]</sup> 学者研究发现, 世界上很多上市公司实质上并不为第一大股东所控制, 而受终极控制性股东的影响, 终极股东往往通过一股多票、交叉持股、金字塔股权结构等方式操纵公司。所谓终极控制性股东是企业最终的控制人, 即无法再追溯其控制权的控制人。终极控制人包括两部分: 一是终极控制人依其所拥有的股份而获得的控制权; 另一部分是终极控制人控制董事会和股东大会所获得的控制权。在“股权相对集中”的公司, 终极控制性股东与其他股东之间的利益冲突是主

要矛盾。近年来, 围绕这种矛盾国内外学者进行了广泛研究: Lins<sup>[3]</sup> 对 18 个国家的 1433 家公司研究发现终极控制人的控制权(即表决权)超过所有权(现金流权)时, 其市价会随之下降; Claessens 等<sup>[1]</sup> 也认为企业代理成本上升和绩效下滑是因为终极控股性股东控制权与所有权的分离; Du, Dai<sup>[4]</sup> 在对上市公司最终所有权结构和财务杠杆的关系进行实证分析后发现, 现金流权与表决权的分离往往导致最终控制人倾向较高风险的融资决策; Marchica, Mura<sup>[5]</sup> 发现最终控制人现金流权与表决权的分离会对企业价值产生负面作用。国内, 刘苟佳等<sup>[6]</sup> 将控股股东按照国有、民营两类进行对比我国最终控制人问题; 王鹏和周黎安<sup>[7]</sup>, 刘少

收稿日期: 2013-06-21

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(51276081); 中国博士后科学基金资助项目(2013M541622); 江苏省博士后科研资助计划项目(1202036C); 江苏大学高级人才基金资助项目(10JDG103)

波<sup>[8]</sup>、邓建平和曾勇<sup>[9]</sup>、戴璐和孙茂竹<sup>[10]</sup>、朱文和苏启林<sup>[11]</sup>等围绕实际控制人所有权与表决权分离对企业价值、股利政策方面进行了广而深的研究。Claessens等<sup>[1]</sup>界定实际控制人的特征变量是现金流权与表决权比( $SQ$ )。赖建清等<sup>[12]</sup>进一步研究了实际控制人对董事会的控制行为,并创设了变量 $SR$   $SR = 1 - \text{独立董事比例} - \text{其他股东代表所占比例} - \text{终极控制人控制的表决权比例}$ 。 $SR$ 度量了控股性股东在董事会中所占比例( $SP$ )和其拥有的表决权二者的差异。如果 $SR > 0$ ,代表终极控制人在董事会所占比例过多过高。笔者认为 $SR$ 不能同时反映出实际控制人面对的成本(现金流权)和收益(控制权收益),即无法反映出控股股东的实际特征,我们认为终极控制人拥有的现金流权/终极控制人在董事会中所占比例的比( $CQ$ )度量二权分离更科学。 $CQ$ 与 $SQ$ 的区别是: $SQ$ 是名义上的分离度, $CQ$ 是实质上的分离度。因为董事会实际拥有公司剩余表决权,终极控制人在董事会中所占比例更加能反映其对企业影响的实际掌控力。从理论意义上讲,在考察实际控制人现金流权与表决权的偏离程度时 $CQ$ 优于 $SQ$ 。因此本文设计了这两个范畴的特征变量进行对比分析研究。也有学者指出可用表决权和现金流权差额的绝对值( $SU$ )来替代二者的偏离程度,本文实证部分也对 $SU$ 进行了分析以对比。

现金流权与表决权分离确实一定程度上影响了实际控制人行为后果<sup>[13,14]</sup>,因此深入分析实际控制人的行为表现特征对公司更深层次更深刻的影响,会给公司治理带来启示和借鉴价值<sup>[15]</sup>。本文以民营上市公司为研究对象,通过层层追溯,寻找上市公司的最终控制人,并从终极控股性股东的角度考察表决权、现金流权及二者的偏离程度和公司治理等因素对融资决策行为的影响。

## 2 理论分析与假设形成

在上市公司里,控股股东想要取得表决权就需要持有相当数量的股份,这一最低持股比例我们称之为有效控制权(投票权)。实际控制人以较小的现金流权获取较大的表决权,超过有效控制权的部分称作“控制权真空”。显然,实际表决权的比例越高,控制权真空就越大,其存在使股权融资带来的控制权稀释效应不会对实际控制人的表决权构成威胁,不影响他们对自由现金流的使用,也不影

响其取得控制权私利<sup>[8]</sup>。于是,最终控制人便会充分利用“控制权真空”,采取股权融资以避免负债的破产威胁效应和利益转移限制效应的发生,且“控制权真空”越大,股权融资的动机就越强。对实际控制人而言,实际控制权的比例越大,终极控制人的“控制权真空”越大,终极控制人为了压缩“控制权真空”,偏向采用更高比例的股权融资;反之,实际控制权比例较低时,终极控制人出于控制权有可能被稀释的考虑会选取负债融资方式。于是我们提出假设1:

**H1** 终极控制人控制权与上市公司资产负债率负相关。

现金流权度量反映了实际控制人与企业利益的关联度,这里用一个简单的模型说明。假定现金流权是 $a$ ,公司的价值是 $B_0$ ,实际控制人侵占上市公司利益的比例是 $F$ ,终极股东侵占企业利益后的企业价值是 $B_1$ ,因控制人的侵占行为给上市公司带来的损失比率是 $C$ ,则侵占私利 $D_0 = F \times B_0$ ,侵占行为发生后的上市公司价值 $B_1 = B_0 - F \times B_0 - C \times B_0$ 。在这一价值中,实际控制人享有的部分 $D_1 = a \times B_1 = a \times (B_0 - F \times B_0 - C \times B_0)$ 。实际控制人利益侵占行为获取的公司利益应该是侵占行为发生后企业的价值中原本应该享有的部分同侵占的额外私利之和,即 $P_1 = D_0 + D_1 = F \times B_0 + a \times (B_0 - F \times B_0 - C \times B_0)$ ,但是如果实际控制人利益侵占行为没发生,实际控制人获得的利益 $P_0 = a \times B_0$ ,于是终极控制人发生侵占行为的必要条件是 $P_1 > P_0$ , $P_1 - P_0 = F \times B_0 + a \times (B_0 - F \times B_0 - C \times B_0) - a \times B_0 > 0$ ,简化之得到: $F - a \times (F + C) > 0$ 。

从上式看出,实际控制人产生的利益侵占行为与其拥有的现金流权负相关,发生侵占行为的条件是 $a < F / (F + C)$ ,当现金流权较高时利益侵占效应会减弱;如果 $a = 1$ ,实际控制人发生侵占公司利益后其自身所获的利益会相应减少 $C \times B_0$ 。所以实际控制人利益侵占行为与实际控制人的所有权负相关。当实际控制人利益侵占所取得的私有收益大于应承担的企业损失时,控制人会倾向于利益侵占行为,而当公司实际控制人的利益侵占意图或欲望减少时,控制人会倾向于选择可以降低公司负债率的融资模式。因此提出假设2:

**H2** 终极控制性股东拥有公司的现金流权与资产负债率显著负相关。

在资本结构的控制权理论中,Stulz<sup>[16]</sup>,Harris

and Raviv<sup>[17]</sup> 定量研究了外来的恶意收购对股权相对分散的公司融资决策所产生的影响。管理者若是不想放弃因其对公司的掌控而获得的控制权私利,就会通过债务融资而非外部权益融资的方式筹备资金。Garvey 和 Hanka<sup>[18]</sup> 证实了恶意收购推动管理者通过更多的举债维持其对企业的表决权, Dann 和 DeAngelo<sup>[19]</sup> 也认为回购股票可抵御外来接管行为的发生。Mueller 等<sup>[20]</sup> 在对私有业主的表决权私有收益对企业成长性和资本结构的影响进行研究后发现,当因公司扩张导致业主丧失表决权的可能性比较高时,业主更倾向于以负债融资代替权益融资方式,而且不惜延缓企业成长。通过债务融资而非外部权益融资的方式来筹措资金则有利于最终控制人维持其对公司的表决权。基于负债的非股权稀释效应的考虑,我们提出假设 3:

**H3** 现金流权和控制权之间的偏离程度与上市公司资产负债率正相关。

负债的破产威胁效应,也即大股东面临失去公司表决权的威胁。在最终控制人的分析框架中,只要最终控制人稳定拥有表决权,由于现金流权与表决权的分离,可使其以较低的成本取得高收益。如果公司破产,实际控制人必然不再拥有公司的表决权,当然同时丧失获取超控制权收益的实施途径。因此,负债的破产威胁使实际控制人选择负债融资很谨慎。而且实际控制人现金流权与表决权的分离程度越大,实际控制人越可能偏向于选择低负债融资模式。

负债的利益转移限制效应是指债权人以契约监督限定企业现金流的用途。从某种程度上说,负债的利益转移限制效应减弱了终极控股股东的利益侵占行为。最终控制人对自由现金流的操纵行为受到债务到期还本付息的限制,负债比越高将来要支付的本息越高,操纵自由现金流的自由受到的限制越多。另外由于现金流权与控制权的分离客观存在,为最终控制人操纵现金流创造了客观条件,而且随着其拥有的现金流权与控制权的分离度越大,最终控制人通过操纵自由现金流侵占公司利益的动机越强。因此,最终控制人为了减轻负债的利益转移限制效应,可能更加偏向低负债融资模式,比如股权融资,因为股东不会像债权人那样注重收益索取权。基于负债破产威胁效应和利益转移限制效应的考虑,我们提出假设 4:

**H4** 现金流权和控制权之间的分离程度与上市公司资产负债率负相关。

孙健<sup>[13]</sup> 指出,实际控制人会借助董事会对其控制行为提供保障。董事会结构只是实际控制人为保证对融资决策的制定权而采取的措施,不会直接影响最终控制人对融资决策的选择,所以本文将董事会结构变量称为实际控制人的行为能力变量,将股权结构变量(包括实际控制人的特征变量,即表决权与现金流权的偏离)称作实际控制人的行为特征变量。实际控制人在董事会中所占比例为其负债行为的选择作出能力上的保障,从此形式来说就是直接放大了假设 3 或假设 4 的效应,无论是假设 3 或假设 4 通过验证,引入最终控制人在董事会中所占比例这一特征变量都能加强正向或反向效应。因此提出假设 5:

**H5** 终极控制人在董事会中的比例越高,则 H3 或者 H4 中的被证实的效应就会得到放大。

### 3 实证研究总体设计

#### 3.1 数据来源

笔者选取 2004 ~ 2011 年公布年报和相关公司治理信息的民营上市公司作为研究样本。对于样本选择和数据选取,笔者依据如下原则进行了调整和筛选:(1) 剔除数据不全的上市公司,包括年报数据、控制链、终极控制人等信息不全。(2) 剔除新上市或次新上市公司,即剔除了 2004 年以后新上市的公司。(3) 剔除同时发行 B 股或 H 股的公司。(4) 剔除金融类上市公司。(5) 剔除终极控制权低于 10% 的上市公司。(6) 剔除 ST 和 PT 的上市公司。(7) 剔除资产负债率超过 100% 的上市公司,即资不抵债的公司。基于上述原则,笔者最终选取了 139 家于 2004 ~ 2011 年间连续公布年度财务报表的非金融类 A 股民营上市公司作为研究对象,样本量合计 1112 个。

#### 3.2 模型及变量

公司融资行为最终形成公司的资本结构状态,而资产负债率是学者研究资本结构的常用指标,所以本研究也以资产负债率作为因变量。自变量包括最终控制人的控制权、现金流权、两权分离度、终极控制人的派出人员在董事会的比例。根据 Titman 等<sup>[21]</sup> 的资本结构变量和相关文献,本文把业务增长率、公司规模、资产担保能力、赢利能力、行业特征等变量作为控制变量。变量定义如表 1。

表1 研究变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
资产负债率	$DA$	负债总额/资产总额
表决权	$VR$	控制链上最低持股比例; 或者各条控制链最小持股比例求和
现金流权	$CR$	控制链上的持股比例相乘; 或者各条控制链现金流权求和
在董事会中所占的比例	$SP$	$1 - \text{独立董事人数/董事会人数} - \text{董事会中其他股东所占的比例}$
	$SU$	$VR - CR$
现金流权与控制权的分离度	$SQ$	$CR/VR$
	$CQ$	$CR/SP$
业务增长率	$Growth$	主营业务收入/上期主营业务收入 - 1
赢利能力	$Prof$	息税前利润/总资产
公司规模	$Size$	$\text{Log 总资产}$
资产担保能力	$Coll$	$(\text{存货} + \text{固定资产}) / \text{总资产}$
所属行业	$Industry$	以制造业为基准, 依据证监会行业分类标准引入 11 个虚拟变量, 属于某个行业取 1, 不属于取 0
年度	$Year$	2004 年为基准, 引进 4 个虚拟变量, 属于某个年度取 1, 不属于取 0

### 3.3 计量模型

基于前文分析, 我们的研究模型如下

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1 VR + \alpha_2 Growth + \alpha_3 Prof + \alpha_4 Size + \alpha_5 Coll + \sum \phi Industry + \sum \phi Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$DA = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 Growth + \beta_3 Prof + \beta_4 Size + \beta_5 Coll + \sum \phi Industry + \sum \phi Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$DA = \eta_0 + \eta_1 SU + \eta_2 Growth + \eta_3 Prof + \eta_4 Size + \eta_5 Coll + \sum \phi Industry + \sum \phi Year + \varepsilon \quad (3)$$

$$DA = \gamma_0 + \gamma_1 SQ + \gamma_2 Growth + \gamma_3 Prof + \gamma_4 Size + \gamma_5 Coll + \sum \phi Industry + \sum \phi Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$DA = \mu_0 + \mu_1 SQ + \mu_2 SQ \times SP + \mu_3 Growth + \mu_4 Prof + \mu_5 Size + \mu_6 Coll + \sum \phi Industry + \sum \phi Year + \varepsilon \quad (5)$$

根据假设 1,  $VR$  的回归系数  $\alpha_1$  预期为负; 根据假设 2,  $CR$  的回归系数  $\beta_1$  预期为负。根据假设 3, 预期  $SQ$  的系数  $\gamma_1$  为负,  $SU$  的系数  $\eta_1$  为正。基于假设 4, 预期  $SU$  的系数  $\eta_1$  为负,  $SQ$  的系数  $\gamma_1$  为正。这里有必要说明一下, 如果上述假设 3 成立, 即  $\gamma_1 < 0$ , 则  $\mu_2 < 0$  时假设 5 成立(反之, 若假设 4 成立, 即  $\gamma_1 > 0$ , 则  $\mu_2 > 0$  时假设 5 成立)。  $SQ$  和  $CQ$  都是表征现金流权与表决权分离程度的变量,  $SQ$  是直接的表征变量,  $CQ$  是现金流权与终极控制人在董事会中比例的分离程度, 模型(5) 我们分别用  $SQ$  和  $CQ$  进行回归检验。

## 4 计量检验结果

### 4.1 描述性分析

全样本下描述性统计分析显示, 民营上市公司的资产负债率平均值为 50.06%, 虽然不太理想, 但是总体还是低于国有上市公司。现金流权和控

制权相同的样本只有 184 个, 而控制权高于现金流权的样本数有 928 个, 说明终极控制人的控制权和现金流权呈现严重分离的特征。此外, 为了更好地阐释现金流权与表决权分离程度对融资决策的影响, 笔者按现金流权与表决权是否存在分离对民营上市公司进行分组, 结果表明, 相较于其他企业, 控制权超过现金流权的上市公司负债比例稍高, 初步显示“两权分离”状况下其更倾向于负债融资。

衡量终极控制人现金流权与表决权分离程度的解释变量  $SQ$  最小值低至 0.0634, 均值为 0.6454,  $SU$  最大值为 48.74%, 均值为 12.82%, 同西欧 13 个国家及东亚 9 个国家和地区的民营公司比较而言, 我国民营公司终极控制人现金流权与表决权的分离程度偏高;  $CQ$  出现了 3.00 这样的特殊值, 表明存在现金流权很大但最终控制人在董事会所占比例很小的公司, 很大程度上是因为终极控制人对董事会的控制力度不够。但是  $SP$  的中值和均值皆大于 50%, 表明我国民营上市公司实际控制人多数对公司董事会拥有绝对控制力, 且几乎有百分之百的话语权, 保障了其掏空行为。

### 4.2 相关性分析

通过各变量的相关性分析发现(由于篇幅所限, 皮尔逊相关系数矩阵没有在此列出), 现金流权与表决权偏离程度的两个变量之间具有较高的相关性, 变量  $SQ$  与资产负债率呈负相关关系,  $SP$  与资产负债率呈正相关关系, 初步支持了终极控制股东两权偏离程度与公司资本结构正相关的假说。另外, 考虑到  $SU = VR - CR$ ,  $CQ = CR/SP$ , 表中  $SU$  与  $VR$ 、 $CQ$  与  $CR$  的相关系数较高实属正常范畴。

因此,我们是分别把它们放入方程进行回归分析的。而其他各自变量的相关系数均较小(绝对值小于 0.4),于是我们可以认为上述模型的各自变量之间基本不存在多重共线性问题,可以放入同一个方程进行回归分析。

#### 4.3 回归分析

样本的资本结构直方图基本符合正态分布(资本结构直方图略),其为采用普通最小二乘法对样本进行回归系数估计提供了科学的依据。通过现金流权、控制权与资本结构的回归分析(限于篇幅,各自的回归结果表未列出)发现二者与资本结构都呈现显著负相关。

随着逐渐控制资本结构的其他影响因素,表决权与资产负债率在 10% 水平显著负相关,说明控制变量增强了检验效果。 $F$  检验结果说明模型整

体拟合度较好。假设 1 得到证实,表明控制人拥有的表决权越高,公司融资决策行为偏向于股权融资,形成低负债的融资结构。反映在负债融资可能引发的破产风险与股权融资的控制权稀释风险面前,终极控制人拥有的表决权越高,越偏向于进行低负债的融资行为,因为他们害怕债务的破产效应导致表决权的丧失。

现金流权与资产负债率在 1% 水平显著负相关,而且随着逐渐控制资本结构的其他影响因素,显著性得到增强,验证了假设 2。终极控制人拥有公司的现金流权越高,其自身利益与公司整体利益越趋于一致,对控股股东的正向激励效应增强,其规避破产风险的动机也越强。为了规避负债可能带来的破产风险,避免过多现金流出,实际控制人在融资决策中偏向于较低的负债水平。

表 2  $SU$  与资本结构的回归结果

变量	预期符号	Step 1	Step 2	Step 3	Step 4	Step 5
(常数项)		-92.594 *** (-6.450)	-106.439 *** (-7.437)	-104.813 *** (-7.363)	-108.615 *** (-7.618)	-108.141 *** (-7.603)
$Size$	+	6.648 *** (9.868)	7.458 *** (11.011)	7.334 *** (10.874)	7.339 *** (10.923)	7.257 *** (10.812)
$Prof$	-		-0.337 *** (-5.470)	-0.365 *** (-5.902)	-0.373 *** (-6.044)	-0.385 *** (-6.236)
$Growth$	+			0.056 *** (3.171)	0.057 *** (3.241)	0.055 *** (3.144)
$Coll$	+				8.481 *** (2.566)	8.617 *** (2.613)
$SU$	+/-					0.102 ** (2.221)
$Industry$		控制	控制	控制	控制	控制
$Year$		控制	控制	控制	控制	控制
调整 $R^2$		0.114	0.147	0.158	0.164	0.168
$F$		97.385	65.539	47.575	37.595	31.221
$N$		1112	1112	1112	1112	1112

注:(1)\*表示显著性水平,\*是 10%,\*\*是 5%,\*\*\*是 1%, $T$  值在括号内;(2)由于篇幅限制, $Industry$  和  $Year$  的统计结果没有在表中列出。

从  $SQ$ 、 $SP$  与资本结构的回归分析(表 3)可以看出:(1)模型 4 中,无论是  $SQ$  还是  $CQ$ ,其系数都显著小于 0,又由于  $SU$  与资产负债率在 5% 水平下显著正相关(详见表 2  $SU$  与资本结构的回归结果), $H3$  得到验证,即实际控制人现金流权与表决权之间的分离程度与负债正相关,说明基于负债的非股权稀释效应的考虑,控制人倾向债务融资而非外部权益融资的方式来筹措资金,其有利于控制人维持其对公司的表决权。(2)模型 5 中,无论是  $SQ$  还是  $CQ$ ,其与  $SP$  的交叉项的系数均显著为负, $H5$  得到验证,即终极控制人

在董事会的比例放大了其对实际控制人的选择行为。(3)模型 4 中,无论是运用  $SQ$  还是  $CQ$ ,其变量皆在 1% 水平下显著相关,在更细致的观察下我们发现运用  $CQ$  的效果还要稍好于  $SQ$ ;模型 5 中,无论是运用  $SQ$  还是  $CQ$ ,其变量都至少在 1% 水平下显著相关,不同的是  $SQ$  与  $SP$  的交叉项的系数在 5% 水平下显著负相关,而  $CQ$  与  $SP$  的交叉项的系数在 1% 水平下显著负相关,整体效果也优于  $SQ$ ,表明在度量实际控制人现金流权与表决权的分离度时, $CQ$  相对于  $SQ$  是更好的度量指标。

表3  $SQ$ 、 $SP$  与资本结构的回归结果

变量	预期符号	Model 4		Model 5	
(常数项)		-86.806 *** (-5.595)	-98.723 *** (-6.841)	-81.979 ** (-2.424)	-87.566 *** (-4.060)
$SQ$	+/-	-6.842 *** (-3.484)		-6.492 *** (-2.775)	
$SQ \times SP$	+/-			-0.324 ** (-2.226)	
$CQ$	+/-		-8.031 *** (-3.614)		-8.706 *** (-4.102)
$CQ \times SP$	+/-				-12.030 *** (-3.048)
$Growth$	+	0.057 *** (3.313)	0.063 *** (3.439)	0.062 *** (3.387)	0.069 *** (3.720)
$Prof$	-	-0.369 *** (-5.777)	-0.373 *** (-6.084)	-0.359 *** (-5.553)	-0.363 *** (-5.710)
$Size$	+	6.546 *** (9.076)	7.071 *** (10.534)	6.138 *** (3.008)	6.065 *** (4.428)
$Coll$	+	8.703 *** (2.652)	8.741 *** (4.190)	8.559 *** (3.243)	8.818 *** (3.752)
$Industry$		控制	控制	控制	控制
$Year$		控制	控制	控制	控制
调整 $R^2$		0.176	0.165	0.162	0.170
$F$		32.933	36.755	31.815	33.022
$N$		1112	1112	1112	1112

注: 同表2。

我们还发现了其他一些影响公司资本结构状态的因素: (1) 业务增长越快, 资产负债率越高。这是因为高成长型公司的内部留存收益往往无法满足其投资所需, 另外高成长型公司往往有着良好的发展前景, 股东不想把股东财富转移给其他股东, 因而通常不愿过多地发行新股, 以免分散老股东控制权和稀释每股收益。当具有较多的融资选择时, 这类公司一般会首选债务融资来满足外部资金需求。(2) 我们还发现公司随着赢利能力的提高, 资产负债率反而下降。通过实践观察, 赢利能力强的公司, 往往通过留存收益方式得到所需资金的满足, 因而负债水平下降。(3) 公司规模越大的公司, 资产负债率越高。因为大公司实力强, 所以债权人愿意向他们提供贷款、同时减少监督成本, 因此大型公司资产负债率反而高。(4) 资产担保能力越强的公司, 越有机会获得较高的借款。因为公司可用于贷款担保的资产越多, 债权人的放贷资金越安全, 债权人越乐意提供更多的借款。

#### 4.4 稳健性分析

由于西方国家上市公司股权比较分散, 关于终极控制性股东等一些颇具代表性的研究中常常看到实际控制人的有效控制权被界定在 10% 或 20%。鉴于国内上市公司股权较集中的特点, 本文选择 20% 作为有效控制比例, 对以上研究结论进行稳健性检验(篇幅所限, 回归结果未列)。研究发现在提高了终极控制人的表决权后, 解释变量对被解释变量资本结构的解释程度还得到增强, 模型的整体效果要优。另外, 表决权提高时表决权与现金流权二者分离程度与资产负债率相关关系的显著性亦得到增强。因此我们可以认为本文的实证

研究结果具备良好的稳健性。本研究表明基于负债的非股权稀释效应的考虑, 控制人倾向债务融资而非外部权益融资的方式来筹措资金, 其有利于控制人维持其对公司的表决权。

#### 5 结论与启示

本文借鉴 Claessens 等<sup>[22]</sup>追溯终极控制人的方法, 以民营上市公司为研究对象, 通过层层追溯, 寻找我国上市公司的最终控制人特征, 并以 2004~2011 年 A 股民营上市公司 1112 个样本实证检验终极控制人特征对公司融资行为选择的影响。研究发现终极控制人拥有的表决权与现金流权两者分离程度越高, 其对负债的破产接管效应和利益转移限制效应越不敏感, 越偏向于选择高负债的融资决策行为。而且随着终极控制人的表决权和现金流权分离程度的加大, 其利益侵占获取超额收益动机越强, 而且往往通过向董事会派出人员以提高在董事会中所占比例以达到让董事会为其侵占行为提供保护的目的。

上述结论对我国民营上市公司的治理和监管及资本结构的完善具有重要的启示和借鉴价值。第一, 最终控制人拥有过度表决权, 其必然会利用过度表决权实施各种隧道行为侵犯其他中小股东利益, 使自身利益最大化获取超控制权收益行为的发生。终极控制人获得过度表决权, 带来现金流权与表决权的分离, 更加会导致代理成本的提高, 公司绩效的降低, 还会对上市公司合适的融资决策制定带来不良影响。公司治理问题是公司最佳资本结构能否实现的重要影响因素, 因此如果把资本结构和公司治理进行耦合研究, 将会大大丰富拓展资

本结构理论和公司治理理论。第二,通过对终极控制人特征和融资行为选择偏好进行深入的理论和实证分析,不但能够深刻揭示出我国民营上市公司终极控制权下的经济行为后果,而且对终极控制权客观存在的条件下资本结构的影响因素做出全面分析,为完善上市公司产权结构和融资结构起到一定的借鉴作用。建议完善我国破产机制,保障债权人权益;加速商业银行的改革,提高商业银行对于上市公司债务水平的监督;针对上市公司决策权的分配,制定相关法律保护中小股东利益。第三,不仅要从内部优化上市公司的股权结构和治理结构,还需要从外部提高政府监管水平,加大监管力度,才能引导上市公司健康稳定发展并形成良性竞争、有序的资本市场。只有内部治理机制和外部市场监管机制的同时完善,才能真正促进上市公司长远健康的可持续发展,从而保护好所有利益相关者的利益。

#### 参 考 文 献:

- [1] Claessens S , Djankov S , Fan J P H , et al. . Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding [J]. The Journal of Finance , 2002 , 57( 6) : 2741-2771.
- [2] La Porta R , Lopez-de-Silanes F , Shleifer A , et al. . Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance , 1999 , 54( 2) : 471-517.
- [3] Lins K V. Equity ownership and firm value in emerging markets [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis , 2002 , 38( 1) : 159-184.
- [4] Du J , Dai Y. Ultimate corporate ownership structure and capital structure: evidence from East Asian economies [J]. Corporate Governance , 2005 , 13( 1) : 60-71.
- [5] Marchica M T , Mura R. Direct and ultimate ownership structures in the UK: an intertemporal perspective over the last decade [J]. Corporate Governance , 2005 , 13( 1) : 26-45.
- [6] 刘芍佳,孙霁,刘乃全. 终极产权论、股权结构与公司绩效[J]. 经济研究 2003 ( 4) : 51-62.
- [7] 王鹏,周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效: 基于中国上市公司的证据 [J]. 金融研究 2006 , ( 2) : 88-98.
- [8] 刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益 [J]. 经济研究 2007 ( 2) : 85-96.
- [9] 邓建平,曾勇. 上市公司家族控制与股利决策研究 [J]. 管理世界 2005 ( 7) : 139-147.
- [10] 戴璐,孙茂竹. 控股股东对上市公司价值的影响 [J]. 中国会计评论 2005 ( 1) : 37-54.
- [11] 苏启林,朱文. 上市公司家族控制与企业价值 [J]. 经济研究 2003 ( 8) : 36-45.
- [12] 赖建清,吴世农. 我国上市公司终极控制人的现状研究 [A]. 公司财务研讨会文集 [C]. 上海: 上海财经大学出版社 2004. 47-62.
- [13] 孙健. 终极控制权与资本结构的选择——来自沪市的经验证据 [J]. 管理科学 2008 ( 2) : 18-25.
- [14] 韩亮亮,李凯. 民营上市公司终极股东控制与资本结构决策 [J]. 管理科学 2007 ( 5) : 24-30.
- [15] 韩亮亮,李凯. 控制权、现金流权与资本结构 [J]. 会计研究 2008 ( 3) : 66-73.
- [16] Stulz R. Managerial control of voting rights: financial policies and the market for corporate control [J]. Journal of Financial Economics , 1988 , 20( 1) : 25-54.
- [17] Harris M , Raviv A. Corporate governance: voting rights and majority rules [J]. Journal of Financial Economics , 1988 , 20( 1) : 203-235.
- [18] Garvey G , Hanka G. Capital structure and corporate control: the effect of anti-takeover statutes on firm leverage [J]. Journal of Finance , 1999 , 54( 2) : 519-546.
- [19] Dann L , DeAngelo H. Corporate financial policy and corporate control: a study of defensive adjustments in asset and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics , 1988 , 20( 1) : 87-127.
- [20] Mueller D , Sirower M. The causes of mergers: tests based on the gains to acquiring firms' shareholders and the size of premia [J]. Managerial and Decision Economics , 2003 , 24( 5) : 373-391.
- [21] Titman S , Wessels R. The determinants of capital structure choice [J]. Journal of Finance , 1988 , 43( 1) : 1-49.
- [22] 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) : 81-112.