

专著 西北工业大学
出版基金 ZIZHU XIANGMU

ZHUANZHU

实际控制人与市场化环境对公司资本结构的影响研究

苏坤 著

ZHUANZHU

西北工业大学出版社

西北工业大学出版基金资助项目

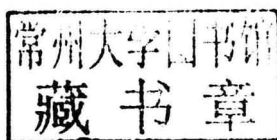
国家自然科学基金(71773088,71402141)支持

中国博士后科学基金(2015M582705, 2016T90943)支持

The Impacts of Real Controller and Marketization
Environment on Corporate Capital Structure

**实际控制人与市场化环境
对公司资本结构的影响研究**

苏 坤 著



西北工业大学出版社

西 安

图书在版编目(CIP)数据

实际控制人与市场化环境对公司资本结构的影响研究/
苏坤著. —西安:西北工业大学出版社, 2018. 1

ISBN 978-7-5612-5462-2

I. ①实… II. ①苏… III. ①公司—资本管理—研究
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 013872 号

策划编辑: 雷一鹏

责任编辑: 李文乾

出版发行: 西北工业大学出版社

通信地址: 西安市友谊西路 127 号 邮编: 710072

电 话: (029)88493844 88491757

网 址: www.nwpup.com

印 刷 者: 陕西金德佳印务有限公司

开 本: 727 mm×960 mm 1/16

印 张: 11.375

字 数: 214 千字

版 次: 2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 48.00 元

前 言

资本结构是公司财务决策的起点,资本是公司有效运转和持续健康发展的经济基础,进而影响公司的盈利能力、经营风险,并影响公司的价值。对资本结构问题的研究一直是理论界和实务界的研究焦点,但目前对资本结构的影响因素仍然没有一个清晰的认识。在以往研究的基础上,本书进一步探讨实际控制人与市场化环境对公司资本结构的影响。通过相关理论归纳与分析,本书构建实际控制人、市场化环境与公司资本结构间关系的概念模型,在此基础上提出研究假设,并运用中国证券市场的公开数据,使用多种统计方法进行实证检验,得出实际控制人、市场化环境对公司资本结构具有重要影响的研究结论。

与以往研究相比,本书的创新性工作主要体现在以下几方面:

第一,构建一个实际控制人与市场化环境对公司资本结构影响的关系模型。从公司治理理论的研究前沿——终极产权出发,结合我国独特的市场化环境,将二者纳入对公司资本结构研究的统一分析框架,推进对公司资本结构问题的研究。通过这一关系模型,本书不仅系统研究实际控制人与市场化环境分别对公司资本结构的影响,而且进一步考察实际控制人与市场化环境的交互作用对公司资本结构的影响。研究将微观与宏观相结合,并考虑它们之间的相互联系,在一定程度上克服以往从单个方面割裂开来研究公司资本结构问题的局限,丰富和扩展公司资本结构问题的研究内容和发展方向。

第二,突破从上市公司表层股权进行研究的局限,从实际控制人的视角系统研究其对公司资本结构的影响。关于股权结构对公司资本结构影响的研究,以往学者往往是从第一大股东的视角进行的,忽视了大股东背后的实际控制人,研究结果难免有失偏颇,削弱了研究的准确性。本研究克服这一局限,发现在我国特殊的现实背景下,负债融资具有“控制权非稀释效应”,扩大实际控制人所控制的资源,便利其攫取行为,实际控制人控制权与现金流权分离程度越大,其利益侵占动机就越高,会倾向于提高上市公司负债水平;在确保控制权的情况下,实际控制人现金流权越低,上市公司负债水平就越高;由于现

现金流权的“激励效应”，随着实际控制人现金流权的增大，实际控制人两权分离对公司负债的影响逐渐减弱；“控制权真空”的存在导致实际控制人控制权与公司资产负债率负相关；由于国有股东的所有者缺位，与非国有控制公司相比，国有控制公司实际控制人两权分离程度对公司负债水平的正向影响相对较弱；政府行政级别越低，实际控制人所控制的上市公司资产负债率就越高；实际控制人的代理链层级具有“杠杆效应”，代理链层级越长，上市公司负债水平越高；实际控制人的代理链链条数并没有对公司的资本结构产生显著影响；对国有控制公司而言，实际控制人通过实业公司控制的上市公司具有较低的资产负债率。总体而言，实际控制人对上市公司资本结构产生重要影响。

第三，将市场化环境与公司融资间关系的研究从基于跨国的市场化环境差异研究拓展到基于一国内不同区间市场化环境差异的研究。基于跨国的市场化环境差异研究的一个很明显的缺陷就是很难控制各国在破产法规、会计准则和税收制度等方面存在的差异，研究结果的可比性较差。本研究基于我国各地区间市场化环境差异较大的现实背景，发现市场化程度的提高降低了公司资产负债率水平；地方政府干预程度的增加会提高当地上市公司的资产负债率水平。法律环境的改善降低了上市公司的资产负债率水平。市场化环境对上市公司的资本结构具有重要的影响。

第四，分析并验证实际控制人与市场化环境交互作用对公司资本结构的影响。以往文献往往单独考虑某一因素对公司资本结构的影响，而忽视各要素之间的相互联系，具有一定的片面性。本书进一步考虑实际控制人与市场化环境的交互作用对公司资本结构的影响，发现不同市场化环境下实际控制人对公司资本结构的影响具有显著的差异。总体而言，在较好市场化环境的地区（市场化程度高、政府干预程度小和法律环境完善），实际控制人两权分离程度对公司资本结构的正向影响相对较小。市场化环境对公司资本结构的影响会受到实际控制人微观特征的制约，市场化环境（市场化程度、政府干预程度和法律环境）对公司资本结构的影响程度在国有控制公司更大。

苏坤

2017年10月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.2 主要研究问题	7
1.3 研究内容和方法	9
第 2 章 文献综述	12
2.1 实际控制人存在的普遍性及其代理问题	12
2.2 资本结构理论及其影响因素实证研究综述	25
2.3 市场化环境研究综述	42
2.4 文献述评与研究启示	44
2.5 本章小结	46
第 3 章 概念模型与研究假设	48
3.1 模型要素	48
3.2 概念模型	54
3.3 理论分析与研究假设	58
3.4 本章小结	76
第 4 章 实证研究设计	79
4.1 数据收集	79
4.2 研究变量测度	82
4.3 假设检验方法与模型构建	87
4.4 本章小结	91
第 5 章 实证检验结果	93
5.1 描述性统计与相关性分析	93

5.2	实际控制人与公司资本结构间关系的验证	101
5.3	市场化环境与公司资本结构间关系的验证	112
5.4	不同市场化环境下实际控制人对资本结构影响差异的验证	114
5.5	不同实际控制人类型下市场化环境对资本结构影响差异的 验证	119
5.6	稳健性检验	122
5.7	本章小结	126
第 6 章	检验结果分析	128
6.1	实际控制人与公司资本结构之间的关系	128
6.2	市场化环境与公司资本结构之间的关系	133
6.3	不同市场化环境下实际控制人对资本结构影响的差异	135
6.4	不同实际控制人类型下市场化环境对资本结构影响的差异	136
第 7 章	研究结论与展望	139
7.1	主要研究结论	139
7.2	政策建议	141
7.3	主要创新点	143
7.4	研究局限与展望	145
附录	147
参考文献	157
后记	174

第1章 绪 论

1.1 研究背景与研究意义

融资决策、投资决策和股利分配决策是企业财务管理的三大决策。其中,融资决策是财务决策的起点,是公司有效运转和持续健康发展的经济基础,直接影响着公司的投资和股利分配决策,进而影响公司的盈利能力、经营风险,并影响到企业价值。融资决策问题的研究核心是负债与权益资本的选择问题,即资本结构问题。因此,对资本结构问题的研究一直是理论界和实务界的研究热点,受到国内外学者的广泛关注。

1.1.1 研究背景

一、资本结构研究的不断深入

资本结构是指在公司总资本中采用不同筹资方式所筹集的资本占总资本的比例,也即权益资本与债务资本之间的比例关系。由于权益资本和债务资本成本的差异,资本结构的不同直接影响公司的综合资本成本,进而影响公司价值。1958年美国财务经济学家 Modigliani 和 Miller 发表《资本成本、公司财务与投资管理》一文,得出了在完美的资本市场上(无摩擦、无所得税)企业资本结构与市场价值无关的结论,也即著名的 MM 理论^[1]。MM 理论揭示了公司资本结构构成的意义和公司负债的价值,被认为是现代资本结构理论的基石。然而,由于该文严格的前提假设不符合现实条件,后来的学者逐渐放松了各项假设,对公司资本结构问题做了大量更为贴近现实的深入研究,继而产生了权衡理论、代理理论、信号理论、信息不对称理论、优序融资理论、控制权理论以及行为金融理论等,资本结构理论体系日臻完善。每一个理论的提出,均从不同侧面解释了企业的资本结构选择问题,对“资本结构之谜”有了进一步的揭示,将对资本结构问题的研究都向前推进了一步。同时,这些理论也得

到了西方大量实证研究的支持。自 20 世纪 90 年代以来,我国学者对西方资本结构理论在我国的适用性问题也进行了大量的实证检验(陆正飞和辛宇,1998;洪锡熙和沈艺峰,2000;陈维云和张宗益,2002;肖作平,2004)^[2-5],研究发现西方资本结构理论并不完全适用于中国的现实情况。究其原因,主要是由于西方资本结构理论的提出背景和我国的现实状况并不完全相符。不论是上述理论的提出还是西方发达国家的实证检验都是基于西方成熟的公司治理体系和市场环境而言的。在那里,企业是一个独立的融资主体,公司治理的各组成部分相互制约、共同监督企业的经营行为,企业根据自己的需要并权衡各相关因素进行融资,同时接受资本市场的严格监督。企业所面临的预算约束较硬,对资本市场的依赖比较强,资本市场是企业生存和发展的关键因素。然而,我国目前仍处于向市场经济转轨的过程中,企业融资所面临的制度约束和行政干预较大,企业产权不清,还不是一个独立的融资主体。同时,由于我国存在着债务预算软约束和信贷软约束,负债对我国上市公司的治理功能缺失;上市公司“壳”资源的宝贵和地方政府基于政治利益的扶持行为导致其缺乏有效的破产机制,资本市场对上市公司的约束也非常有限。

资本结构问题不仅决定着公司剩余索取权的分配,同时也决定着公司控制权的安排。企业负债与权益不仅仅被看作是不同的融资工具,而且代表着不同的治理结构,通过不同的债权和股权配置方式可以有效地防止代理人损害委托人的利益,保护所有者权益,它们也体现出公司治理的效应(Williamson,1988)^[6]。如果仅仅把负债和权益看成两种纯粹的融资工具,而忽视它们所附带的投票权和控制权,就不可能真正了解企业的资本结构。Hart(1995)认为,公司治理的一个重要问题就是设计出合理的融资结构,以构建合理的激励约束机制^[7]。因此,资本结构理论不仅是如何选择合理的负债权益结构的理论,还是通过负债权益工具的选择影响公司治理效率的理论。

从我国上市公司的融资实践来看,我国上市公司“股权融资偏好”的命题受到越来越多的质疑,我国上市公司普遍存在过度融资行为(李小军,2008)^[8]。也就是通常所说的“圈钱”,这损害了中小股东的利益,已经成为我国资本市场发展的一大顽疾。而且在负债期限结构中,又存在着长期负债比例偏低、流动负债比例过高的问题,流动负债占总负债的比例达到 70% 以上(Cai, Fairchild 和 Guney, 2008)^[9],上市公司过度融资的冲动导致其不得不过多地依赖短期负债。从上市公司融资的效果来看,很大一部分上市公司融资

后的经营业绩不是随着再融资资金的使用变好了,而是持续降低。同时,包括募集资金大量被控股股东占用、变更募集资金投向、资金大量闲置、在融资的同时进行高额委托理财等一系列怪现象随之出现。这对我国上市公司和证券市场的持续健康发展带来了很大损害,由此,我们不得不对上市公司融资的背后动机和效率进行深入思考。

资本结构决定企业资本各要素之间以及与企业其他各要素所有者之间契约关系的制度安排,与公司的治理结构相联系,同时也与一国的制度环境和宏观经济运行状况密切相关。公司治理对资本结构产生了重要的影响。同时,一国的公司治理体系和资本结构都是在该国的制度环境下形成的,我国的公司治理体系和制度环境与西方发达国家之间有着明显的差异。西方的资本结构理论之所以在解释我国公司的资本结构选择问题上遇到困难,正是忽视我国特殊的公司治理体系和制度环境所导致的结果。因此,有必要结合我国的公司治理现状和特殊的制度环境对资本结构问题进行更为深入的研究,以期从更深层次上改变我国公司治理水平低下、资本结构不合理的现状,为企业的融资决策提供有价值的参考。

二、公司治理研究的不断发展

Berle 和 Means(1932)提出了股权分散的研究假设。他们认为,公司的所有权大都分散在小股东之间,而控制权则掌握在管理者手中,因而造成了经营权与所有权(也有文献称为现金流权)的分离^[10],这是传统公司治理研究的逻辑起点。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,公司内部管理者与外部股东间的代理问题成为传统公司治理研究的核心问题,由此引发了 Jensen 和 Meckling(1976)所提出的传统代理理论^[11]。然而,自从对公司治理的研究由英、美等国家转向世界范围内以来,股权分散的假设不断受到强烈质疑,学术界对所有权与经营权分离的适用性和公司治理的理论基础都产生了怀疑。Shleifer 和 Vishny(1997)认为,大股东的存在使其一方面有动机监督管理者,缓解经营者与股东间的代理问题,另一方面他们也有动机侵占广大中小股东的利益,产生了新的代理问题,控股股东与中小股东间同样存在类似的委托代理关系^[12]。La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(1999)以 27 个发达国家或地区为样本,首次通过追踪公司的控制链条对终极控制权问题进行了研究,发现以 20% 的控制权为标准,27 个国家或地区中大约有 63.52% 的公司控制权是集中的,且大都存在实际控

制人^①；实际控制人通过金字塔结构、交叉持股等方式获取的控制权超过现金流权，造成控制权与现金流权之间的偏离，致使其在公司中的资源控制能力和管理决策权力超过其所承担的相应义务，从而产生实际控制人与中小股东之间的代理成本^[13]。参照 La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(1999)^[13]的研究方法, Claessens, Djankov 和 Lang(2000)通过对中国香港、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、中国台湾和泰国等 9 个国家或地区中 2 980 家上市公司实际控制人的资料进行了追踪,发现超过 2/3 的公司被单独的控股股东控制着,只有很少比例的公司符合股权分散的情况,同时大约有 60% 公司的高级管理人员是由控股股东派出的,金字塔结构和交叉持股等方式导致实际控制人的控制权超过现金流权^[14]。Faccio 和 Lang(2002)应用同样的方法研究了西欧 13 个国家 5 232 家上市公司,发现除英国和爱尔兰外其他国家的公司基本上都存在最终控股股东,它们通过双重股票和金字塔结构方式增强控制权,在该样本中,91.86% 的上市公司被实际控制人持有 5% 以上的投票权^[15]。一些学者针对某个国家或地区的实际控制人状况进行了研究,并得到类似的结论,如在泰国(Wiwattanakantang, 2001)^[16]、意大利(Volpin, 2002)^[17]、瑞典(Cronqvist 和 Nilsson, 2003)^[18]、中国台湾(Yeh, Ko 和 Su, 2003)^[19]、英国(Hughes, 2005)^[20]、哥伦比亚(Gutiérrez, Pombo 和 Tabor-da, 2008)^[21]、俄罗斯(Chernykh, 2008)^[22]等,这些国家和地区都普遍存在着终极控制权高度集中的情况。因此,从世界范围的现实来看,所有权高度分散的假设是不符合现实情况的,而股权集中或相对集中则是世界范围内大多数国家中一个更为普遍的现象。在股权集中存在实际控制人的背景下,实际控制人几乎能控制管理者,并且通过发行多种类股票、交叉持股以及金字塔结构等方式获得比现金流权更多的实际控制权,从而使其除了获得控制权共享收益外,还有动机获取控制权私有收益,侵占中小股东的利益(La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer, 1999; Djankov 和 Lang, 2000; Faccio 和 Lang, 2002)^[13-15]。在这种情况下,公司治理的主要问题已不再是公司内部管理者

① La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(1999)在研究该问题时使用的是“终极控制股东”(ultimate controlling shareholder)的概念,后来的学者也使用“终极所有者”(ultimate owner)、“终极控制者(人)”(ultimate controller)等概念。但在我国使用这一概念时,由于国有控制公司严格法律意义上的“终极控制股东”是全体公民,这将使本研究变得十分复杂和困难。而我国代表全体公民对国有控制公司行使出资人权力的“实际控制人”——国有资产管理机构,类似于国外对“终极控制股东”研究时,通过对公司控制链向上追踪找到的对公司实际拥有控制权的主体(包含国家这一主体)。因此,结合我国的实际情况,为了避免概念使用上的混乱,本书统一使用“实际控制人”这一概念。

与外部股东间的代理问题,而是大股东(实际控制人)与广大中小股东间的代理问题(La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer, 1999, 2000; Claessens, Djankov 和 Fan 等, 2002)^[13, 23-24]。

近年来,国内学者对我国上市公司存在的实际控制人问题也进行了研究,发现我国上市公司股权同样较为集中,存在着实际控制人,并且实际控制人控制权与现金流权的分离问题更为严重,控制权与现金流权的不匹配导致控股股东对中小股东的利益侵占(叶勇、胡培和何伟, 2005; 王鹏和周黎安, 2006; 杨淑娥和苏坤, 2009)^[25-27]。实际控制人的存在是我国证券市场许多不规范行为的重要症结所在,他们追求私利的行为必然会促使公司采取对其有利的投融资决策。在缺乏有效的法律和制度的背景下,实际控制人侵占问题频繁发生,并引起我国政府管理层的注意。2001年8月和2003年12月,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)先后发布通知,要求我国上市公司披露实际控制人和控股结构信息;2004年12月,证监会发布了修订后的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号〈年度报告的内容与格式〉》的通知,明确要求上市公司披露公司实际控制人情况,并以方框图及文字的形式披露公司与实际控制人之间的产权和控制关系;2007年12月,证监会发布了该准则的2007年修订版本,进一步规范了上市公司对实际控制人的信息披露。这为研究中国上市公司的实际控制人问题提供了条件。

然而,目前关于实际控制人与中小股东代理问题的研究侧重于对公司价值(绩效)研究(苏启林和朱文, 2003; 王鹏和周黎安, 2006; 杨淑娥和苏坤, 2009)^[26-28],而对于实际控制人通过采取什么样的方式来影响公司价值(绩效)并不清楚。融资与代理问题紧密相连,实际控制人也必然会通过影响公司的融资来服务于自己的私利行为。同时,国内关于股权结构与资本结构间关系的研究,往往侧重于从直接控股股东(第一大股东)的视角进行(肖作平, 2004; 顾乃康和杨涛, 2004; 曹廷求和孙文祥, 2004; 胡国柳和董屹, 2005)^[29-32]。然而事实上,公司的直接控制股东受控于背后的实际控制人,他们只不过是实际控制人的代理人罢了。真正对上市公司起作用的必然是实际控制人,实际控制人才是实际掌握上市公司财务政策的主体(王化成、李春玲和卢闯, 2007)^[33],从实际控制人的视角进行研究才更为科学、合理。在存在实际控制人的背景下,上市公司的资本结构选择的特殊之处,实际控制人影响公司资本结构的主要动机是什么?这就是本书需要回答的问题。因此,本书希望借助于对资本结构的研究,打开实际控制人对公司价值(绩效)影响的“黑匣子”,研究在我国上市公司普遍存在实际控制人的背景下,上市公司资本结

构选择的特殊之处。

三、外部制度环境的引入

企业总是处于一定的制度环境中,制度环境影响着市场参与者的动机,进而影响其相关的行为决策。North(1990)认为,企业行为不只是企业的自主行为,国家的制度环境对企业的交易行为也产生重要影响,是决定其交易成本的关键因素^[34]。La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer 等(1998)将法律环境引入公司治理的研究中,揭示了不同法源对投资者保护和公司治理的影响,开创了法与金融研究的新视角^[35]。La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer 等(2002)进一步的研究表明,一个国家的投资者法律保护环境越好,该国公司中控股股东谋取私利的不当行为遭受法律制裁的可能性就越大,其实施“掏空”行为的成本就越高,因此发生控股股东攫取中小股东行为的概率也就越低,公司价值就越大^[36]。Dyck 和 Zingales(2004)分析了 39 个国家的大额股票交易,并以投资者权利、信息披露和执法程度这三项指标来代表法律制度,发现了较强的投资者保护有助于降低控制权私人收益^[37]。由此可见,外部制度环境已经成为公司治理体系的重要组成部分,会对实际控制人的行为产生影响,进而影响其代理成本。同时,我国上市公司的融资实践也是在一定的制度环境下进行的,上市公司资本结构的形成不可避免地带有制度环境的痕迹。我国幅员辽阔,由于历史、自然环境、区域经济发展水平和社会文化等因素,在我国同一法源下各地区的(市场化)制度环境也存在着很大的差异,不同地区的市场化进程还很不平衡(樊纲、王小鲁和朱恒鹏,2010)^[38]。市场化程度越高的地区,市场发育越成熟,政府对市场和企业的干预越少,法律环境更为完善,市场秩序也就更规范,企业更可能按照市场规律办事。制度环境是一个综合变量,内涵广泛,要想完全度量所有制度环境变量几乎是不可能的。限于数据的可得性,结合相关的理论分析,本书的研究主要局限于市场化环境方面。市场化环境主要借鉴樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2010)编制的市场化进程数据及其子数据^[38],具体包括市场化指数、政府减少对企业的干预指数、市场中介组织的发育和法律制度环境三个方面。因此,本研究进一步引入市场化环境变量,研究其对实际控制人行为和资本结构的影响。

1.1.2 研究意义

本书从终极产权和市场化环境的视角,研究实际控制人的代理问题和市场化环境及其交互作用对公司资本结构的影响,具有一定的理论和现实意义。

一、理论意义

(1)将终极产权和市场化环境纳入对公司资本结构的研究,进一步发展和深化对公司资本结构理论的研究。本研究有助于进一步探寻我国上市公司资本结构不合理的股权结构动因和市场化制度环境动因,有助于规范我国特有现状背景下的资本结构和公司融资行为,为进一步推进市场化进程、完善相关市场化制度环境提供理论依据。

(2)以资本结构为载体,有助于打开实际控制人对公司绩效(价值)影响的“黑匣子”。从逻辑上来讲,公司绩效(价值)是公司一系列经营、财务行为的综合经济后果,实际控制人对公司绩效(价值)的影响,必然要借助一定的经营、财务行为路径。本研究旨在借助资本结构这个点,提供实际控制人如何通过影响公司的资本结构(融资)进而影响公司绩效(价值)的内在机理,为实际控制人影响公司绩效(价值)提供更直接的证明。

二、现实意义

(1)本研究从融资的视角为实际控制人对中小股东的侵害行为提供证据,为我国证券监管部门进一步规范实际控制人行为、保护中小投资者利益、制定相应监管政策、促进资本市场健康有序的发展提供政策建议,有助于进一步完善公司治理结构、提高上市公司的公司治理效率。

(2)对资本结构成因的深入研究可以为相关政策部门制定融资政策提供有价值的信息。本研究有助于激励银行采取相关措施加强债权管理,发挥负债的治理、监管功能,切实保护债权人利益;有助于促进我国上市公司解决过度融资、融资资金使用效率低下等一系列难题,为上市公司提高融资决策的合理性提供参考。

1.2 主要研究问题

鉴于我国上市公司资本结构所存在的问题,以及对资本结构的影响因素尚不清晰的现实状况,本研究从公司治理的发展前沿(终极产权)出发,同时引入被学者们忽视的市场化环境变量,研究我国上市公司资本结构的深层次影响因素。在此基础上,提出如下研究问题。

1. 实际控制人会对公司的资本结构产生怎样的影响

公司治理研究的重心已经从管理者与股东之间的代理问题转向了实际控

制人与中小股东之间的代理问题,实际控制人的代理问题必然会对公司的融资产生一定的影响,进而影响公司的资本结构。本研究拟选取表示实际控制人特征的典型变量,如实际控制人的现金流权、控制权、控制权与现金流权的分离程度、实际控制人性质、代理链层级、代理链条数以及国有实际控制人的政府行政级别、国有实际控制人控制权行权方式,研究它们与公司资本结构之间的关系,进而揭示实际控制人是如何影响公司资本结构的。

2. 市场化环境如何影响公司的资本结构

已有的研究往往从公司的个体特征研究资本结构的形成原因,忽视了市场化环境因素。然而,上市公司的融资行为离不开市场化环境的制约,公司资本结构的形成不免带有我国转轨经济制度背景的特征。我国幅员辽阔,各地区市场化环境的巨大差异也必然会反映在公司的资本结构上。结合市场化环境对公司资本结构影响的理论分析以及相关数据的可得性,本研究从市场化程度、政府干预程度和法律环境三个方面来考察市场化环境对公司资本结构的影响。

3. 不同市场化环境下,实际控制人对公司资本结构的影响是否相同,即实际控制人对公司资本结构的影响是否会受到市场化环境的制约

市场化环境不仅会直接影响公司的资本结构,而且可能会通过影响实际控制人的代理问题间接影响公司的资本结构,而现有的研究往往侧重于对直接效应的研究,忽视了对间接效应的考察。因此,本研究从最能反映实际控制人代理问题的变量——控制权与现金流权的分离程度出发,通过设置市场化环境变量(市场化程度、政府干预程度和法律环境)与两权分离程度变量的交叉项检验不同市场化环境下实际控制人对公司资本结构影响的差异。

4. 市场化环境对公司资本结构的影响在不同实际控制人类型的公司是否一样

不仅市场化环境会对实际控制人与公司资本结构之间的关系产生影响,同样市场化环境与公司资本结构之间的关系也可能受到实际控制人微观特征的制约。本研究以实际控制人产权类型为例,说明实际控制人特征的这种影响。通过设置实际控制人产权类型变量与市场化环境变量(市场化程度、政府干预程度和法律环境)的交叉项,检验市场化环境对资本结构的影响在国有和非国有控股两种不同类型的公司里是否存在差异。

在进行上述研究工作的基础上,本书试图丰富和深化对公司资本结构和公司治理内容的研究,并为证券监管部门、政府决策机构和上市公司利益相关者提供实践上的有益指导和借鉴,从而促进我国证券市场的健康持续发展。

1.3 研究内容和方法

1.3.1 研究内容

根据研究的问题与目标,本书包括如下内容。

第1章为绪论。本章主要阐述本研究的选题背景和研究意义,提出本书的主要研究问题,分析进行研究所使用的方法。

第2章为文献综述。本章从实际控制人存在的普遍性及其代理问题、资本结构理论及其影响因素实证研究以及市场化环境相关研究等方面对现有文献进行回顾和梳理,并在此基础上评述现有的研究,以期找到已有研究的不足并获取有关研究启示。

第3章为概念模型与研究假设。本章在对实际控制人、市场化环境和资本结构进行详细分析的基础上,构建本研究的概念模型,从理论上分析该模型要素之间的逻辑关系,并提出研究假设。

第4章为实证研究设计。根据研究要求,本章对研究所需样本进行选取,对相应的数据收集过程进行描述。根据研究假设和相关文献,介绍相关变量的度量方法,并在此基础上构建检验模型。

第5章为实证检验结果。本章运用描述性统计分析、相关性分析、方差分析、均值差异显著性t检验和多元线性回归分析等统计分析方法,从实际控制人与公司资本结构间的关系、市场化环境与公司资本结构间的关系、不同市场化环境下实际控制人对资本结构影响的差异、不同实际控制人类型下市场化环境对资本结构影响的差异等四个方面对研究假设进行实证检验。

第6章为检验结果分析。本章分别从实际控制人与公司资本结构间的关系、市场化环境与公司资本结构间的关系、不同市场化环境下实际控制人对资本结构影响的差异、不同实际控制人类型下市场化环境对资本结构影响的差异等四个方面对检验结果进行讨论分析,详细阐释相关结论及所蕴含的意义。

第7章为研究结论与展望。本章首先对主要研究结论进行归纳,并在此基础上提出相关政策建议,阐述本研究的主要创新点,最后指明研究的局限性及未来的研究方向。

1.3.2 研究方法

本研究综合运用公司治理理论、制度经济学和公司财务等内容,以管理

学、经济学、统计学和计量经济学理论为基础,分析论证实际控制人、市场化环境及其交互作用对公司资本结构的影响。在研究过程中,采用规范分析与实证研究并重、定性分析与定量分析相结合的研究方法。

通过规范和定性分析,系统梳理国内外相关资本结构理论、公司治理理论和市场化环境因素,通过它们之间的逻辑关系,建立实际控制人、市场化环境与公司资本结构之间关系的分析模型。在对实际控制人、市场化环境如何影响公司资本结构做出基本判断的基础上,运用中国上市公司的数据,通过描述性统计分析、相关性分析、方差分析、均值差异显著性 t 检验和多元线性回归分析等实证检验方法进行经验论证,最后对实证研究结论进行定性分析和规范分析,形成解决问题的建议。具体实证研究方法如下:

(1)描述性统计分析。通过对实际控制人、市场化环境和资本结构等相关变量的描述,发现其中存在的问题。通过对比描述不同政府行政级别控制公司、不同代理链层级公司的平均资产负债率水平,直观考察各类型公司资产负债率水平的差异。

(2)相关性分析。通过简单相关分析,可以看出相应变量之间的相关性和显著程度,为研究假设的论证提供一定的证据。

(3)方差分析和均值差异显著性 t 检验。不同政府行政级别控制公司、不同代理链层级公司的平均资产负债率水平存在一定的差异,但其差异是否显著需要借助方差分析来判断。对于国有控制公司,政府股东通过国有资产管理机构控制的上市公司与通过实业公司控制的上市公司资产负债率水平存在差异,但其差异是否显著需要借助均值差异显著性 t 检验来判断。

(4)多重共线性检验。在进行多元线性回归分析时,需要检验各变量之间是否存在严重的多重共线性,以免研究模型的估计失真或准确性降低。

(5)多元线性回归分析。资本结构的影响因素是多方面的,因此,如果仅仅考虑本书的研究变量是不充分的,有必要在控制其他影响资本结构变量的前提下,对本书的研究变量与公司资本结构之间的关系进行验证,以确保研究结论的可靠性。

本书还采用比较分析的研究方法,根据实际控制人的性质,将上市公司分为国有控制样本组和非国有控制样本组,比较两种类型的实际控制人对公司资本结构影响的差异。

1.3.3 研究框架

本书的研究框架如图 1-1 所示。