



经济管理学术新视角丛书

RESEARCH ON ULTIMATE SHAREHOLDER
AND CORPORATE POLICY

终极股东特征 与公司决策研究



陈胜蓝◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术新视角丛书

RESEARCH ON ULTIMATE SHAREHOLDER
AND CORPORATE POLICY

终极股东特征 与公司决策研究

陈胜蓝◎著

感谢教育部人文社会科学研究西部和边疆地区项目“终极股东特征、社会责任活动与公司绩效研究”（批准号：10XJC630003）、国家自然科学基金项目“资本市场治理功能对矿产行业整合及其经济后果的影响研究”（批准号：71263034）、内蒙古大学高层次人才引进科研启动项目“公司研发投入会计确认与投资者保护研究”（批准号：Z20100103）和教育部“创新团队发展计划”项目“资源型产业与资源富集地区经济可持续发展”（批准号：IRT1258）的资助，感谢全国会计领军（后备）人才培养项目。



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

终极股东特征与公司决策研究/陈胜蓝著. —北京: 经济管理出版社, 2014. 10
ISBN 978 - 7 - 5096 - 3365 - 6

I. ①终… II. ①陈… III. ①上市公司—股权管理—研究—中国②上市公司—企业管理—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 211188 号

组稿编辑: 赵喜勤

责任编辑: 张艳

责任印制: 司东翔

责任校对: 晓



出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: [www. E - mp. com. cn](http://www.E-mp.com.cn)

电 话: (010) 51915602

印 刷: 大恒数码印刷 (北京) 有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 15. 75

字 数: 241 千字

版 次: 2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 3365 - 6

定 价: 49. 00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

20 世纪 90 年代后期，公司治理问题的研究重心从“公司股东与经理之间的代理冲突”转向“控股股东与中小股东之间的利益冲突”。国际公司治理研究重心的转移在很大程度上刺激了中国上市公司终极股东问题的研究。在中国资本市场上，由于产权安排的历史遗留问题等原因，终极股东对于上市公司的重要决策往往具有不可忽视的影响。本书以上市公司为研究样本，通过收集上市公司的终极股东性质、控制权比例、现金流权比例、股权结构层级等数据详细刻画了终极股东的特征。在此基础上，本书使用实证研究方法考察了终极股东对公司关联交易、融资约束、投资效率、盈余管理、高管薪酬、慈善捐赠等主要决策的影响。研究成果对上市公司形成重要决策、投资者对公司进行定价、监管部门制定调控政策具有一定意义。

本书第一章和第二章结合公司外部的产品市场竞争环境考察终极股东对公司决策的影响。第一章把企业集团控制下的公司关联交易作为研究对象。中国资本市场上市公司的关联交易金额巨大，交易频繁。之前的相关研究主要关注“非正常”关联交易，认为终极股东出于对自身利益的考虑会通过非正常关联交易“掏空”或者“支持”上市公司，而“正常”关联交易反而受到研究者的忽视。从理论上讲，正常的关联交易可以降低公司的交易成本，提升成员公司或集团公司的价值。当外部竞争加剧时，公司为了避免破产或者提高竞争力，通过正常关联交易降低交易成本的需求就会更加迫切。公司治理的最新研究表明，由于降低治理成本的需要，公司内部治理与外部治理往往表现出替代关系。因此，第一章使用终极股东现金流权衡量终极股东与上市公司的利益协同度，考察内部治理机制与产品市场竞争这一外部治理机制对公司正常关联交易的作用是否表现出替代效应。

第二章结合产品市场竞争环境考察终极股东性质对公司融资约束的影响。之前的研究发现国有控股的上市公司更容易从银行获取贷款，而非国有控股的上市公司相比之下融资约束的程度更高。然而，随着市场竞争的加剧，公司的盈利能力和现金流的波动性会受到较大的影响，那么，公司的融资约束程度是否会随之受到影响？这构成了本章的第一个研究问题。本章的第二个研究问题是，面对外部竞争对公司融资约束的影响，终极股东性质不同的上市公司是否会有不同的反应？

第三章把研究视角转移到公司的多元化战略。公司缓解融资约束的一种主要方式是通过内部资本市场配置资金，而公司的多元化战略可以促进公司形成有效的内部资本市场。但值得注意的是，考察公司多元化对融资约束的影响还需要结合公司日益复杂的股权结构特征。随着中国实体经济和资本市场的快速发展，终极股东对上市公司的控制权与现金流权的分离度越来越大，控制链层级也越来越多。因此，第四章结合终极股东的股权性质、控制权与现金流权分离程度和控制链层级特征，考察公司多元化战略对融资约束的影响。

第四章结合终极股东特征考察集团资金往来对上市公司投资效率的影响。集团内部资本市场效率研究的一个难点是如何衡量内部资金配置的效率。如果集团内部资本市场是有效的，那么集团应该根据每个投资项目的具体信息对备选投资项目进行筛选，把内部闲置资金优先投到最有价值的项目上。由于研究者往往难以获取集团内部不同项目的具体信息，因此无法直接评价集团在内部资金配置的过程中是否把资金分配给最优的投资项目。笔者尝试从一个新的研究视角解决这一难题。在配置内部资金的过程中，集团不仅可以掌握备选投资项目的相关信息，用以对备选项目的优劣进行排序，还掌握了在投项目的相关信息，用以评价该项目的投资效率。一旦发现成员公司存在过度投资现象，集团就会把该成员公司的闲置资金转移出来，这不仅可以抑制该成员公司的过度投资，还可以为其他高质量投资项目提供可分配的资金。这意味着如果集团内部资金的转移能够有效缓解成员公司的过度投资行为，就可为集团内部资本市场配置资源的效率提供证据。接下来，我们引入终极股东特征进行分析，考察终极股东现金流权对关联资金流出缓解过度投资带

来的影响。

第五章关注集团公司向上市公司提供担保的行为。集团模式的股权关系使关联担保成为成员公司获取银行资金的一种主要途径。现有的关联担保研究侧重于验证控股股东“掏空”假说，以上市公司为集团母公司或其他成员公司提供担保为研究对象，研究发现关联担保是控股股东掏空上市公司的一种手段。然而，这些研究往往忽视了上市公司接受集团母公司或其他成员公司关联担保的经济后果，没有全面地评价关联担保的作用。根据 1999 ~ 2010 年上市公司关联担保数据，笔者发现接受关联担保的样本占发生关联担保样本的 72.58%，这表明上市公司接受关联担保比提供关联担保的现象更为普遍。中国资本市场中上市公司大量接受关联担保的现象为我们考察企业集团缓解成员公司融资约束的显性担保机制提供了很好的研究机会。这对于从集团层面理解终极股东对上市公司融资约束的影响具有意义。

第六章关注中国资本市场一个独特的外部事件——股权分置改革。2005 年 4 月 29 日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式推行股权分置改革，截至 2006 年底中国资本市场的股权分置改革基本完成。股权分置改革的实质是大股东向中小股东赎买流通权，旨在使大股东与中小股东形成共同的利益基础。股权分置改革的实施为中国资本市场优化资源配置奠定了市场化基础，为上市公司完善公司治理创造了条件。本章研究的问题是：首先，如果股权分置改革加强了终极股东改善上市公司治理机制的动机，那么，公司的高管薪酬业绩敏感性是否会得以提高？其次，如果股权分置改革能够提高公司的高管薪酬业绩敏感性，那么，这种影响是否会同时引发公司高管出于机会主义动机进行盈余管理的行为？最后，一旦剔除高管对公司业绩的操纵，股权分置改革对公司高管薪酬业绩敏感性的影响有多大？笔者在这一章中结合终极股东的股权性质对以上研究问题进行了考察。

第七章、第八章和第九章把关注点转向终极股东影响上市公司决策的一个重要渠道：股东委派董事。为了有效地实施对上市公司的控制与监督，一种常见的方式是股东直接委派人员到公司董事会担任董事职务。第七章考察股东委派董事对公司薪酬差距的影响。近年来公司薪酬差距持续扩大，这很

可能是因为公司高管运用自己的权力影响薪酬制度的制定过程，使自己获取的薪酬超过最优薪酬水平。高管权力理论认为，高管通过自身权力获取了过度薪酬，并带来了一系列负面的经济后果，如薪酬激励机制失效、公司业绩下滑等。因此，本章考察股东委派董事是否能够有效监督高管获取超额薪酬的机会主义行为。

第八章考察控股股东委派董事对公司盈余管理的影响。公司盈余既可能被高管向上操纵，也可能被高管向下操纵。由于公司高管的薪酬往往和公司业绩挂钩，高管向上操纵盈余的一个动机就是获取超额薪酬。控股股东委派董事可以通过制约高管向上操纵盈余来降低高管获取的超额薪酬，从而减少公司的代理成本。如果公司高管没有向上操纵盈余，控股股东委派董事应该加强高管薪酬与业绩的敏感性，以激励高管更加努力地工作。因此，这构成了第八章的主要研究问题。

最后，第九章关注控股股东委派董事在公司慈善捐赠活动中能否有效监督高管，降低公司代理成本。慈善捐赠是公司履行社会责任的一种主要方式。然而，如果公司治理较弱，慈善捐赠很可能作为公司高管谋取私人收益的手段，从而产生高昂的代理成本。例如，一些高管通过提高公司的慈善捐赠以提高自身的声誉或者获得某些俱乐部、社交圈的会员资格。本章首先考察公司高管是否运用自身的权力提高公司慈善捐赠以获取私人收益。然后分析控股股东委派董事能否有效监督高管，从而减少高管过度慈善捐赠的行为。

目 录

第一章 终极股东特征、产品市场竞争与关联交易	1
第一节 引言	1
第二节 文献综述与研究假设	3
第三节 研究设计	7
第四节 实证结果与分析	11
第五节 本章小结	22
第二章 终极股东特征、产品市场竞争与融资约束	29
第一节 引言	29
第二节 文献综述与研究假设	31
第三节 研究设计	33
第四节 实证结果与分析	37
第五节 本章小结	43
第三章 终极股东特征、公司多元化与融资约束	49
第一节 引言	49
第二节 文献综述与研究假设	51
第三节 研究设计	54
第四节 实证结果与分析	57
第五节 本章小结	67

第四章 终极股东特征、集团资金往来与投资效率	73
第一节 引言	73
第二节 文献综述与研究假设	75
第三节 研究设计	78
第四节 实证结果与分析	81
第五节 本章小结	98
第五章 终极股东特征、集团关联担保与融资约束	103
第一节 引言	103
第二节 文献综述与研究假设	105
第三节 研究设计	108
第四节 实证结果与分析	111
第五节 本章小结	129
第六章 终极股东特征、股权分置改革与高管薪酬业绩 敏感性	135
第一节 引言	135
第二节 文献综述与研究假设	137
第三节 研究设计	141
第四节 实证结果与分析	144
第五节 本章小结	160
第七章 股东委派董事与高管薪酬差距	167
第一节 引言	167
第二节 文献综述与研究假设	169
第三节 研究设计	173
第四节 实证结果与分析	177
第五节 本章小结	193

第八章 控股股东委派董事与盈余管理.....	199
第一节 引言	199
第二节 文献综述与研究假设	201
第三节 研究设计	204
第四节 实证结果与分析	207
第五节 本章小结	219
第九章 控股股东委派董事与慈善捐赠.....	223
第一节 引言	223
第二节 文献综述与研究假设	224
第三节 研究设计	227
第四节 实证结果与分析	230
第五节 本章小结	236

第一章 终极股东特征、产品 市场竞争与关联交易

第一节 引言

产品市场竞争对公司经营决策和内部治理机制都有重要影响。Shleifer 和 Vishny (1997) 指出, 产品市场竞争是提高经济效率最有效的手段。当产品市场竞争比较激烈时, 高成本公司破产的概率会增加 (Schmidt, 1997), 公司管理者因此具有更强烈的动机通过努力工作来避免公司破产 (Hart, 1983)。进一步的研究表明, 产品市场竞争作为内部治理的一种替代机制, 能够有效降低公司的代理成本 (Karuna, 2010; Giroud、Mueller, 2011)。

企业集团控制下的公司关联交易行为是公司经营战略和财务战略所关注的重点之一。一些研究基于交易成本理论的“效率促进观”, 以真实发生的关联交易为研究对象, 认为新兴市场的不完善增加了公司获取必要生产要素的成本, 企业集团控制下公司的关联交易可以在很大程度上降低公司的交易成本 (Khanna、Palepu, 1997; 2000)。另一些研究认为中国资本市场上存在很多异常的关联交易, 控股股东通过操纵关联交易“掏空”上市公司以实现自身利益 (Chang、Hong, 2000), 或者“支持”上市公司提升业绩 (柳建华、魏明海、郑国坚, 2008; Jian、Wong, 2010)。

因此, 在考察公司关联交易时, 首先要区分公司与关联方之间为了降低交易成本而进行的正常交易和为了满足盈余操纵或者控股股东掏空而进行的

非正常交易 (Jian、Wong, 2010)。“效率促进”理论针对正常关联交易,提出这类交易的主要目的是降低公司交易成本、提升成员公司或集团的价值。当公司外部竞争加剧时,为了避免公司破产、增加公司利润或者提高公司竞争力,公司通过关联交易降低交易成本的需求更加迫切。这意味着公司外部竞争越激烈,公司正常的关联交易就越大。此外,终极股东会对公司的经营决策产生重要影响,当终极股东与公司利益趋同时,终极股东更有动机推动集团内部的正常关联交易来降低交易成本。进一步的研究指出,产品市场竞争与公司内部治理之间存在替代作用 (Karuna, 2010; Giround、Mueller, 2011)。这些研究表明,产品市场竞争水平较低时,公司的行为更加依赖于内部治理机制,公司治理机制对公司绩效的正向作用更加显著。相反,产品市场竞争水平较高时,外部市场机制替代了公司内部治理的作用,从而降低内部治理机制对公司所产生的正向影响。

基于以上分析,本章考察产品市场竞争和终极股东特征对中国 A 股上市公司关联交易行为的影响。首先,我们借鉴 Jian 和 Wong (2010) 提出的方法从上市公司关联交易的总额中区分出正常关联交易的部分。基于交易成本理论,我们认为随着产品市场竞争的加剧,公司会通过增加正常关联交易来降低交易成本。其次,我们提出产品市场竞争与公司内部治理机制之间存在的替代效应,预期产品市场竞争会降低终极股东现金流权与正常关联交易之间的关系。笔者对中国上市公司 2004 ~ 2009 年数据进行考察的研究结果表明:第一,产品市场竞争对公司正常关联交易具有显著正向的影响,即产品市场竞争越激烈,公司越倾向于通过关联交易降低交易成本。第二,产品市场竞争显著降低了终极股东现金流权与公司正常关联交易的正相关关系,表明在产品市场竞争不够激烈的行业,终极股东与其他股东的利益越趋同 (终极股东现金流权越高),公司正常关联交易越多,但在产品市场竞争比较激烈的行业,公司正常关联交易受终极股东股权影响则较小。这与 Karuna (2010)、Giround 和 Mueller (2011) 等的研究结论一致,表明产品市场竞争与公司内部治理之间存在替代效应。

本章的研究贡献主要表现在以下三个方面:第一,贡献于产品市场竞争与公司经营决策的相关研究。Aghion、Griffith 和 Howitt (2006) 基于交易成

本理论考察了产品市场竞争与公司垂直一体化决策的关系，笔者扩展了他们的研究，直接考察产品市场竞争与公司关联交易的关系。第二，贡献于终极股东的相关研究。已有研究主要依赖于代理理论考察终极股东的利益输送行为，而忽视了终极股东降低交易成本的动机。第三，贡献于外部治理与公司内部治理相互作用的研究。Karuna（2010）考察了产品市场竞争与董事会规模、独董比例、公司章程条款指数和公司治理指数之间的关系，研究表明产品市场竞争与公司内部治理存在替代效应。笔者基于中国上市公司的数据，利用手工收集的终极股东现金流权作为特征变量，考察终极股东现金流权与产品市场竞争的交互作用对正常关联交易的影响，结果表明终极股东与产品市场竞争在影响公司正常关联交易的效果上表现出替代效应。

第二节 文献综述与研究假设

一、产品市场竞争与关联交易

经济学的大量研究使用各种模型分析了产品市场竞争对公司经营决策的影响。Hart（1983）认为，产品市场竞争使管理者为达到既定的利润目标而努力工作，减少管理冗余。很多经济学家围绕产品市场竞争进行了诸多研究，Schmidt（1997）分析，指出产品市场竞争越激烈，高成本公司的破产风险越大。Raith（2003）的模型表明，产品市场竞争越激烈，公司高管越有动机降低成本。

企业集团控制下的公司关联交易行为是公司经营战略和财务战略所关注的重点之一。中国资本市场具有新兴和转轨的双重特征，新兴市场的不发达和不完善增加了上市公司通过关联交易降低交易成本的需求。而且中国的上市公司大多是由国有企业改制而成，上市公司一般与改组前的母公司及其母公司所属非上市公司之间存在着千丝万缕的联系。这种集团化经营模式为上市公司通过与关联方之间的交易降低成本提供了有利的条件。

基于交易成本理论的“效率促进观”认为，新兴市场的不完善增加了公司获取必要生产要素的成本，企业集团控制下的公司关联交易可以在很大程度上降低公司的交易成本（Khanna、Palepu，1997；2000）。一些研究以上市公司与关联方之间发生的总体交易为研究对象，研究发现关联交易可以同时提高控股股东与上市公司两者的收益。郑国坚、魏明海和孔东民（2007）以关联交易发生比例为研究视角，结果发现内部交易比例小于20%或大于50%时，效率促进占主导地位，公司价值得以提高。例如，马金城和王磊（2009）以复兴集团为例，研究发现集团控制人往往通过关联交易支持另一个公司的方式来实现资源在企业集团内的调配。

与此同时，还有一些研究发现大股东倾向于利用关联交易来满足某种特定的目的。相关的研究主要提出两种观点：“掏空”观和“支持”观。基于“掏空”观的研究发现关联交易是公司大股东牟取私人收益的一种渠道（Chang、Hong，2000；Cheung、Rau、Stouraitis，2006）。针对中国资本市场的上市公司，陈晓和王琨（2005）认为恶意关联交易是大股东进行掏空、利润操纵等的手段，股权制衡能够降低关联交易发生的可能性和金额。吕长江和肖成民（2006）以阳光集团为例分析表明，江苏阳光的最终控制人存在大量转移上市公司资源的“掏空”行为。基于“支持”观的研究表明大股东会在特定的背景下通过关联交易提高上市公司的业绩（原红旗，1998；柳建华、魏明海、郑国坚，2008；郑国坚，2009；Jian、Wong，2010）。这些研究发现当上市公司业绩低于一定水平时（例如再融资需要达到的业绩水平），控股股东会利用关联交易来提升上市公司绩效。

汇总而言，笔者所观察到的上市公司关联交易既包含公司用于降低交易成本的正常部分，也包含了控股股东为获取私利而产生的非正常部分。以往研究产品市场竞争的文献表明，产品市场竞争对公司正常关联交易的水平产生影响，因此本章只针对这部分关联交易进行研究分析。后面的实证研究部分详细解释了我们采用Jian和Wong（2010）模型剔除了由控股股东利益而导致的非正常关联交易部分。

交易成本理论认为，当公司与供应商交易频繁、依赖性较强时，随着产品市场竞争的增加，公司越倾向于实施垂直一体化以降低交易成本（Wil-

liamsom, 1975; 1985)。Aghion、Griffith 和 Howitt (2006) 认为产品市场竞争比较激烈时, 公司倾向于实施垂直一体化以分享创新收益。对于集团公司而言, 成员公司之间以及成员公司与集团公司之间的关联交易相对频繁、依赖性较强。当产品市场竞争比较激烈时, 集团公司加大内部关联交易可以带来至少两个方面的收益: 第一, 产品市场竞争越激烈, 公司面临的竞争压力越大, 公司的破产风险越高, 集团公司更需要通过大量的关联交易降低交易成本, 以提高公司利润或者减小公司破产风险。第二, 根据 Aghion、Griffith 和 Howitt (2006) 的分析, 激烈的产品市场竞争能够促进公司加大研发力度、提高创新能力, 对于集体公司而言, 关联交易的增加可以使成员公司分享公司创新带来的收益。综上所述, 产品市场竞争越激烈, 公司越倾向于增加关联交易以降低交易成本。因此, 笔者提出如下的研究假设:

H1: 其他条件不变, 产品市场竞争越激烈, 公司正常关联交易水平越高。

二、产品市场竞争、终极股东特征与关联交易

控股股东股权的集中度越高, 与其他投资者之间的代理问题减少, 控股股东越有动机提升上市公司的价值 (Shleifer、Vishny, 1986)。后续研究考察了终极股东的现金流权与公司定价之间的关系 (La Porta 等, 2002; Lins, 2003)。例如, Lin 等 (2011) 将 22 个国家 1996 ~ 2008 年 3468 个公司作为研究样本, 考察发现, 随着终极股东现金流权的增加, 公司的贷款成本相应减小。这说明当终极股东与上市公司的利益趋同时, 债权人认为终极股东侵占上市公司利益的可能性较小, 因此要求更低水平的资产回报。Bertrand、Mehra 和 Mullainathan (2002) 发现随着终极股东的现金流权增加, 终极股东转移资源的行为逐渐减少。与这些研究结论相符, 针对中国上市公司股权结构对关联交易影响的研究发现, 随着控股股东持股集中度的增加, 控股股东与其他投资者之间的代理问题减少, 从而有助于公司增加正常关联交易以提升公司业绩。例如, 佟岩和王化成 (2007) 指出, 当控股股东持股比例达到 50% 及以上时, 控股股东倾向于利用关联交易降低交易成本, 提高控制权的

共享收益。

最近的研究发现产品市场竞争与公司内部治理之间具有相互替代的作用。例如, Karuna (2010) 认为, 产品市场竞争能够替代公司内部治理, 降低公司代理成本。当公司外部竞争较激烈时, 公司可以利用外部竞争发挥治理作用, 从而节省公司因加强内部治理而要付出的监督成本。具体而言, 他们发现随着产品市场竞争的加剧, 样本公司董事会的独立性相应降低。Giroud 和 Mueller (2011) 考察了产品市场竞争与公司治理对公司股票收益率的交互影响。他们发现相对于高竞争的行业, 如果低竞争行业的公司提高治理水平, 公司的股票收益率会显著提升。Chhaochharia 等 (2012) 考察了 SOX 法案实施后, 在产品市场竞争程度不同的行业, 公司的生产效率是否发生了不同的改变。结果表明竞争程度较低的行业, 公司的生产效率提升幅度更大。

根据上述文献提出的产品市场竞争与公司内部治理机制之间的替代效应, 笔者进一步检验产品市场竞争与终极控股结构在影响公司正常关联交易的时候是否也存在替代效果。也就是说, 在产品市场竞争不够激烈的行业, 公司正常关联交易的选择主要受内部治理机制的影响, 而且内部治理机制的影响会随着产品市场竞争程度的提高而逐渐减弱。参考股权结构与关联交易的研究成果, 笔者以终极股东现金流权来表征公司的内部治理机制。具体而言, 终极股东持有的现金流权越高, 获取私有利益的成本越大, 促使终极股东与其他投资者之间的利益越趋同。因此, 笔者预期终极股东的现金流权与公司正常关联交易水平呈正相关关系, 且这种关系在产品市场竞争不够激烈的行业更加显著。当产品市场竞争程度增加时, 由于产品市场竞争本身对关联交易所产生的正向影响, 现金流权对关联交易的影响会相应降低。综上, 我们提出如下的研究假设:

H2: 其他条件不变, 终极股东现金流权对正常关联交易的影响会随着产品市场竞争水平的提高而降低。

第三节 研究设计

一、研究样本

中国证监会 2004 年 12 月 13 日颁布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号（2004 年修订）》，要求上市公司以方框图形式披露公司与实际控制人之间的产权和控制关系。为了有效考察上市公司的股权结构，我们选择 2004 ~ 2009 年作为研究期间，A 股市场上所有非金融、保险业上市公司作为初始研究样本。剔除数据不全的观察值后，最后得到观察值为 5954 个。样本公司的终极股东现金流权数据是根据年报手工整理得到，财务数据来源于国泰安 CSMAR 研究数据库。

二、研究变量

1. 产品市场竞争变量

产品市场竞争的衡量方式主要包括公司所属行业的公司总数、行业前四大公司销售收入集中度和行业内所有公司销售收入赫芬达尔指数（Herfindahl - Hirschman Index）这 3 个变量（Curry、George, 1983；Haushalter 等，2007；Karuna, 2007；Li, 2010）。变量定义如下：①行业公司总数变量 Num，表示该公司所属行业的公司总数。该变量取值越大表示该行业的公司个数越多，产品市场竞争越激烈。②行业前四大公司销售收入集中度变量 CR4，为了更好地解释回归结果，该变量的计算公式为： $CR4 = 1 - \sum P_i$ 。该变量取值越大表示前四大公司销售收入集中度越小，产品市场竞争越激烈。③行业内所有公司销售收入赫芬达尔指数变量 HHI，计算公式为： $HHI = 1 - \sum P_i^2$ 。该变量取值越大表示该行业集中度越小，产品市场竞争越激烈。