所有权控制与资本结构

孙 铮　陈保华

（上海财经大学　会计学院，上海　200433）

摘要：本文分析了我国上市公司控股大股东与其他股东之间的代理冲突，及其对公司融资决策的影响，并使用 1998－2001 年间的样本数据进行了实证检验。在控制行业和公司特征因素后研究发现：首先，大股东控制权对公司资本结构产生显著影响，但大股东类型不同，影响也不同；其次，在股权比较分散、前几大股东相互制衡的上市公司中，大股东控制权对资本结构产生显著正向影响；最后，高管持股比例与资本结构之间存在显著的 U 型非线性关系，但当大股东处于绝对控股地位时，两者之间关系不再显著。

关键词：所有权控制，管理者持股，资本结构

中国图书分类号：F2　　**文献识别码**：A

1　前言

自从 Modigliani 和 Miller（1958）发表资本结构与公司价值不相关理论以来，公司财务领域对影响资本结构的因素进行了大量的理论研究和实证研究，并取得了丰富的成果。有关资本结构的理论主要有权衡理论、融资次序理论和代理成本理论等，这些理论也都得到了相应的实证检验。由于所选择的样本和检验方法等差异，各研究未能取得一致意见。但大多数研究发现，可担保资产价值、非债务税盾、增长机会、公司规模、商业风险和盈利能力等都与资本结构显著相关。为了更好地解释资本结构之间的横截面差异，近几年来研究者们开始从公司财务特征因素转向管理者角度。在管理者角度下，资本结构不仅与影响风险和控制的公司特征因素有关，管理者的目标、偏好和欲望都对融资决策产生重要影响。更具体地来说，公司融资决策受到管理者逆向动机和机会主义行为的影响，而逆向动机和机会主义行为又受到公司股权结构的影响。

Zeckhauser 和 Pound (1990)检验了大股东控制对公司资本结构的影响。大股东拥有较多的股份，在信息成本上能够充分利用经济规模的优势，有助于债务代理成本的降低。由此，他们从理论上分析认为，存在大股东的公司其债务水平要高于没有大股东的公司。但实证研究发现，大股东的存在并没有影响公司债务水平。对此他们解释，大股东只为股权投资者执行了监督的职能，对债务投资者并没有产生积极影响。与 Zeckhauser 和 Pound (1990)研究不同，

Friend 和 Hasbrouck（1988）实证研究了公司管理者持股与债务水平之间的关系。他们研究发现，管理者持股与公司债务具有正向关系，这说明管理者持股降低了债务的代理成本。Firth(1995)检验了机构投资者和管理者持股对公司资本结构的影响。研究发现，执行董事的持股比例与公司债务具有负向关系，而机构投资者的持股比例与债务水平具有正相关关系。Chen 和 Steiner (2000)也研究了管理者持股与公司资本结构之间的关系，他们却发现，管理者持股与公司杠杆具有正向关系。

Brailsford 等（2002）以管理者与股东之间的代理冲突为基础，更进一步研究了管理者持股和外部大股东对公司资本结构的影响。他们研究发现，外部大股东持股比例与公司杠杆之间具有显著的正向关系，而管理者持股比例与公司资本结构之间具有显著的 U 型非线性关系。此外，他们还发现，当管理者持股比例达到一定程度时，外部大股东持股比例与公司资本结构之间的关系不再显著。从而他们得出结论认为，管理者持股达到一定程度时，外部大股东持股对资本结构的影响甚微，而管理者对其他股东的防御 (Management Entrenchment)发挥主导作用。最近一份针对我国上市公司的研究（上证联合研究计划第四期，2002）也表明，外部股权结构对资本结构产生显著性影响。法人股比例高或者国有股比例低的公司，通常具有较高的资产负债率。另外他们发现，管理者持股比例与公司资本结构之间不存在显著的线性相关。对此他们解释认为，可能是因为上市公司管理者持股比例太低的缘故。按照他们的样本计算，所有样本公司管理者包括董事、监事和高级经理的持股比例中位数仅为 0.017%。

事实上，由于中国上市公司一股独大的特殊股权结构，大股东往往对上市公司拥有绝对控制权或相对控制权，由此导致大股东与其他股东之间存在严重的代理冲突，这种代理冲突又会对上市公司的融资决策产生显著影响。本文利用我国市场 A 股上市公司数据，在控制公司特征因素和行业因素后，对所有权控制与公司资本结构间的关系进行了实证研究，研究发现公司控制权对资本结构产生显著影响。首先，大股东控制权对公司资本结构产生显著影响，但大股东类型不同，影响也不同，自身从事生产经营活动的国有法人大股东对上市公司资本结构产生显著负向影响；其次，在股权比较分散、前几大股东相互制衡的上市公司中，大股东控制权对资本结构产生显著正向影响；最后，高管持股比例与资本结构之间存在显著的 U 型非线性关系。在管理者持股比例较低时，公司具有较低的债务水平，随着管理者持股比例的提高，上市公司具有较高的债务水平。但当大股东处于绝对控股地位时，两者之间非线性关系不再显著。

后文结构安排如下：第二部分是理论分析；第三部分为样本选择和数据描述；第四部分为实证检验结果；第五部分得出结论。

2 理论分析

本部分我们将分析我国上市公司大股东与其他股东之间存在的代理冲突，及其对上市公司融资决策产生的影响。此外，也将从理论上分析管理者持股与资本结构之间可能存在的非线性关系。

2.1 所有权控制与资本结构

2.1.1 大股东控制权

从理论上来分析，一般小股东没有足够动机来监督管理者的行为，因为监督成本可能超过所能得到的好处。与此相比，大股东由于持有较多的股份，对公司利益拥有大部分的索取权，从而能够更为有效地监督管理者，并降低监督所带来的免费搭车问题。因而，大股东的存在能够有效监督并确保管理者以股东利益最大化为目标，从而减少管理者与股东之间的代理冲突。可见，外部大股东对公司管理者行为的积极监督，能够降低管理者为自身利益考虑而调整债务比率的可能。由于大股东利益随其持股比例的提高而更具有规模经济，因而大股东持股比例越高，其保护自身投资而监督管理者的动机就越强。因而，从理论上可以预期，公司债务比率会随大股东持股比例的上升而上升。

上述分析是以大股东积极监督管理者，与其他股东共同分享控制权利益为前提的。Shleifer和Vishny (1997)、Johnson (2002)等认为，在中小投资者保护贫弱的国家，存在着控股股东侵占非控股股东利益的行为。这种侵占存在很多形式，比较典型的是，投资资源的错误分配、关联交易或者其他从公司内部剥夺资产和利润的方式。结果，在中小投资者保护程度较低的国家，最主要的代理问题并不是在管理者与外部股东之间，而是在大股东与中小股东之间。当能够控制公司时，大股东倾向于利用控制权从公司获取其他股东所不能分享的个别利益[①]。Hart(1995)和Jensen(1986）等认为，债务作为一种治理机制，能够有效地抑制控股股东的机会主义行为。债务要求公司支付利息和偿还本金，当公司不能满足这些支付时，债权人就会实施破产程序。此外，债权人也对公司实施了积极的监督。在债权人的约束和要求下，公司要向债权人定期提供信息，债权人还会到公司展开实地调查，债务契约规定的约束条件等等。因而，Dewatripont和Tirole(1994)等认为，债务在公司治理作用上，是对股权的一种有效补充。从上述分析不难看出，在投资者保护薄弱的国家中，大股东控制的上市公司可能会具有较低的债务水平。

考虑到我国上市公司一股独大的股权结构，一股独大使得大股东对上市公司往往拥有绝对或相对控制权，再加上上市公司治理机制的薄弱，大多数上市公司并没有真正独立于大股东。由此导致管理者与外部股东之间的代理冲突，转变为大股东与其他股东之间的冲突。因而，我们预期一股独大可能导致所有权控制对上市公司资本结构产生反向影响，而且大股东对上市公司的控制权越高，其对资本结构的反向影响力也越大。

2.1.2 大股东性质

股权的过度集中加剧了大股东与其他股东，特别是流通股股东之间的利益冲突。然而，由于控股股东的类型不同，其控制目标也不同，由此导致大股东与其他中小股东之间的利益冲突也应不同，这种利益冲突上的差异最终又将反映在上市公司的资本结构决策上。

按照我国上市公司当前控股股东的身份来划分，大致可以分为以下四大类：第一类包括国资委、地方政府、财政局等政府或行政事业管理部门。这类股东一个最明确的特征是，他们行使政府管理职能，较少干预公司的经营和财务等决策。第二类是国有资产管理部门下属

[①]这些个别利益又称作控制权私利（private benefits of control）。按照 Johnson (2002)的分析，大股东获取个别利益的途径可以是非法的形式，也可以是合法的形式。 非法形式主要有无偿占用和欺诈等，合法形式主要有使用上市公司资产为大股东提供债务担保、以非市场价格进行关联交易、有利于大股东的转移定价等。

的专职资产经营公司。他们代表国资管理部门行使职能。这两类股东自身都不直接从事具体经营活动，其主要职能是保证国有资本的保值和增值。因而，从理论上分析这两类大股东在降低管理者与股东之间代理冲突的同时，不会过度干预上市公司的经营决策和融资决策。第三类为国有法人。这类股东的典型特征是，自身从事经营并以营利为目的，他们控制上市公司的主要目的是通过上市公司在证券市场取得较多的资金来源。第四类是外资、集体所有制和自然人等普通法人。他们的主要目的有两种可能，一是通过控股上市公司在证券市场取得较多的资金支持，二是通过持股从上市公司的盈利中分享利益。可见，控股股东的类型差异会导致控制权对上市公司资本结构决策产生不同的影响。

我们预期，国有法人控股的上市公司会具有较低的债务水平。国有法人自身在经营和投资过程中需要资金，他们控制上市公司的主要目的可能是为自身融资和经营创造更多的便利条件，而剩余利润的分配并不重要。由此，他们在保持对公司控制的同时，往往最具有动机以牺牲中小股东利益为代价，利用控制权通过关联交易等种种手段来获取个别利益。但是在债权人的治理作用下，这种侵占行为具有一定的难度。因而，我们预期，国有法人为达到顺利转移上市公司资源的目的，可能会“迫使”上市公司较少采用债务方式融资。

2.2 股权制衡与资本结构

股权的过度集中，可能使得大股东对公司经营和财务决策的干预并非基于全体股东的利益，而是利用控制权从公司资源中谋取个别收益，损害其他股东的权益。但在股权制衡的上市公司中，就限制了大股东侵占其他股东利益的动机。

股权制衡是指，通过各大股东的内部利益牵制，达到互相监督、抑制大股东侵占的股权安排模式。近年来，国外理论界对股权制衡在抑制内部人掠夺方面的独特作用进行了一些研究。Pagano 和 Roell（1998）从理论上证明，多个大股东的共存可以内部化控制权私利问题。La Potra 等（1999）也认为，拥有足够股份的第二大股东可以在一定程度上限制大股东对其他股东的剥夺行为。总之，国外理论和实证研究表明，多个大股东的存在可以起到互相监督的作用，从而可以有效地限制大股东的掠夺侵占行为；对投资者保护薄弱的情形下，公司控制权由少数几个大股东共同分享，则使得任何一个大股东都无法单独控制企业的决策，这样就可以限制侵占行为的发生。

总之，股权制衡的存在限制了大股东侵占其他股东利益的动机和可能，也限制了大股东对公司融资决策的影响。因而，我们预期，存在股权制衡的上市公司通常具有较高的负债水平。

2.3 管理者持股与资本结构

在股权分散的公司中，管理者往往不存在积极的股东监督，因而与外部股东之间存在代理冲突。很多机制可以来降低上述代理问题，管理者持股是其中较为有效的一种。其合理之处在于，通过持股把管理者与股东的利益结合在一起。然而，管理者持股与公司债务选择之间的关系是复杂的，管理者持股在降低债务代理成本的同时，也提高了公司的股权代理成本。

从公司控制权角度来讲，公司管理者持股比例越高，管理者为保住自己对公司的控制权，可能愿意以更多的债务融资。Grossman 和 Hart (1982)的研究表明，如果管理者一开始不持有

任何股权，随着管理者持股比例的增加，管理者与外部股东之间的利益越连接在一起，可能会采用较多的债务融资。但是，Jensen 和 Meckling (1976)认为，随着管理者持股比例的上升，当管理者取代外部股东而成为公司控制者时，管理者防御（Management Entrenchment）动机出现。在这种情况下，由于管理者自身掌握公司的控制权，其行为不再受到约束，由此导致管理者机会主义行为的出现，因而又会导致公司债务水平的下降。可见，在股权分散的公司中，管理者持股与公司债务水平应存在显著的倒 U 形关系。然而，其他理论则表明，内部股权比例与公司债务水平存在单一的负向关系。例如，Jensen（1986）认为，管理者为提高自己对自由现金流的操控，可能会偏好于较低的债务水平。Friend 和 Lang (1988)、Hunsaker (1999)指出，较低的债务水平将降低公司破产风险，有助于保持管理者在公司中的利益，因而管理者将偏好使用较低债务水平的杠杆。

上证联合研究计划第四期（2002）的研究表明，我国上市公司管理者持股比例与公司资本结构之间不存在显著的线性相关关系。考虑到我国上市公司管理者持股比例悬殊比较大，而且持股比例大都较低，我们预期，我国上市公司管理者持股比例与公司资本结构可能存在 U 型非线性关系。当管理者持股比例较低时，持股起不到应有的利益联结作用（Alignment），这时所有权控制发挥主要作用。因而，在管理者持股比例较低时，持股比例与负债水平存在负向关系。随着管理者持股比例的上升，管理者持股的利益联结作用开始得到发挥，公司可能具有较高的债务水平。但在公司被外部大股东绝对控制时，管理者的决策行为会严重受到控股股东的影响，由此管理者持股所能发挥的作用甚微，而大股东控制权发挥主导作用。因而，在被绝对控股的上市公司中，管理者持股与公司债务水平之间的关系可能不再显著。

3 样本选择和变量定义

3.1 样本选择

为检验大股东控制和管理者持股对公司资本结构的影响，我们利用巨灵证券信息库收集了 1998－2001 年间在沪深两交易所上市的所有 A 股公司的财务和股权结构面板数据。在选择样本公司时，首先剔除金融保险类上市公司，其次是那些在上市期间营业利润或其他本文需要使用的财务数据空缺的上市公司，最后得到 1112 家样本公司，共计 3839 个公司-年观察值，每个年观察值都包括股权结构数据和财务数据。

3.2 变量定义

3.2.1 资本结构变量

本文分别使用总负债与总资产的比率、流动负债与总资产的比率和长期负债与总资产的比率分别来度量上市公司的资本结构。除上述三种计量方法外，国外众多的研究还使用总负债、流动负债和长期负债对公司市场价值的比率来衡量资本结构。考虑到我国流通股股比率较低，股价泡沫成分大，因而本文未使用市场价值计算资本结构。

在后文的检验中，我们将使用上述三比率的自然对数（$Ln(lev)$、$Ln(short)$ 和 $Ln(long)$）作为依附变量。对其取自然对数能使该比率更好的服从正态分布，但不会影响结论的可靠性。

3.2.2 股权结构变量

理论分析部分的结果表明，大股东控制权对资本结构产生显著影响。本文使用大股东持股比例度量大股东对公司所有权的控制。考虑到不同性质的大股东其控股目标不同，因而对上市公司资本结构的影响也会不同。本文把上市公司大股东按照其身份划分为四类：政府部门、国资经营、国有法人和普通法人。在区别不同类型的大股东对上市公司资本结构影响时，本文同样使用哑变量来度量。如果样本公司大股东身份为特定的类型，则大股东身份哑变量相应取值为 1，如果大股东身份不是指定的研究类型，则哑变量取值为 0。

此外，股权制衡也会导致大股东对公司资本结构决策的影响存在差异。本文定义股权制衡为，如果第一大股东持股比例不超过前三大股东持股比例总和的 50%（T1/T3<50%），则该上市公司为股权制衡上市公司。由于我国上市公司存在股权制衡的公司数量较少，因而我们扩展了股权制衡的定义。如果第一大股东持股比例不到前五大或前十大股东持股比例总和的 50%，则该样本公司同样认为是股权制衡公司。股权制衡本文使用哑变量来衡量。如果样本公司为股权制衡公司，则哑变量取值为 1，否则取 0。

管理者持股本文定义为上市公司所有董事、监事和高级经理持股总数与该公司总股本的百分比。由于我国上市公司高管人员持股比例普遍较低，因而我们使用百分比衡量。按照理论分析部分，我国上市公司管理者持股与资本结构之间虽不具有显著的线性关系，但可能具有 U 型非线性关系。U 型非线性关系我们分别使用管理者持股百分比的一次方和二次方衡量。

3.2.3 公司特征变量

要实证检验大股东控制权和管理者持股对上市公司资本结构的影响，必须控制一些已知的对资本结构产生显著影响的公司特征因素。根据国内外研究结果，可担保资产价值、非债务税盾、增长机会、公司规模、商业风险和盈利能力等都与资本结构显著相关。

可担保资产价值。Myers和Majluf (1984)在分析了公司管理者与外部投资者之间的信息不对称后提出，公司可出售有抵押担保的债务以降低信息不对称带来的成本。因而，我们预期公司所拥有的可担保资产越多，利用该筹资优势发行的债务也越多。可担保资产价值本文使用存货净额和固定资产净额之和占总资产的比率来衡量，该比率应与公司负债水平正向相关。

非债务税盾。从税收角度来讲，公司会尽量利用利息费用抵减所得税的好处来降低公司所得税。但如果公司具有较多的其他非债务税盾，如折旧等，可能会较少利用债务来抵减税收。因而，我们可以预期，债务水平与非债务税盾具有负向关系。然而，Scott(1977)和Moore(1986)等认为，拥有大量非债务税盾的公司同时会拥有大量的可担保资产，这些资产可用来做担保发行债务。因而，从这一方面来讲，公司债务可能与公司非债务税盾具有正向关系。非债务税盾本文使用固定资产折旧占总资产的比率来衡量。按照理论分析，非债务税盾与负债水平可能负向相关，也可能正向相关。

增长机会。Myers和Majluf (1984)指出，具有良好投资机会的公司存在严重的信息不对称，因而此类公司外部融资将承担较高的成本。与此同时，具有较高增长机会的公司往往也承受着较高的破产成本（Shleifer和Vishny,1992）。因而，具有较高增长机会的公司为避免陷入财务困境和破产可能会较少采用负债融资。本文使用当年主营业务收入增长代表未来成长机会，

其计算公式为：$Ln(Sales_t)-Ln(Sales_{t-1})$。

公司规模。公司规模可以看成是公司与市场之间信息不对称的代表。大规模的公司向市场提供的信息较多，由此降低了信息不对称所引起的成本。信息不对称成本的降低又使得公司外部融资成本降低。因而，我们同样可以预期，公司规模与债务之间应该具有正向关系。公司规模本文使用总资产的自然对数来衡量。我们预期，公司规模越大，负债水平也应越高。

商业风险。DeAngelo和Masulis(1980)等认为，公司面临的商业风险越大，其债务水平也越低，因为承担一单位的额外债务将提高公司破产的可能。此外，商业风险大的公司，其未来经营状况难以预测。债权人向该类公司投资时，将要求较高的溢价作为补偿，从而公司债务成本提高。因而，可以预期公司杠杆应与商业风险存在负向关系。在本文研究中，我们采用三年营业利润增长的标准差来度量商业风险。

盈利能力。Donaldson(1961) 、Myers和Majluf (1984)等认为，盈利能力强的公司将首选内部融资，因而公司杠杆比率应与盈利能力具有负向关系。盈利能力本文使用税后净利润与总资产的比率衡量。

股利支付。公司负债水平高的公司可能会发放较少的股利，本文把其加入作为一控制变量。股利支付采用哑变量衡量，如果上市公司在当年发放现金股利，则哑变量取值为 1，否则取值为 0。

最后，国内外的实证研究结果都表明，不同行业的资本结构存在较大的差异，因而本文在控制公司特征变量的同时，还将控制行业方面存在的差异。行业影响我们同样采用哑变量衡量[②]。由于本文主要研究股权结构对资本结构的影响，因而在下文的实证检验结果中，行业影响的结果未有列出。

3.3 变量描述

表 3 为上述主要研究变量的描述性统计。从描述结果来看，所有上市公司资产负债率的平均数和中位数都低于 50%。这充分说明，我国上市公司普遍具有较低的杠杆水平。从长期负债水平来看，上市公司平均长期负债水平极低。此外，不同上市公司之间长期负债水平也存在较大的差异，有的上市公司完全不采用长期负债筹资，但有的上市公司一半以上的资产通过长期负债融资取得。

从管理者持股百分比来看，上市公司高管人员持股比例总和普遍较低，其中位数只有 0.021%，这与上证研究计划第四期的结论基本一致。此外，上市公司之间高管人员持股的悬殊也很大，个别公司高管人员持股比例达到了内部人控制的程度。

表 1

研究变量描述性统计

[②]按照中国证监会信息中心颁发的《上市公司行业分类手册》（百家出版社，2001），上市公司被划分为包括金融保险业在内的 13 大类。

变量	平均数	标准差	最小值	25%	中位数	75%	最大值	样本数
LEV	0.431	0.260	0.009	0.300	0.419	0.547	9.239	3839
SHORT	0.378	0.256	0.009	0.242	0.354	0.477	9.239	3839
LONG	0.059	0.083	0	0.002	0.026	0.085	0.648	3839
T1	0.451	0.178	0.004	0.298	0.446	0.596	0.886	3839
MAN	0.077	0.641	0	0.005	0.021	0.050	28.719	3839
GRW	0.093	0.490	-3.498	-0.062	0.095	0.274	4.140	3839
RISK	1.180	1.875	0.085	0.552	0.789	1.147	49.587	3839
SIZE	11.664	0.850	0.982	11.117	11.604	12.124	17.400	3839
TANG	0.428	0.169	0.006	0.305	0.417	0.538	0.955	3839
NDTS	0.126	0.115	0.001	0.051	0.096	0.163	1.210	3839
ROA	0.157	0.213	-2.669	0.091	0.139	0.205	1.075	3839

LEV 代表资产负债率，为公司全部债务与总资产的比重，个别严重亏损、净资产为负的样本公司其杠杆会大于 1。SHORT 为流动负债与总资产的比重。LONG 为长期负债与总资产的比重。T1 表示第一大股东持有的股权比例。MAN 表示全体董事、监事和经理等其他高级管理人员所持股份占公司总股本的百分比。GRW 代表公司未来增长机会，本文以当年主营业务收入增长度量。RISK 表示商业风险，使用公司连续三年营业利润增长的标准差衡量。SIZE 为公司规模，对公司总资产取自然对数求得。TANG 表示可担保资产，为库存净额和固定资产净额总和占总资产的比重。NDTS 表示非债务税盾，为累计折旧额与总资产的比率。ROA 为资产收益率，用以衡量公司盈利能力。

4．实证结果

4.1 所有权控制与资本结构

4.1.1 大股东控制权和资本结构

理论分析结果表明，大股东控制会对上市公司资本结构产生负向影响，而且持股比例越高，影响也越大。为检验上述假设，我们在控制行业和公司特征因素后，分别以三个负债比率为依附变量，进行 OLS 回归检验，检验结果见表 2。

从表 2 对大股东持股比例检验的结果来看，无论是短期负债率，还是长期负债率和资产负债率，大股东持股比例（T1）的估计系数都显著为负。这说明，大股东控制权对上市公司资本结构产生著负向影响，这与理论分析结果一致。

此外，公司特征变量与资本结构也具有显著关系。从表 2 检验结果可以看出，资产负债率与公司增长机会、商业风险、可担保资产价值、公司规模和非债务税盾具有正向关系，而

与公司盈利能力显著负向相关。短期负债率与公司增长机会、商业风险、公司规模和非债务税盾正向相关，而与公司盈利能力负向相关。长期负债率与公司增长机会、可担保资产价值和公司规模正向相关，而与盈利能力负向相关。

表 2

大股东持股比例与资本结构回归结果[③]

解释变量	依附变量		
	Ln (SHORT)	Ln (LONG)	Ln (LEV)
INTERCEPT	-1.606*	-13.701*	-2.153*
T1	-0.207*	-0.735*	-0.322*
GRW	0.028***	0.194**	0.043*
RISK	0.032*	0.028	0.032*
TANG	0.074	1.160*	0.213*
SIZE	0.073*	0.772*	0.129*
NDTS	0.322*	0.667	0.401*
ROA	-0.813*	-0.319***	-0.803*
DIV	-0.123*	-0.522*	-0.150*
Adj. R^2	0.241	0.091	0.218
N	3839	3839	3839

表中，*、**和***分别表示在 0.01、0.05 和 0.10 的置信水平上显著，下同。

4.1.2 大股东性质和资本结构

从大股东持股比例与公司负债水平负向相关来看，大股东控制权在整体上对上市公司资本结构产生显著负向影响。按照理论分析，不同类型的大股东其控制上市公司的目标不同，由此对资本结构的影响也会存在差异，本部分我们将对此进行检验。根据上文分类，我们把大股东类型大致划分为政府部门、国资经营公司、国有法人和一般法人四类，在控制行业和公司特征因素后，我们加入一哑变量（ID）来度量大股东类型对资本结构的影响，具体检验结果见表 3。

表 3

[③] 行业影响本文使用哑变量度量。检验结果表明，不同行业的公司资本结构存在较大差异，限于篇幅检验结果未能列出，下同。

大股东性质与资本结构回归结果[④]

解释变量	依附变量：Ln (LEV)			
	模型 I	模型 II	模型 III	模型 IV
INTERCEPT	-2.198*	-2.204*	-2.238*	-2.117
T1	-0.238*	-0.253*	-0.146**	-0.238*
T1* ID	0.130**	0.452*	-0.093**	-0.144*
GRW	0.043*	0.042*	0.043*	0.042*
RISK	0.030*	0.030*	0.030*	0.030*
TANG	0.207*	0.207*	0.208*	0.211*
SIZE	0.130*	0.131*	0.133*	0.126*
NDTS	0.409*	0.406*	0.423*	0.379*
ROA	-0.804*	-0.798*	-0.803*	-0.803*
DIV	-0.148*	-0.147*	-0.150*	-0.148*
Adj. R^2	0.223	0.230	0.223	0.224
N	3839	3839	3839	3839

在模型 I 中，如果大股东类型为政府部门，则大股东身份哑变量（ID）取值为 1，否则取 0；

在模型 II 中，如果大股东类型为国资经营部门，则大股东身份哑变量（ID）取值为 1，否则取 0；

在模型 III 中，如果大股东类型为国有法人，则大股东身份哑变量（ID）取值为 1，否则取 0；

在模型 IV 中，如果大股东类型为一般法人，则大股东身份哑变量（ID）取值为 1，否则取 0。

从表 3 检验结果来看，在度量政府部门大股东对上市公司资产负债率影响的模型 I 中，大股东持股比例 T1 的估计系数仍然显著为负（-0.238），但政府部门大股东持股比例对公司杠杆的影响显著为正（0.130）。这说明，政府部门控股的上市公司具有较高的资产负债率。在度量国资经营公司大股东对上市公司资产负债率影响的模型 II 中，全体样本公司大股东持股比例 T1 的估计系数仍然显著为负（-0.253），但国资经营类型大股东持股比例对公司杠杆的影响显著为正（0.452）。这说明，国资经营公司控股的上市公司具有较高的资产负债率。在度量国有法人大股东对上市公司杠杆影响的模型 III 中，大股东持股比例 T1 的估计系数在 0.05 的水平

[④] 除资产负债率外，本部分还使用短期负债率和长期负债率进行了检验。结果同样发现，大股东类型不同，大股东利用其控制权对上市公司资本结构的影响也不同，只有国有法人和一般法人类型的大股东对上市公司资本结构产生显著负向影响。限于篇幅，估计结果未能在文中全部列出。

上显著为负（-0.146），国有法人大股东持股比例的估计系数也显著为负（-0.093）。这说明，国有法人类型的大股东对上市公司资本结构存在负向影响。从模型 IV 的估计中也能看出，一般法人类型的大股东也对上市公司资本结构存在负向影响。

可见，大股东类型不同，大股东利用其控制权对上市公司资本结构的影响也不同，只有国有法人和一般法人类型的大股东对上市公司资本结构产生显著负向影响。

4.2 股权制衡与资本结构

上述检验结果表明，从整体上来看，大股东持股比例与公司资产负债率存在显著负向关系。但理论分析表明，在股权相对分散，前几大股东相互制衡的上市公司中，大股东不能利用其控制权来获取私利，因而对上市公司的资本结构决策可能影响甚微，本部分我们将对此进行检验。在控制行业和公司特征因素后，我们加入一哑变量（RD）来度量股权制衡对资本结构的影响，具体检验结果见表 4。

表 4

股权制衡与资本结构[⑤]

解释变量	依附变量：Ln (LEV)		
	模型 I	模型 II	模型 III
INTERCEPT	-2.190*	-2.223*	-2.246*
T1	-0.214*	-0.180*	-0.157*
RD *T1	0.130***	0.226**	0.250*
GRW	0.043*	0.043*	0.043*
RISK	0.030*	0.030*	0.031*
TANG	0.211*	0.213*	0.212*
SIZE	0.129*	0.130*	0.131*
NDTS	0.397*	0.393*	0.395*
ROA	-0.805*	-0.806*	-0.807*
DIV	-0.150*	-0.150*	-0.150*
Adj. R^2	0.222	0.223	0.223

[⑤]除资产负债率外，本部分还使用短期负债率和长期负债率进行了检验。结果同样发现，在股权相对分散，前几大股东相互制衡的上市公司中，大股东控制权对上市公司资本结构存在显著正向影响。限于篇幅，估计结果未能在文中全部列出。

N	3839	3839	3839

在模型 I 中，如果 T1/T3<50%，则 RD 取值为 1，否则取 0；

在模型 II 中，如果 T1/T5<50%，则 RD 取值为 1，否则取 0；

在模型 III 中，如果 T1/T10<50%，则 RD 取值为 1，否则取 0。

从表 3 检验结果来看，大股东持股比例与资产负债率仍存在显著负向关系。但从三个模型的所估计的 RD*T1 系数来看，全部为显著正。这说明，股权分散、前几大股东相互抗衡的上市公司，大股东持股比例与资产负债率存在显著正向关系。

可见，大股东控制权对上市公司资产负债率的影响会因控股地位而存在差异。在股权较为分散、前几大股东相互抗衡的上市公司中，大股东控制权对资本结构存在显著正向影响。

4.3 管理者持股和资本结构

为检验管理者持股与公司杠杆比率之间是否存在 U 型非线性关系，我们在管理者持股百分比（MAN）的基础上引入 MAN^2，用来度量管理者持股比例较高时对资本结构的影响。如果理论分析成立，则该解释变量的估计系数应为正值。此外，我们加入一绝对控股哑变量(CD)，来区分绝对控股和非绝对控股下管理者持股与上市公司资本结构间的关系，具体检验结果见表 5。

表 5

管理者持股与资本结构[⑥]

解释变量	依附变量：Ln (LEV)		
	模型 I	模型 II	模型 III
INTERCEPT	-2.148*	-2.167*	-2.158*
T1	-0.219*	-0.209*	-0.230*
MAN	-0.062**		
MAN^2	0.002***		
CD*MAN		-0.109	-0.079*
$CD*MAN^2$		0.010	0.002**
GRW	0.043*	0.043*	0.043*

[⑥]除资产负债率外，本部分还使用短期负债率和长期负债率进行了检验。结果同样发现，管理者持股比例与公司负债水平具有显著的二次非线性关系，但在被外部大股东绝对控制的上市公司中，两者之间关系不再显著。限于篇幅，估计结果未能在文中全部列出。

RISK	0.030*	0.030*	0.030*
TANG	0.215*	0.216*	0.214*
SIZE	0.128*	0.127*	0.129*
NDTS	0.382*	0.385*	0.393*
ROA	-0.800*	-0.803*	-0.800*
DIV	-0.145*	-0.149*	-0.147*
Adj. R^2	0.223	0.222	0.224
N	3839	3839	3839

（表中，在模型 II 的估计中，如样本公司为绝对控股，则 D 取值为 1，否则取 0；在模型 III 的估计中，如样本公司不为绝对控股，则 D 取值为 0，如为绝对控股则取值 1。）

从表 5 模型 I 的估计结果来看，MAN 的估计系数（-0.062）显著为负，这说明在管理者持股比例较低时，持股比例越高，公司资产负债比率也越低。MAN^2 的估计系数（0.002）显著为正说明，在管理者持股达到一定比例之后，持股比例越高，公司负债水平也越高。可见，研究证据表明，管理者持股比例与公司负债水平存在显著的 U 型非线性关系。

从表 5 模型 II 的估计结果来看，在被大股东绝对控股的上市公司中，管理者持股与公司负债比率之间不存在显著的 U 型非线性关系。这说明，在大股东的绝对控制下，管理者持股在公司资本结构决策中几乎不能发挥任何显著作用。相反，从模型 III 的估计结果来看，CD*MAN 的估计系数（-0.079）显著为负，而 $CD*MAN^2$ 的估计系数（0.002）显著为正，这与模型 I 的估计结果一致。可见，在没有被大股东绝对控股的上市公司中，管理者持股与资本结构之间存在显著的 U 型非线性关系。

总之，通过管理者持股和公司资本结构的研究发现，管理者持股比例与公司负债水平之间存在显著的 U 型非线性关系。在管理者持股比例较低时，两者之存在显著的负向关系。随着管理者持股比例的上升，两者之间具有正向关系。但当上市公司被外部大股东绝对控制时，管理者持股比例与负债水平之间的 U 型非线性关系不再显著。

5 结论

本文分析了我国上市公司大股东与其他股东之间的代理冲突，及其对公司资本结构选择的影响，并利用 1998－2001 年间的样本数据，分别使用短期负债率、长期负债率和资产负债率进行了实证检验。在控制行业等因素后研究发现：

首先，我国上市公司资本结构选择与很多公司特征因素有关。在公司的短期负债融资决策中，成长性、公司规模、商业风险、非债务税盾都产生显著正向影响，而盈利能力产生显著负向影响。在公司的长期负债融资决策中，成长性、公司规模、可担保资产价值都产生显著正向影响，而盈利能力产生显著负向影响。从全部负债融资决策来看，成长性、公司规模、

商业风险、非债务税盾和可担保资产价值都产生显著正向影响，而盈利能力产生显著负向影响。

其次，在我国一股独大的特殊股权结构下，大股东控制权对资本结构产生显著影响，但大股东类型不同，影响也不同。国有法人和一般法人控股的上市公司具有较低的负债水平，而政府和资产经营管理公司控制的上市公司具有较高的负债水平。

再次，在股权比较分散、前几大股东相互制衡的上市公司中，大股东控制权对资本结构产生显著正向影响。这说明，股权制衡在某种程度上能够降低大股东通过上市公司融资决策对其他股东利益的侵占。

最后，高管持股比例与资本结构之间存在显著的 U 型非线性关系。即在管理者持股比例较低时，公司具有较低的债务水平，随着管理者持股比例的提高，上市公司具有较高的债务水平。但当大股东处于绝对控股地位时，两者之间关系不再显著。

参考文献：

[1]Brennan, M. and Kraus, A. (1987), “Efficient Financing under Asymmetric Information”, *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 1225- 1243.

[2]Chirinko, R.S. and Singha, A.R. (2000), "Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure; A Critical Comment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp.417-425.

[3]Crutchley, C.E. and Hansen, R.S. (1989), “A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends”, *Financial Management*, Vol. 18, pp. 33- 46.

[4]Downs, T.W. (1993), “Corporate Leverage and Non-Debt-Tax Shields: Evidence on Crowding Out”, *Financial Review*, Vol. 28, pp. 549- 583.

[5]Fama, E., (1980), “Agency Problems and Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*,Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.

[6]Friend, I. and Lang, L.H. (1988), “An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure”, *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 271- 281.

[7]Harris, M. and Raviv, A. (1990), “Capital Structure and the Informational Role of Debt,” *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 321-349.

[8]Holderness, C.G. and Sheehan, D.P. (1988), “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 317- 346.

[9]Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305- 360.

[10]Kale, J.R., Noe, T.H. and Ramirez, G.G. (1991), “The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 1693-1715.

[11]La-Porta, R., Lopez de Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), "Corporate Ownership around the

World", *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, April, pp. 471-517.

[12]Myers, S.C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 34, pp. 575-592.

[13]Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1989), "Management Entrenchment: The Case of Managerial Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.

[14]Short, H. and K. Keasey (1999), "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, No. 1, pp. 79-101.

[15]Shyam-Sunder, L. and Myers, S.C. (1999), "Testing static trade-off against pecking order models of capital structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp.219-244.

[16]Stultz, R. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 3-27.

[17]Titman, S. and Wessels, R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1-19.

[18]香港大学中国金融研究中心课题组, (2002), "中国上市公司的资本结构", 上证联合研究计划第四期.

Ownership Control and Capital Structure

Sun Zheng，Chen Bao－hua

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: This paper analyzes the agency conflict between controlling shareholder and non-controlling shareholders of Chinese listed companies and its effects on corporate capital structure choice, then empirically investigates the effects by sample data covered the 1998-2001period. After controlling the effects of industry and firm-specific factors, we find that: First, the control rights owned by the largest shareholder has a significant effect on corporate capital structure, but the effect varies with the identity of the largest shareholder; Second, among the dispersedly held companies, control rights of the largest shareholder has a significant positive effect on corporate capital structure; Third, there lies a significant quadratic nonlinear relationship between managerial ownership and capital structure, but the relationship is insignificant when the firm is absolutely controlled.

Keywords: Ownership Control, Managerial Ownership, Capital Structure

收稿日期: 2003-12-18; **修回日期:** 2004-3-20

作者简介:

孙铮，1958 年 12 月出生，经济学博士，现为上海财经大学副校长、教授、博士生导师。

陈保华，1977 年 1 月出生，经济学硕士，现为上海财经大学会计学博士研究生。