

# 公司治理对资本选择的影响

## ——理论和证据<sup>①</sup>

肖作平

(西南交通大学经济管理学院, 成都 610031)

**摘要:** 结合中国制度, 理论分析公司治理如何影响资本选择, 提出研究假设. 接着, 使用中国非金融上市公司横截面数据, 应用二阶段多元程序实证检验公司治理对资本选择的影响. 研究发现, 治理水平高的公司, 其内部人机会主义行为受到限制, 股权融资偏好在一定程度上受到抑制, 债务水平提高.

**关键词:** 公司治理; 资本选择; 实证证据; 上市公司

**中图分类号:** F406.72   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1007-9807(2008)05-0129-16

## 0 引言

公司治理问题的探讨源于 Berle 和 Means<sup>[1]</sup> 的讨论. 公司治理实质是解决所有权和控制权分离而产生的代理问题. 总的来说, 两权分离引起的代理问题可通过内、外部治理机制加以缓和. 内部治理机制包括董事会、大股东和管理者持股<sup>[2-4]</sup> 等. 外部治理机制包括公司控制权市场、产品竞争市场、经理人市场、债务和法律环境<sup>[5-11]</sup> 等.

国外许多学者对公司治理如何影响公司价值进行系统研究<sup>[12-18]</sup>. 但很少有学者将目光转向公司治理如何影响资本选择上. 国内学者主要集中在公司特征如何影响债务对权益选择上, 鲜有学者研究公司治理如何影响资本选择. 例外的是, 肖作平<sup>[19,20]</sup> 对公司治理如何影响资本结构类型, 以及公司治理和公司财务政策之间关系进行系统研究, 但这些研究主要集中在公司治理如何影响债务对权益选择、债务所有权结构选择上, 没有考虑债务期限问题. 同时, 中国存在特殊制度, 如股权结构独特、公司治理机制残缺、投资者法律保护不健全等. 那么, 公司治理机制如何影响资本选择? 股权结构、公司控制权市场、产品竞争市场如何影响资本选择? 董事会有多大能力和动力影响资本

选择? 法律环境是否影响资本选择? 诸如此类问题有待理论分析和实证检验.

本研究的目的是经验检查公司治理机制如何影响资本选择(包括债务对权益选择, 债务期限选择), 对公司治理如何影响资本选择进行理论和实证研究, 以拓展先前的研究.

## 1 理论分析和研究假设

结合中国制度, 理论推演公司治理机制如何影响资本选择, 提出研究假设.

### 1.1 总研究假设

在特殊制度下, 中国上市公司普遍存在股权融资偏好, 存在控制股东“圈钱”问题. 同时, 由于缺乏有效经理人市场, 管理者通常由大股东委派, 人才的行政力量往往高于市场力量, 因此, 容易使管理者的决策以大股东利益为出发点. 不少上市公司存在因公司治理产生的“过度股权融资”. 当治理水平较高时(如存在股权制衡机制、独立性强的董事会、良好的投资者法律保护等), 对抗控制股东的概率提高, 控制股东与其对抗提议的成本上升, 控制股东机会主义行为将在一定程度上受到制约. 同时, 基于 Jensen<sup>[8]</sup> 的债务减少管理者

① 收稿日期: 2005-08-02; 修订日期: 2007-11-28.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70472048); 中国博士后科学基金资助项目(2005038015).

作者简介: 肖作平(1975—), 男, 福建周宁人, 博士, 教授. Email: xiaozp@em.tsinghua.edu.cn

自由度的论点意味着在没有纪律压力下,管理者不会发行最优数量的债务.当治理水平低时,管理者将产生更多的壕沟,努力避免债务的使用.因此,治理水平的改善能在一定程度上抑制内部人(控制股东/管理者)机会主义行为.

**总假设 H0** 治理水平高的公司具有较多的债务融资,反之亦然.

作者结合中国制度背景,围绕这一总假设系统分析公司治理机制如何影响资本选择.

## 1.2 股权结构与资本选择

作者主要围绕股权结构的三个维度如何影响资本选择,即管理者持股、股权集中度以及产权性质.

### 1.2.1 管理者持股与资本选择

从理论上讲,管理者持股对资本选择的影响是混合的.一方面,管理者持股有助于管理者和外部股东利益相一致<sup>[4]</sup>.管理者持股的增加减少了两权分离引起的代理成本,因此,应减少债务作为纪律管理者机制的需要.而且,与外部股东相比,管理者更偏好少的债务融资,因为管理者面临着不可分散的公司特有人力资本为形式的更高非系统风险.随着管理者持股的增加,风险厌恶程度增大,因此其更具有减少债务融资的激励.且随着管理者持股的增加,管理者壕沟增强<sup>[2]</sup>,其具有更多的自由度和控制公司财务政策的选择. Friend 和 Lang<sup>[21]</sup>认为管理者持股与债务融资负相关,因为所拥有的股份越多,他们越有动力和能力向下调整债务融资以适合其自身利益.相关研究发现管理者持股与债务融资负相关<sup>[21-23]</sup>.

另一方面,资产替代增加了债务代理成本.然而,如果管理者持股增大其风险厌恶度,那么他们进行资产替代的动机可能减少.因此,随着管理者持股的增大,其利益更可能与债权人利益相一致,债务代理成本可能减少. Kim 和 Sorenson<sup>[24]</sup>认为管理者持股高的一个特征是相对少的债务代理成本,因为贷款人也许相信与内部人商讨将减少非最优投资代理成本和财富转移代理成本. Berglof<sup>[25]</sup>使用一个非完全契约框架,认为管理者股权集中的公司,其债务融资比管理者股权分散的公司多. Harris 和 Raviv<sup>[26]</sup>从兼并角度,指出管理者会通过其持股比例试图改变兼并的方法和操纵兼并成功的可能性.他们认为,管理者可以通过提高债务水平来增加其股份.因此,管理者持股和

债务融资正相关.相关研究支持管理者持股与债务融资正相关的假设<sup>[24,27,28]</sup>.

如 Grossman 和 Hart<sup>[29]</sup>认为,若管理者在公司中持股甚少,其效用依赖于其经理职位,从而依赖于企业的生存,一旦企业破产管理者将丧失任职好处.由于特殊制度,中国上市公司管理者持股比例甚小,其大部分收益来源于控制权收益,且在转轨经济中,存在严重的“内部人控制”现象.这使得管理者不愿意冒举债融资带来的破产而导致其控制权丧失的风险.

**假设 H1** 管理者持股比例与债务融资负相关.

### 1.2.2 股权集中度与资本选择

从理论上分析,股权集中度对资本选择的影响是混合的.一方面,股权的集中或大股东的存在减少了管理者机会主义的幅度,导致管理者和股东之间更少的代理冲突<sup>[3]</sup>.如果存在管理者和股东之间的利益冲突,大股东的存在在公司治理体系中起着重要作用<sup>[30]</sup>.多数研究认为大股东具有监督和控制管理者行为的激励以保护其显著投资<sup>[3,21]</sup>.由于随着大股东持股的增多其经济利益增大,大股东保护其投资和监督管理者的激励随之增强,而且,其投票权和影响力也增大,使大股东更具有能力控制管理者行为.如果大股东确实能对管理者行为进行有效监督,当存在这样的投资者时,管理者也许不能按其利益自由调整债务水平.与股权集中度联合在一起,许多研究认为大股东通过公司治理过程能纪律管理者. Friend 和 Lang<sup>[21]</sup>认为大股东可能比管理者持有更分散的投资组合(相对少的风险厌恶),因此,大股东比管理者更愿意追求更高水平的债务融资.相关研究支持大股东持股与债务融资正相关的假设<sup>[21,23,28]</sup>.

另一方面,控制股东具有产生私有控制收益的动机.最近的研究强调控制股东和其他股东之间的潜在利益冲突. Shleifer 和 Vishny<sup>[30]</sup>认为在某些国家代理成本来自控制股东和小股东之间的利益冲突,而不是管理者和分散股东之间的利益冲突.当控制股东获得几乎全部公司控制权时,他们偏好产生私有控制收益,而这些私有控制收益是小股东不能分享的.如 La Porta 等人<sup>[31]</sup>总结的:“全世界大公司的中心代理问题都是如何限制控制股东损害小股东利益.”在这情况下,大宗

持股是有成本的,因为控制股东能以有效和无效的方式从其他与其利益不一致的小股东处掠夺财富。Faccio 和 Lang<sup>[32]</sup>研究发现存在控制股东的公司掠夺发生的可能性较大。因此,随着股权集中度的增大,掠夺加剧,大股东和小股东之间的代理冲突加重,公司治理水平得不到改善。相关研究支持大股东持股与债务融资负相关的假设<sup>[33,34]</sup>。

在中国特殊制度下,公司治理的核心不但包括管理层和外部股东之间的利益冲突,更多的是控制股东和小股东之间的利益冲突。中国上市公司普遍存在大股东通过“隧道(tunneling)”使公司资源流失,以小股东利益为代价为自己谋取利益。同时,由于缺乏有效的经理人市场,管理者通常由大股东委派,人才的行政力量往往高于市场力量,因此,容易使管理者的决策以大股东利益为出发点。于是,管理者可能通过自己的经营权为大股东输送现金,损害其他股东利益。如果公司股权集中,大股东希望通过股利以外的其他途径获得投资回报,这时,使用既没有还债压力又不会使控制权受到威胁的权益融资是其获取资金的最好选择。因此,股权集中度和债务融资负相关。

另外,中国多数上市公司存在控制股东,存在严重的“内部人控制”问题,其主要来自国家股权主体的“虚置”,国家股权代表的“缺位”,国家作为最终所有者缺乏对上市公司的有效监督。因此,第一大股东的存在可能并不像理论分析的——大股东的存在能减少管理者机会主义幅度。于是,管理者壕沟得不到有效的控制。由于管理者壕沟效应,他们追求更低水平的债务融资。

综合上述分析:

**假设 H2** 股权集中度与债务融资负相关。

### 1.2.3 股东身份和资本选择

许多研究强调监督激励也许随着股东身份的不同而有异<sup>[35]</sup>。中国上市公司根据不同的投资主体,股份可分为国家股、法人股和流通股。那么,产权性质通过公司治理如何影响资本选择?

#### ①国家股与资本选择

从治理角度看,国家股先天所具有的产权残缺,以及后天所承担的政府行为,决定其作为大股东对公司经营进行监控时的无效率性。作为国家股的“代理人”(国有资产管理机构),其在公司治理中并不是积极的监督者,难以对管理者进行有效监督和约束,有时甚至出现所有权“虚置缺位”

的情况。作为国家资本出资人代表的政府官员同一般企业的自然人出资主体的根本区别在于,政府官员不具有对企业资产的剩余索取权,而只能得到固定工资以及与其他行政人员类似的福利,这种没有剩余收益权的控制权是缺乏激励的控制权,所以无法从制度上保证其拥有充分的监督动机和积极性。国家股权代表委派机制没有真正形成,没有解决好产权主体进入企业问题,国家股背后的产权模糊以及多重代理拉长代理链条,使所有者不能对管理者实行有效控制和监督。另外,许多上市公司存在国家股“一股独大”现象,国家股比例畸高,却不能流通,使得其他投资者无法通过二级市场的交易获得控制权。

总之,由于国家股没有真正的“人格化”,国家作为股东的监督约束没有充分发挥,造成严重的内部人控制现象和道德风险,导致公司治理机制残缺。

**假设 H3** 国家股比例与债务融资负相关。

#### ②法人股与资本选择

法人股代表的资本不仅仅是国有资本,更多的是民营和集体所有资本。与国家股不同,法人股比国家股更具有“人格化”特征。且法人股比例的提高有助于实现管理者控制权实施的独立,从而调动管理者积极性。法人股股东(或其委派人)对管理者监控的积极性高于国家股股东代表。另外,法人股股东不像流通股股东以追求市场短期差价为目的,而更关注公司中长期经营发展情况,并以求得良好的股利回报为目的。与流通股不同,在选举的董事会和监事会成员中有法人股代表。除了对管理者选择、融资政策、股利决策等重要问题有投票权外,法人股股东还能获得公司内部信息和在任何时候有权向管理者询问公司经营情况。与流通股相比,法人股相对集中,持股者是法人机构,对公司的监控能力较强,而且由于其股份较多不会随意“搭便车”。因此,法人股股东既有激励又有能力监督和约束管理者并因而在公司治理中扮演重要角色。

**假设 H4** 法人股比例与债务融资正相关。

**H5** 国家股比例大于法人股比例的公司,其债务融资比国家股比例小于法人股比例的公司少。

#### ③流通股与资本选择

从理论上讲,流通股股东可通过参加股东大会

会投票选举和更换董事会成员对管理者实施监控. 他们还可随时“用脚投票”, 通过抛售或拒绝购买上市公司的股票, 对内部人产生制约. 同时, 比较高的流通股比例使公司被接管的可能性增大, 从而对公司的在位管理者威胁较大, 因为接管通常伴随着管理层更替.

但是, 流通股对公司治理有利影响的一个前提是要有一个充分发达的市场环境. 目前中国资本市场还不成熟, 敌意兼并事件很少发生, 投机气氛较浓. 中国上市公司股权结构特点是以国家股和法人股等非流通股为主体, 流通股股权相当分散, 在董事会中几乎没有个人股东代表, 个人股东对公司治理的影响甚微, 难以对公司经营状况产生有效监督和激励. 流通股股东只对短期利得(买卖价差)感兴趣, 不关心公司中长期经营发展状况. 且多数上市公司召开股东大会时, 对与会股东有最小持股数量的限制, 而大多数流通股持股主体是小股东(大多为散户投资者), 他们的经济实力相对较弱, 现行法规也限制了个人股东的持股比例(比如, 《股票发行与交易管理暂行条例》中规定, 任何个人不得持有上市公司千分之五以上发行在外的普通股股份). 同时, 投资者法律保护体系不健全, 中国法律体系对小股东和债权人利益保护程度低于世界平均水平, 小股东利益得不到保障, 普遍存在大股东掠夺小股东现象. 另外, 个人股东具有相对少的股份没有激励收集信息和承担收集信息成本以使他们监督和控制管理者行为, 于是产生“搭便车”问题<sup>[36]</sup>. 因此, 中国上市公司流通股股东在公司治理中的作用是微不足道的, 流通股比例与债务融资负相关.

**假设 H6** 流通股比例与债务融资负相关.

### 1.3 董事会特征与资本选择

董事会不仅是公司治理的重要组成部分, 甚至是中心组成部分, 其独立性和效能发挥状况直接影响公司治理的质量. 董事会的一个重要功能是使源于现代公司所有权和控制权相分离的代理成本最小化<sup>[2]</sup>. 先前的研究认为董事会的独立性以及活跃程度会影响董事会在公司治理中的功能, 如外部董事、独立董事、董事会规模、领导结构和董事会活动等. 作者理论分析董事会的这些特征如何影响资本选择.

#### 1) 外部董事与资本选择

外部董事的介入, 可能会降低合谋安排发生

的概率, 同时董事会作为进行低成本控制权内部转换的市场引入机制, 其活力可能会得到加强<sup>[7]</sup>. 公司董事会中通常包括外部成员, 在内部管理者意见不一致时, 其充当仲裁员和批准涉及重大代理问题的决策, 如确定对管理者的补偿, 寻找高层管理者的替代者. Rosenstein 和 Wyatt<sup>[37]</sup> 使用事件研究法, 发现当外部董事加入董事会时具有正的异常股票收益, 而且这种股价因公司有新的外部董事的任命而上升的现象, 在那些任命新的外部董事之前, 公司的董事会原来就是外部董事占主导地位(外部董事成员占董事会成员的50%以上)的公司中照样发生.

Fama 和 Jensen<sup>[2]</sup> 假设董事会作为内部控制机制的可行性受到外部董事的介入而提高, 因为外部董事具有提高在决策控制中作为专家声誉的激励, 外部董事有使内部董事做出使股东受益的决策的激励. 内部董事具有做出使其自身效用最大化的激励, 而外部董事具有做出传递其作为有效决策制定者能力的激励, 外部董事做出的决策向外部市场传递与他们能够作为决策控制代理人相关的信号. Cadbury<sup>[38]</sup> 在其公司治理报告中, 强调了在董事会中增加外部董事代表的价值表明外部董事能带来董事会决策的公正性和独立性. 许多文献表明外部董事是管理者的有效监督者. Weisbach<sup>[15]</sup> 发现在外部董事比率高的公司 CEO 纪律更换更经常. Borokhovich, Parrino 和 Trapani<sup>[17]</sup> 表明权益市场对外部人提名为 CEO 是正的反应, 且外部人被提名的概率随着董事会中外部董事比例的增加而增大. Berger, Ofek 和 Yermack<sup>[28]</sup> 认为具有更多外部董事的董事会能更有效地监督管理者, 使他们采用具有更多债务的融资结构.

**假设 H7** 外部董事占全体董事成员的比例与债务融资正相关.

#### 2) 独立董事与资本选择

公司治理研究者注意到, 内部董事和外部董事的传统区分不能解释外部董事和其所服务的公司间的实际和潜在的利益冲突<sup>[15]</sup>. 这些研究者通常把外部董事分为两种: “独立董事”和“灰色董事”. 由于灰色董事与管理者的其它关联关系, 灰色董事是董事会独立性受到侵犯的一个潜在来源. 虽然灰色董事不是公司目前的雇员, 而被认为是外部董事, 但灰色董事的独立性受损, 因为其可能是管理者的亲戚、公司顾问、为公司提供法律服

务的外部律师、退休的公司执行层和投资银行等<sup>[39]</sup>。Baysinger 和 Bulter<sup>[40]</sup>认为董事会“独立性”的变化和随后净资产收益率的变化显著正相关,他们用既不是内部人,也与公司没有经济关联性的其他组织的管理者董事占全体董事会成员的比例作为董事会独立性的代理。Byrd 和 Hickman<sup>[16]</sup>研究发现成功要约收购中,具有多数独立董事的标价公司比其他公司具有显著高的异常收益。

关于董事会构成的理论将预测更高的独立董事比例能提高董事会对管理者监督的有效性<sup>[2,7]</sup>。

**假设 H8** 独立董事占全体董事成员的比例与债务融资正相关。

### 3) 董事会规模与资本选择

董事会规模至关重要。大型董事会可能会限制董事们对关键问题讨论的参与程度,使独裁型的 CEO 得以利用分而治之的策略一手操纵和控制董事会,并降低了为应付危机在必须保证关键人物都到场的前提下迅速召集董事会会议的灵活性。

在 Jensen<sup>[41]</sup>的理论文章中董事会规模已被识别为公司治理有效性的一个重要决定因素。Jensen<sup>[41]</sup>指出,过程损失随着董事会规模的增加而增加,因为更大的董事会阻碍了董事们之间自由和有效地交换思想,保持规模小的董事会有助于业绩的提高,当董事会超过 7 或 8 人时,他们更不可能有效执行任务且更容易受到 CEO 的控制。更大董事会规模导致董事们不对管理者工作业绩进行直率讨论。由于遭受 CEO 仇恨和报复的可能性很大,因而在有效评价和监督 CEO 中,没有董事会成员会公开直接批评 CEO。于是,更大董事会规模会减少董事会抵制 CEO 控制的能力。文献探讨董事会规模效应的两个主要来源:随着董事会规模的增大沟通和协调问题增大,董事会控制管理层的能力下降,从而导致源于所有权和控制权分离的代理成本增大<sup>[41]</sup>。而且,董事成员之间的联盟成本可能会随着董事会规模的增大而增加,从而为 CEO 控制董事会提供便利<sup>[42]</sup>。随着董事会规模的增大,过程损失和联盟成本超过由更多董事会成员带来的收益<sup>[18]</sup>。总之,规模大的董事会使协调、沟通和制定决策的难度大于规模小的董事会,即更大规模的董事会不能和更小规模

的董事会一样有效地执行其功能。

Yermack<sup>[18]</sup>的实证研究提供了董事会规模大的公司不能有效约束和监督管理者证据。Berger, Ofek 和 Yermack<sup>[28]</sup>研究发现董事会规模与债务融资负相关。

**假设 H9** 董事会规模与债务融资负相关。

### 4) 董事会活动与资本选择

董事会活动在公司治理中的作用是混合的。一方面,董事会会议并不一定对公司有好处,因为外部董事们并没有利用这有限的会议时间在他们中间,或与管理层进行有价值的交换意见。这一问题正是通常由 CEO 确定董事会会议日程这一惯例带来的<sup>[41]</sup>。而且,日常繁重的工作占用了大量会议时间,使得董事们很少有机会对管理者进行控制。Jensen<sup>[41]</sup>认为董事会会议往往与事无补,董事们相对不活跃,在出现问题时,他们通常维持更高的活动水平。即董事会会议是当作发现和消除隐患的措施,而不是提高治理的前瞻性措施。另一方面,董事会会议使股东受益。董事会活动越频繁,董事们有更多的时间交换意见,设置战略和监督管理层(当然,董事会会议也会发生与之相关的成本,包括管理层时间、差旅费用和董事会会议费用等)。Lipton 和 Lorsch<sup>[43]</sup>认为董事们面临最普遍的问题是缺乏时间执行他们的职责。相类似的,Conger, Finegold 和 Lawler<sup>[44]</sup>认为董事会会议时间是提高董事会有效性的一个重要来源。这些文献的一个明显含义是经常会面的董事们更可能按股东利益执行他们的职责。

在董事会活动性质存在冲突观点的背景下,董事会会议频率的重要性似乎成了一个开放性问题。有关这一重要性的证据给我们带来了潜在重要公司治理方面的启示。即调整董事会会议频率以获得更高的治理水平似乎比较容易,也不需太多成本。然而要改变董事会构成,或股权结构,或审议通过对公司章程的修改,这些就相对难了<sup>[45]</sup>。Vafeas<sup>[45]</sup>研究发现董事会会议次数与公司价值负相关,会议越频繁的公司,市场估价越低。但在模型中包括先前的股票业绩时,上述的关系消失,表明差的业绩导致更活跃的董事会活动。频繁的董事会会议是董事会对公司困难时期的一种反应,董事会活动是董事会运作的重要维度。

**假设 H10** 董事会活动与债务融资正相关。

### 5) 领导结构与资本选择

当 CEO 和董事会主席由同一个人担任时,二重性发生. 董事会的一个重要缺陷表现为:担任董事长的通常是 CEO. Jensen<sup>[41]</sup>认为当 CEO 也是董事长时,内部控制系统失效,因为董事会不能有效执行其关键功能. 董事长的功能是主持董事会会议,监督聘用、解雇、评价和补偿 CEO 的程序. 当 CEO 和董事长是同一人时,他具有制定决策和监督这些决策的职责. 显然,CEO 不能有效地执行涉及自身利益的职权,他具有更多追求自身利益而非股东利益的权力. 二重性带来的另一个不良结果是增加集中控制和保守的潜在性,其与组织衰弱相关联. Lorsch<sup>[46]</sup>指出独立的领导结构(CEO 和董事长两职分离)有助于阻止组织危机,能使董事会在危机发生时迅速行动. Rechner 和 Dalton<sup>[47]</sup>研究发现独立的领导结构与更高的财务业绩相关. 因此,为了提高董事会的效率性,改善管理者行为的客观性,CEO 和董事长的分离是非常重要的<sup>[38]</sup>. 因此,要求 CEO 和董事长由不同的人担任可以更有效地控制由于公司决策管理和决策控制权的分离而产生的代理问题,这在现代公司很典型. 另外,当 CEO 同时也是董事长时,他对董事会的控制力更大,董事会的独立性受到影响. CEO 就有越多追求自身利益而非股东利益的权力<sup>[41]</sup>. 小股东更难在重要问题上发表意见,内部人机会主义行为更容易发生,管理者壕沟效应增强.

**假设 H11** CEO 同时也是董事长的公司具有相对多的债务融资.

#### 1.4 总经理任期与资本选择

CEO 任期是公司治理的一个重要组成部分,是规范 CEO 行为的重要机制. “任期”和“更替”两术语密切相关,因为更替是在位 CEO 离开职位这一事件,任期是更替事件之间的时间间隔,任期与更替频率负相关. CEO 任期特别重要,因为其被解释为 CEO 壕沟、CEO 过度控制和缺乏董事会强度监督的标志. CEO 的谈判力与其任期正相关. CEO 任期影响董事会独立性和公司治理改革的创新性. Allen 和 Panian<sup>[48]</sup>研究发现任期和管理层权力之间呈显著正相关关系,壕沟的管理者倾向于延长其任期. Hermalin 和 Weisbach<sup>[15]</sup>导出了随着 CEO 职业生涯的延长,董事会独立性下降的经验预测. Berger, Ofek 和 Yermack<sup>[28]</sup>研究发现 CEO 任期的增长,其控制内部监督机制的可能性增大. 一个不易受解雇的壕沟 CEO 将展现出更

长的任期. 壕沟的 CEO 在资本选择中将追求更低的债务水平,以减小伴随高债务带来的绩效压力. Berger, Ofek 和 Yermack<sup>[28]</sup>的研究支持 CEO 任期与债务融资负相关的观点.

**假设 H12** 总经理任期与债务融资负相关.

#### 1.5 公司控制权市场与资本选择

如果内部治理机制失败,公司控制权市场将充当最后纪律机制<sup>[7]</sup>. 西方大量研究文献认为外部控制机制,尤其是企业购并行为或者外部购并市场,通过对管理者施加压力能够对企业的经营产生有利影响<sup>[49]</sup>. 虽然活跃的接管市场在中国并不存在,但是有时候其他大股东将其投票权联合在一起对抗机会主义的控制股东至关重要. 这些大股东是控制股东隧道行为的障碍,他们能提高公司控制权市场的有效性,同时他们也是管理层的积极监督者. 当公司业绩不好时,这些大股东可挑起对公司控制权的斗争,或帮助外部人争夺控制权. 中国上市公司内部人(控制股东/管理者)普遍通过发行权益获取投资回报. 当存在与内部人相抗衡的其他大股东时,内部人就不能轻松地从事上市公司获取现金利益(或获取这种利益的谈判成本较高). Pagano 和 Roell<sup>[50]</sup>研究发现,公司存在多个大股东的好处有两个方面:一是能够对管理者形成有效的监督;二是股东之间的相互监督可以内部化控制权私人收益. La Potra 等人<sup>[31]</sup>认为,拥有足够股份的第二大股东可以在一定程度上限制控制股东掠夺行为. Edwards 和 Weichenrieder<sup>[51]</sup>注意到,其他大股东不但具有控制和监督最大股东的激励,而且具有控制和监督最大股东的能力. Nagar, Petroni 和 Wolfenzon<sup>[52]</sup>研究表明,如果公司拥有一些持股比例相当的股东,则股东之间的相互监督可以抑制某个大股东将公司利益转为私人收益. Bai, Liu 和 Song<sup>[53]</sup>估计最大股东从公司控制权获得的私人利益为公司市场价值的 29%. 他们发现,这一利益与公司第二到第十大股东持股集中度负相关. 这可能是由于竞争性的公司控制权市场降低了控制的私人利益,提高了公司整体治理水平. 同时,由于出现了与第一大股东相抗衡的股东,在股东大会和董事会上就难以形成绝对控制权下的第一大股东“一言堂”现象,从而减缓了代理冲突问题. 总之,多个大股东的存在可以起到互相监督作用,从而能有效抑制内部人机会主义行为.

另外,中国资本市场已经发展了十多年,由于国家产业结构的调整和资本市场中企业购并行为的逐步活跃,上市公司中控制股东的更换日渐普遍.控制股东变更带来的公司控制权转移,打破了中国传统经济为专业化分工和协作设置壁垒,其不仅有利于公司业绩的改善,而且有利于公司治理效率的提高.徐晓东和陈小悦<sup>[54]</sup>研究发现,控制股东变更后,困扰中国公司治理的内部人控制问题明显缓解,来自外部和市场监督的力量得到加强,公司治理效率明显得到改善.

**假设 H13** 除第一大股东外的少数大股东持股集中度与债务融资正相关.

**H14** 控制股东变更的公司,其债务融资比控制股东没有变更的公司多.

### 1.6 产品市场竞争与资本选择

竞争性的产品市场是构成外部监控机制的重要组成部分,是解决代理问题的另一种机制.竞争使产品价格等于边际成本,带来资源配置的优化.竞争有助于优胜劣汰,因为其使更有效率的企业得以生存.竞争也会通过增强管理者激励来影响绩效和效率<sup>[6]</sup>.许多经济学家(如 Alchian<sup>[55]</sup>、Stigler<sup>[56]</sup>等)争辩道,市场竞争(特别是产品市场竞争)可以一劳永逸地解决公司代理问题.他们认为产品市场竞争可以改善公司治理,这是一种自然选择,因为竞争会自动清除效率低的公司.的确,竞争性的产品和要素市场作为一种“硬预算约束”(hard budget constraint)和激励机制,时时考验着公司的生存能力,并淘汰不合格的公司,给管理者造成极大外在压力<sup>[6]</sup>.Aghion, Howitt 和 Shumpeterian<sup>[57]</sup>提出一个模型,在该模型中竞争是良好公司治理的替代. Shleifer 和 Vishny<sup>[30]</sup>指出产品竞争市场可能是世界上改善整体经济效率的最强大力量.因此,增加竞争能减少管理者偷懒行为,有助于抑制内部人(控制股东/管理者)机会主义行为,提高公司治理水平.

**假设 H15** 产品市场竞争度与债务融资正相关.

### 1.7 法律环境和资本选择

一个有效的法律体系是重要的,因为有效的法律制度能可靠地控制内部人机会主义行为.对内部人机会主义行为的监督要起作用,必须存在一个有效的法律系统来制止违法和加强违法补偿.法律环境在公司治理过程中发挥重要作用.有

利的法律环境有助于公司的融资活动,并提供公司成长的源泉.从理论上讲,投资者法律保护弱,法律实施差的环境被预料与更高的代理冲突相关联.投资者保护问题是公司治理的核心问题之一,也是公司治理所要实现的基本目标.它源于代理问题,核心内容是防止内部人对外部投资者的“掠夺”.公司法和其他法规给予外部投资者一定的权利来保护他们的投资,以免被内部人员掠夺.单就对股东而言,其权利包括他们的投资和内部人一样得到同样的回报,而且他们有权就重要的公司事务进行投票,其中包括董事的选举,甚至还有权因受到损失而起诉公司. La Porta 等人<sup>[9-11]</sup>的一系列研究强调法律环境和法律制度对监督管理者和保护投资者的作用.他们发现普通法系国家比大陆法系国家具有更好的投资者保护机制、更高的监管水平和治理水平.

中国上市公司面对的法律环境是一样的.但在中国上市公司中有些公司被允许向国外投资者发行股份,越来越多的公司在海外上市,发行了外资股(如 H 股, B 股).严格地讲,在境外发行上市外资股要符合境外的规定.公司发行外资股必须采用国际会计准则,公司发行外资股必须按照国际会计准则重新编制财务报表,全面实行西方会计制度,而且必须聘请国际认可的会计师事务所审计公司财务报告.这些公司必须按国际惯例向境外投资者提供真实、公允和可比的会计信息.外国投资者非常关心他们所投资的公司管理者,他们要求雇佣更高质量和更能胜任的人为高层执行员.因此,发行外资股的公司,其投资者法律保护程度要高于没有发行外资股的公司.一般说来,发行外资股公司面临着来自投资者更加严格的监督,能在一定程度上抑制控制股东的侵占行为和管理者的壕沟效应.因此,发行外资股的公司,其债务融资应该比没有发行外资股的公司多.作者采用参数检验和非参数检验程序检验法律环境对资本决策的影响.

**假设 H16** 发行外资股公司的债务融资比没有发行外资股公司高.

## 2 实证研究设计

### 2.1 研究变量设定

本研究的关键变量是资本选择和公司治理.

其中,资本选择是被解释变量,公司治理是解释变量.同时,为了详细检查本文提出的研究假设,作者对影响财务政策选择的特征加以控制.本文选择的控制变量参考了先前的研究<sup>[58-60]</sup>.因此,除公司治理机制外,本文还假设公司的资本决策受资产结构、公司规模、非债务税盾、产品独特性、产生内部资源能力、成长性、波动性和行业类别等公司特征的影响.

1) 被解释变量定义

由于融资理论对不同类型的债务具有不同的含义,解释变量对债务期限可能有不同的影响和启示,作者采用三个指标作为资本选择的代理变

量:①总负债/总资产,即资产负债率(TD);②流动负债/总资产,即流动负债率(SD);③长期负债/总资产,即长期负债率(LD).因此,本文除了考虑债务对权益选择外,还考虑债务期限问题.同时,债务和资产的度量可以用账面价值和市场价格. Myers<sup>[61]</sup>认为经理人员更依赖于账面度量,因为账面价值代表公司资产的固定或偿还价值.此外,市场价格经常会发生戏剧性的变化使得其在实证研究中和管理者在财务政策的实施中较难使用.本文倾向债务和资产的账面而非市场指标.

2) 解释变量(公司治理)定义

表1 解释变量定义

Table 1 Definitions of explanatory variables

变量名称	变量符号	变量定义	
股权集中度	第一大股东持股比例	TOP1	第一大股东所持股份/总股本
	前五大股东持股比例	TOP5	前五大股东所持股份之和/总股份
	前十大股东持股比例	TOP10	前十大股东所持股份之和/总股份
管理层持股	管理层持股	MANAG	董事、监事及高层管理者所持股份之和/总股本
股东性质	国家股比例	SL	国家股股数/总股本
	法人股比例	PL	法人股股数/总股本
	相对持股比例	SP	如果SL大于PL,SP为1,否则为0
	流通股比例	AL	流通股股数/总股本
公司控制权	2~5大股东的联盟1	AB2~5	第二到第五大股东持股比例之和
	2~5大股东的联盟2	SHARE2~5	$\ln\left(\sum_{n=2}^5\left(\frac{S_n}{S}\times 100\right)^2\right)^{\textcircled{1}}$
	2~10大股东的联盟	SHARE2~10	$\ln\left(\sum_{n=2}^{10}\left(\frac{S_n}{S}\times 100\right)^2\right)$
	控制股东变更	FC	控制股东变更时,FC为1,否则为0
董事会特征	外部董事比例	OR	外部董事人数/董事会总人数
	独立董事比例	DR	独立董事人数/董事会总人数
	董事会规模	BSIZE	$\ln(\text{董事会总人数})$
	董事会活动	BA	$\ln(\text{董事会会议次数})$
	领导结构	LS	总经理兼任董事长时,LS为1,否则为0
CEO任期	CEO任期	TENURE	$\ln(\text{CEO在职月数})$
产品竞争	营业费用比例	SE	营业费用/主营业务收入
	管理费用比例	AE	管理费用/主营业务收入
	竞争对手敏感度	CS	企业销售额的变化与整个产业平均销售额的变化之差再除以其销售额的均值 <sup>②</sup> .

注:① $S_n$ 为第n大股东持有的股份,S为总股本.②计算式为 $\left[ (X_u - X_{i,t-1}) - \frac{\sum_{j=1}^n (X_j - X_{j,t-1})}{n} \right] / (X_u + X_{i,t-1}) / 2$ ;其中,X为销售额,n为行业内企业的数目.



3)控制变量定义

表2 控制变量定义.

Table 2 Definitions of control variables

变量名称	变量符号	变量定义	
公司规模	总资产的自然对数	CSIZE1	ln(总资产)
	主营业务收入的自然对数	CSIZE2	ln(主营业务收入)
资产构成	存货比例	INVO	存货/总资产
	固定资产比例	FIXED	固定资产/总资产
资产流动性	流动比率	LIQUI1	流动资产/流动负债
	速动比率	LIQUI2	速动资产/流动负债
成长性	市盈率	GROW1	每股市价/每股盈余
	权益市值账面值	GROW2	总股本 × 收盘价/股东权益面值
现金流量	总资产现金	CF1	经营活动现金/总资产
	每股现金	CF2	经营活动现金/股本
自由现金流量	总资产现金/M/B	FCF1	经营活动现金/总资产/M/B
	每股现金/M/B	FCF2	经营活动现金/股本/M/B
波动性	息税前利润的波动性	VEBIT	息税前利润五年的标准差
	主营业务收入波动性	VSALE	主营业务收入五年的标准差
产品独特性	产品独特性	UNIQUE	营业费用/主营业务收入
非债务税盾	非债务税盾	NDTS	折旧费用/总资产

注：M/B 是资产的市场 - 账面值，其计算公式：(资产账面值 - 股本权益面值 + 总股本 \* 期末收盘价)/资产账面值。

2.2 实证模型设计

作者构建因子分析模型，采用二阶段多元程序对公司治理机制如何影响资本选择进行实证分析。第1阶段设定的测度模型为

$$\chi = B\Gamma + E \quad (1)$$

其中： $\chi$ 为解释代理变量(包括公司治理变量和控制变量)矩阵； $\Gamma$ 为不可观察因子向量； $B$ 为因子负载矩阵； $E$ 为特殊因子向量。

第2阶段使用的回归模型为

$$LEV = \alpha + \sum_{i=1}^p \beta_i \psi_i + \sum_{j=1}^{11} \gamma_j ID_j + \varepsilon \quad (2)$$

其中， $LEV$ 为资本度量值，分别用TD,SD和LD为代理； $\alpha$ 为截距； $\psi_i$ 为与第*i*个因子相关的因子值； $\beta_i$ 为回归系数； $P$ 为所提取的因子数； $\gamma_j$ 为行业虚拟变量回归系数， $ID_j$ 为行业虚拟变量，当公司属于第*j*个行业时， $ID_j$ 为1，否则为0； $\varepsilon$ 为随机误差项。

第1阶段，作者选用主成分分析方法提取因子，通过正交旋转后(选用方差最大法)的因子负载模式识别因子。第2阶段，计算各因子值，然后各因子值对 $LEV$ 进行回归并检验解释公司间资本

选择变化的统计显著性。

3 实证证据

3.1 样本和数据处理

1)样本选取

在计量经济分析中，作者使用来自在深、沪上市的非金融公司。数据信息主要来自清华金融数据库(THFD)。另外，在样本选取时，作者遵循以下原则：①上市年限相对较长，以确保公司行为相对成熟；②剔除无法获取相关数据的公司；③由于外资股价格和流通A股价格差别较大，方便起见，将发行H股或B股公司剔除(注：为了研究外资股是否对资本选择有影响，本研究采用另外研究样本，运用参数和非参数检验对其进行研究)；④剔除ST和PT上市公司，这些公司或处于财务状况异常情况，或已连续亏损两年以上，若这些公司纳入样本中可能影响研究结论。基于上述原则，本文选取1998年12月31日前上市的667家分布12个行业门类的仅发行A股的非金融公司为

样本.以1998—2004年的相关数据为基础(注:为了消除年随机波动性,控制变量除波动性外均采用1998—2004年7年的平均值,同时由于从2002年起大部分上市公司才聘请独立董事、年报中包含公司治理的相关信息,为此,公司治理数据采用2002—2004年的平均值,资本代理变量选用2004年的数据),在控制相关变量下,应用基于因子分析技术实证研究公司治理如何影响资本选择?

### 2) 主成分提取

运行包含35个变量的基本模型并计算各指标的样本适合测度值(MSA),发现这些变量的MSA值基本大于0.5,适合做主成分分析.应用主成分分析,得到相关矩阵的特征根和方差贡献率(限于篇幅,作者没有展示相关矩阵的特征根和方差贡献率).根据累积方差贡献率大于或等于85%的原则,作者选取了前面17因子进行分析.这17个因子使累计解释的方差比例为85.458%.

### 3) 主成分命名

为了得到每个因子的实际意义,作者选用方差最大法旋转因子,得到因子负载矩阵(限于篇幅,作者没有展示因子负载矩阵).

解释因子主要是借助于因子负载矩阵,首先找出在每个因子上有显著负载的变量,根据这些变量的意义给因子一个合适的名称,具有较高负载的变量对因子名称的影响更大.一般认为,一个负载绝对值为0.3的因子表明变量和该因子之间至少有9%的重叠,即变量的方差能被该因子解释的部分至少为9%.因子负载的绝对值越大,表明该因子和该变量的重叠性越高,在解释因子时越重要.通常认为,负载绝对值大于0.71(50%重叠)优,0.63(40%)很好,0.55(30%)好,0.45(20%)一般,低于0.32(少于10%)重叠差.作者使用0.50(26%重叠)作为解释因子的分割点.

因子负载矩阵显示,因子1上有显著负载的变量是TOP10, TOP5, TOP1和AL,根据这些变量的经济含义,因子1被识别为股权集中度.同理,因子2、因子3、因子4、因子5、因子6、因子7、因子8、因子10、因子12、因子13、因子14、因子16和因子17分别被识别为少数大股东联盟、波动

性、股东性质、公司规模、资产担保值、资产流动性、产生内部资源能力、成长性、CEO任期、产品竞争行为、竞争敏感度、管理层持股和控制股东变更;关于董事会特征的变量被识别为3个因子,作者将其分别命名为董事会特征1,2和3.董事会特征1(因子9)上的显著负载变量是独立董事比例和董事会规模,董事会特征2(因子11)上的显著负载变量是CEO是否同时担任董事长和外部董事比例,董事会特征3(因子15)上的显著变量是董事会活动.

### 3.2 回归结果及分析

运行模型(2),采用OLS估计系数,得到各个因子值对资本度量值的回归结果(见表3).

从表3可见,公司治理变量与长期负债率(LD)大都有预期符号,除少数大股东联盟与长期负债率在10%的水平显著外,其他治理变量与长期负债率都不显著,且调整后 $R^2$ 较小,模型解释能力弱,本文不对其分析.而基于总负债率(TD)和流动负债率(SD)的回归结果在本质上是基本一致的.本文主要对基于总负债率和流动负债率的回归结果进行分析.

股权集中度与债务融资负相关,说明控制股东偏好权益融资.与股权集中度因子负相关的流通股比例与债务融资正相关,与理论预期不一致.这可能是因为,一方面,流通股比例高的公司股权分散化程度高,中国上市公司股权主要集中于非流通股份上;另一方面,以小股东为主的流通股股东存在“搭便车”行为弱化了股权所有者的监督功能、助长了管理者的过度投资倾向,这样管理者便无限制借债,以扩大“经营帝国”,增加资源控制收益和在职消费.

少数大股东联盟、控制股东的变更与债务融资正相关,说明除控制股东外的其他大股东股权集中的提高、控制股东的变更能抑制内部人机会主义行为,改善公司治理水平.

产权性质因子与债务融资负相关,表明与该因子正相关的变量(国家股比例)与债务融资负相关,与该因子负相关的变量(法人股比例)与债务融资正相关,说明公司资本政策受产权性质的影响,监督激励随着股东身份的不同而有异.

表3 基于因子分析的回归结果  
Table 3 Regression results based on factor analysis

因子名称	TD			SD		LD	
	I	II	III	IV	V	VI	VII
横截距	-5.128E-08 (-4.571E-07)	-4.113E-09 (-3.555E-08)	6.989E-08 (5.113E-06)	4.784E-08 (4.821E-06)	2.119E-07 (9.114E-06)	-3.119E-07 (-9.117E-06)	-2.098E-07 (-6.981E-06)
股权集中	-0.113 (-4.469)***	-0.102 (-4.218)***	-0.128 (-4.929)***	-0.107 (-4.458)***	-0.107 (-4.461)***	-1.831E-03 (-0.329)	-1.754E-03 (-0.258)
大股东联盟	0.041 (2.088)**	0.042 (2.099)**	0.040 (1.998)**	0.035 (1.786)*	0.033 (1.762)*	0.038 (1.698)*	0.036 (1.672)*
股东性质	-0.032 (-2.078)**	-0.031 (-1.992)**	-0.034 (-2.103)**	-0.035 (-2.198)**	-0.038 (-2.214)**	0.018 (0.538)	0.017 (0.529)
控制股东变更	0.090 (4.127)***	0.093 (4.443)***	0.091 (4.328)***	0.086 (4.358)***	0.089 (4.156)***	0.024 (0.688)	0.025 (0.704)
管理者持股	-0.022 (-1.364)	-0.024 (-1.381)	-0.023 (-1.378)	-0.019 (-1.167)	-0.020 (-1.208)	-0.023 (-0.778)	-0.021 (-0.706)
董事会特征1	0.033 (1.885)*	0.030 (1.829)*	0.033 (1.882)*	0.032 (1.875)*	0.028 (1.756)*	6.831E-04 (0.228)	879E-04 (0.439)
董事会特征2	-1.988E-03 (-0.426)	-2.081E-03 (-0.569)	-4.321E-03 (-0.755)	-4.481E-03 (-0.883)	-3.328E-03 (-0.639)	0.012 (0.328)	0.014 (0.542)
董事会特征3	-0.032 (-1.787)*	-0.034 (-1.798)*	-0.031 (-1.754)*	-0.025 (-1.708)*	-0.043 (-2.019)**	5.321E-03 (0.539)	3.236E-03 (0.398)
CEO任期	-0.059 (3.562)***	0.058 (3.498)***	0.061 (3.549)***	0.056 (3.029)***	0.056 (3.132)***	0.027 (0.932)	0.024 (0.829)
竞争行为	0.072 (3.032)***	0.073 (3.120)***	0.072 (2.988)***	0.079 (4.176)***	0.080 (4.038)***	-0.038 (-1.013)	-0.046 (-1.278)
竞争敏感度	0.045 (2.532)**	0.047 (2.641)**	0.047 (2.632)**	0.042 (2.368)**	0.044 (2.423)**	0.013 (0.316)	0.016 (0.576)
波动性	0.907 (47.551)***	0.923 (49.569)***	0.921 (49.666)***	0.922 (50.123)***	0.925 (49.879)***	-0.068 (-1.739)*	-0.062 (-1.698)*
流动性	-0.178 (-9.555)***	-0.176 (-9.458)***	-0.175 (-9.210)***	-0.163 (-9.019)***	-0.163 (-8.987)***	-0.075 (-2.087)**	-0.073 (-1.998)**
公司规模	-0.075 (-4.651)***	-0.048 (-2.954)***	-0.048 (-3.004)***	-0.097 (-5.235)***	-0.068 (-3.998)***	0.117 (3.019)***	0.136 (3.439)***
担保值	-3.983E-04 (-0.121)	-8.452E-03 (-0.563)	-0.013 (-0.665)	-0.045 (-2.249)**	-0.051 (-2.445)**	0.266 (5.308)***	0.248 (5.079)***
成长性	-0.037 (-1.998)**	-0.040 (-2.266)***	-0.039 (-2.128)**	-0.029 (-1.669)*	-0.034 (-1.858)*	-0.040 (-1.325)	-0.037 (-1.077)
现金	-0.197 (-9.571)***			-0.192 (-9.224)***		-0.042 (-1.105)	
自由现金		-0.068 (-3.092)***	-0.035 (-1.667)*		-0.068 (-3.257)***		-0.028 (-0.765)
AI*自由现金			-0.071 (-2.378)**				
调整 R <sup>2</sup>	0.732	0.699	0.716	0.741	0.728	0.102	0.091
F 检验值	90.312	75.341	73.219	94.005	78.666	3.798	3.502
Wald 检验	39.444(11)	44.321(11)	44.998(11)	30.902(11)	34.864(11)	27.119(11)	31.117(11)

注：\*，\*\*，\*\*\* 分别代表在 10%，5% 和 1% 水平显著，T 统计量显示在括号中；Wald 检验是行业虚拟变量的联合显著性检验（括号为自由度）。

管理者持股与债务融资负相关,但不显著.这表明管理者持股对资本选择的影响不显著.这可能是因为:第一,样本公司管理者持股普遍偏低(样本公司管理者持股比例的均值为 1.05E - 05);第二,估计系数是负的,如 Grossman 和 Hart<sup>[29]</sup>所认为的,若管理者在公司中的股份甚少,管理者效用依赖其经理职位,从而依赖企业的生存,一旦企业破产管理者将丧失任职好处.在中国转轨经济中,存在严重“内部人控制”现象.这使得管理者不愿意冒债务融资带来的破产而导致其控制权丧失的风险.

关于董事会特征的三个因子,董事会特征因子 1 和因子 3 与债务融资显著相关,而董事会特征因子 2 与债务融资的关系不显著.董事会特征因子 1 与债务融资正相关,表明与董事会特征因子 1 负相关的变量(董事会规模)与债务融资负相关,与董事会特征因子 1 正相关的变量(独立董事比例)与债务融资正相关.这说明董事会规模小和独立董事比例高的公司,其管理者壕沟程度少,这些公司能在一定程度上控制控制股东机会主义行为.董事会特征因子 2 与资本代理变量的关系不显著.这表明 CEO 是否担任董事长以及外部独立董事比例对资本决策没有显著影响.这可能是因为中国上市公司的非执行董事很多是派自上市公司的控股公司,很多非执行董事来自上市公司的关联公司,因此,非执行董事的独立性受到了较大影响.另外,并非所有的外部董事都有能力和动力监督管理者的财务决策,也许选举一些外部董事是为公司提供另外的服务<sup>[62]</sup>.董事会会议频率与债务融资正相关,说明董事会活动越频繁,董事们有更多的时间交换意见,设置战略和监督管理层,董事们会面越频繁越有可能按股东利益执行其职责.

CEO 任期因子与债务融资负相关,说明 CEO 任期影响董事会的独立性,进而影响公司的治理水平,壕沟的 CEO 追求更低的债务水平,以减小伴随高债务的业绩压力.

与产品市场竞争程度相关的两个因子都与债务融资正相关.这说明产品市场竞争强度的提高,减少了管理层偷懒行为,抑制了内部人(控制股东/管理者)机会主义行为,于是在一定程度制约了股权融资偏好,使得公司债务水平提高.

为了检验 Jensen<sup>[8]</sup>的自由现金流量假说,作者把现金流量变量 CF1 和 CF2 用自由现金流量变量 FCF1 和 FCF2 替代进行因子分析,同理得到股权集中度、少数股东联盟、股东性质、资产流动性、董事会特征、CEO 任期、产品竞争度、公司规模、成长性、波动性、资产担保值和自由现金流量等 17 个因子.这 17 个因子值对资本度量值进行回归(见表 3 的 II、V 和 VII 栏).结果没有获得自由现金流量与债务融资正相关的证据,表明上市公司不能通过使用债务融资解决自由现金流量问题.

为了研究公司治理水平如何减缓自由现金流量问题.作者对少数股东联盟和董事会特征中对公司治理水平具有正向作用的变量进行因子分析,构建公司治理水平得分函数:  $Z = \sum_{i=1}^2 f_i Z_i$  ( $f_i$  为第  $i$  个因子的贡献率,  $Z_i$  为第  $i$  个因子的因子值).为此,作者构建一个虚拟变量  $AI$ , 当公司治理得分值大于样本中值时,  $AI$  为 1, 表明具有较高的治理水平, 当得分值小于样本中值时,  $AI$  为 0, 表明具有较低的治理水平. 此虚拟变量与自由现金流量因子值交互作用. 于是构建的回归模型为

$$Lev = \alpha + \beta_1 \psi_1 + \beta_2 \psi_2 + \beta_3 \psi_3 + \Lambda + \beta_{16} \psi_{16} + (\beta_{17} + \beta_{18} AI) \psi_{17} + \sum_{j=1}^{11} ID_j + \varepsilon \quad (3)$$

其中,  $\psi_{17}$  为自由现金流量因子值;  $\beta_{17}$  是公司面临较低治理水平的系数, 因为面临较低治理水平的公司, 其  $AI$  等于 0;  $(\beta_{17} + \beta_{18})$  是公司面临较高治理水平的系数, 因为面临较高治理水平的公司, 其  $AI$  等于 1; 其它符号的含义与模型(2)一致. 回归结果见表 3 中的 III 栏(限于篇幅, 作者没有展示以短期负债率和长期负债率为被解释变量的回归结果). 结果表明, 治理水平较低的公司, 其自由现金流量对债务融资的负面影响(-0.035)小于治理水平高的公司(-0.035 - 0.071 = -0.106). 这可能是由于具有较高治理水平的公司具有更多控制管理者的激励. 因此, 这些公司为了阻止管理者的投资过度行为需要使用更少的债务融资.

### 3.3 法律环境与资本选择

为了研究法律环境如何影响资本选择, 作者以 2002 年 12 月 31 日之前上市的 1 188 家非金融公司为样本, 数据来自清华金融数据库 (THFD).

作者将样本分为两组：发行外资股公司和没有发行外资股公司，采用独立样本均值  $T$  检验和非参数检验 (Kruskal-Wallis  $H$  检验) 实证分析公司是

否发行外资股如何影响资本选择，检验发行外资股公司的债务水平高于没有发行外资股公司的债务水平的研究假设 (结果见表 4 和表 5)。

表 4  $T$  检验  
Table 4  $T$  test

Ha: 发行外资股公司的 TD, SD, LD > 没有发行外资股公司的平均 TD, SD, LD				
	发行外资股公司 ( $N = 112$ )	没有发行外资股公司 ( $N = 1076$ )	均值的差异	$T$ 检验值 ( $P$ -value)
TD	0.650	0.491	0.159	3.012 (0.003)
SD	0.566	0.423	0.143	2.731 (0.006)
LD	0.084	0.064	0.020	1.849 (0.065)

表 5 Kruskal-Wallis  $H$  检验  
Table 5 Kruskal-Wallis  $H$  test

Ha: 发行外资股公司的 TD, SD, LD > 没有发行外资股公司的 TD, SD, LD				
	Sum of scores	Mean score	Chi-square	$P$ -value
发行外资股公司 ( $N = 112$ )	74 762.243 (74 740.962) [67 581.924]	667.512 (667.313) [603.413]	5.600 (5.572) [0.084]	0.018 (0.018) [0.772]
没有发行外资股公司 ( $N = 1076$ )	631 504.398 (631 525.922) [638 681.322]	586.902 (586.924) [593.571]		

注: SD 和 LD 的结果分别显示在括号和中括号里面。

从表 4 和表 5 可见,总的说来,发行外资股公司的平均债务水平高于没有发行外资股公司的平均债务水平,说明公司的财务政策受到更为严格的会计准则和投资者更加严格的监督的影响,表明良好的法律环境能更好地保护外部投资者的利益,有助于公司的融资活动和公司治理水平的改善,能在一定程度上抑制控制股东的侵占行为,限制管理者壕沟。

#### 4 结束语

本文结合中国制度,理论推演公司治理机制如何影响资本选择,应用因子分析技术,使用二阶段估计程序,采用中国非金融上市公司截面数据,实证分析公司治理对资本选择的影响。在控制相关变量下,作者实证检查了公司治理机制与资本

代理变量(总负债率、流动负债率和长期负债率)之间的截面变化关系,研究发现公司治理机制确实影响资本选择,所获得的大部分结论表明治理水平低的公司具有相对少的债务融资。具体而言:少数大股东联盟与债务融资正相关;控制股东变更的公司,其债务水平高于控制股东没有变更的公司;股权集中度、第一大股东持股与债务融资负相关;产权性质显著影响资本选择;独立董事比例、董事会活动与债务融资正相关;董事会规模、CEO 任期与债务融资负相关;产品竞争市场程度与债务融资正相关。作者没有发现外部董事比例、领导结构对资本选择具有显著影响的经验证据。作者采用参数和非参数检验程序分析了法律环境对资本选择的影响,研究发现良好的法律环境有助于公司的融资活动和公司治理水平的改善,能在一定程度上抑制控制股东的侵占行为,限制管

理者壕沟,于是抑制了内部人(控制股东/管理者)的股权融资偏好,公司债务融资水平提高。

同时,研究发现自由现金流量与债务融资负相关,表明中国上市公司不能通过使用债务融资解决自由现金流量问题。作者进一步检验了公司治理水平如何减缓自由现金流量问题。结果表明

治理水平高的公司为了阻止管理者的过度投资行为需要使用更少的债务融资。

总之,本文所获得的经验证据支持这样的论点——公司治理水平高时,控制股东的侵占行为、管理者的壕沟受到限制,股权融资偏好在一定程度上受到抑制,于是公司债务水平提高。

### 参考文献:

- [1] Berle A, Means G. The Modern Corporation and Private Property[M]. New York: Macmillan, 1932. 123—154.
- [2] Fama E, Jensen M C. Agency problem and residual claims[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2): 327—349.
- [3] Shleifer A, Vishny R. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3): 461—488.
- [4] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and capital structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305—360.
- [5] Manne G. Mergers and the market for corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1965, 73(2): 110—120.
- [6] Hart O. The market mechanism as an incentive scheme[J]. Bell Journal of Economics, 1983, 14(2): 366—382.
- [7] Fama E. Agency problems and theory of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1980, 88(2): 288—307.
- [8] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(3): 323—339.
- [9] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal determinants on external finance[J]. Journal of Finance, 1997, 52(3): 1131—1150.
- [10] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113—1155.
- [11] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147—1170.
- [12] Morck R, Shleifer A, Vishny R. Management ownership and market valuation[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1): 293—315.
- [13] McConnell J, Servas H. Equity ownership and the two faces of debt[J]. Journal of Economics, 1995, 39(1): 131—157.
- [14] Hermalin B, Weisbach M. The effects of board composition and direct incentives on firm performance[J]. Financial Management, 1991, 20(4): 101—112.
- [15] Weisbach M S. Outside directors and CEO turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(3): 431—460.
- [16] Byrd J, Hickman K. Do outside directors monitor managers? evidence from tender offer bids[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 32(2): 195—221.
- [17] Borokhovich K, Parrino R, Trapani T. Outside directors and CEO selection[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31(3): 337—355.
- [18] Yermack D. Higher market valuation for firms with a small board of directors[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 40(2): 185—211.
- [19] 肖作平. 公司治理结构对资本结构类型的影响——一个 Logit 模型[J]. 管理世界, 2005, (9): 137—147.  
Xiao Zuoping. Effect of corporate governance on the type of capital structure: A logit model[J]. Management World, 2005, (9): 137—147. (in Chinese)
- [20] 肖作平. 公司治理和公司融资政策研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理工程学报, 2007, 21(3): 60—66.  
Xiao Zuoping. Research on corporate governance and financing policy: Empirical evidences from Chinese listed companies [J]. Journal of Industrial Engineering and Engineering Management, 2007, 21(3): 60—66. (in Chinese)
- [21] Friend I, Lang L H P. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure[J]. Journal of Finance, 1988, 43(2): 271—281.

- [22] Bathala C T, Moon K P, Rao R P. Managerial ownership, debt policy and impact of institutional shareholdings: An agency perspective[J]. *Financial Management*, 1994, 23(3): 38—50.
- [23] Firth M. The impact of institutional stockholders and managerial interests on the capital structure of firm[J]. *Managerial and Decision Economics*, 1995, 16(2): 167—175.
- [24] Kim W, Soresen E. Evidence on the impact of agency cost of debt on corporate debt policy[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1986, 27(2): 131—144.
- [25] Berglof E. Capital structure as a mechanism of control: A comparison of financial system[A]. in M. Aoki. *The Firm as a Nexus of Treaties[M]*, London: Sage Publications, 1990.
- [26] Harris M, Raviv A. Corporate control contests and capital structure[J]. *Journal of Financial Economic*, 1988, 20(1): 55—86.
- [27] Agrawal A, Knoeber C R. Firm performance and mechanisms to control agency problem between managers and hareholders [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(3): 377—397.
- [28] Berger G P, Ofek E, Yermack D L. Managerial entrenchment and capital structure decisions[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(4): 1411—1438.
- [29] Grossman S, Hart O. Corporate financial structure and managerial incentives[A]. In J. McCall. ed. , *The Economic of Information and Uncertainty[M]*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- [30] Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737—783.
- [31] 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.
- [32] Faccio M, Lang L. The ultimate ownership of western European corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(3): 365—395.
- [33] Chaganti R, Damanpour F. Institution ownership, capital structure and firm performance[J]. *Strategic Management Journal*, 1991, 12(7): 479—491.
- [34] Grier P, Zychowicz E J. Institutional investor, corporate discipline, and the role of debt[J]. *Journal of Economic and Business*, 1994, 46(1): 1—11.
- [35] Pound J. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1): 237—265.
- [36] Stiglitz J E. Credit markets and the control of capital[J]. *Journal of Financial Money, Credit and Banking*, 1985, 14(4): 501—521.
- [37] Rosenstein S, Wyatt J. Outside directors, board independence and shareholder wealth[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(2): 175—191.
- [38] Cadbury A. *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance[R]*. GEE, London, 1992.
- [39] Gilson S. Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 355—387.
- [40] Baysinger B, Butler H. Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition[J]. *Journal of Law, Economics and Organizations*, 1985, 1(1): 101—124.
- [41] Jensen M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems[J]. *Journal of Finance*, 1993, 48(3): 831—880.
- [42] Eisenberg T, Sundgren S, Wells M. Larger board size and decreasing firm value in small firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, 48(1): 35—54.
- [43] Lipton M, Lorsch J. A modest proposal for improved corporate governance[J]. *Business Lawyer*, 1992, 48(1): 59—77.
- [44] Conger J, Finegold D, Lawler III E. Appraising boardroom performance[J]. *Harvard Business Review*, 1998, 76(1): 136—148.
- [45] Vafeas N. Board meeting frequency and firm performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 53(1): 113—142.
- [46] Lorsch J W. *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards[M]*. Boston: Harvard Business School Press, 1989.
- [47] Rechner P L, Dalton D R. CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis[J]. *Strategic Management Journal*, 1991, 12(2): 155—160.

- [48] Allen M P, Panian S K. Power, performance, and succession in the large corporation[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1982, 27(4): 538—548.
- [49] Martin K, McConnell J. Corporate performance, corporate takeovers and management turnover[J]. *Journal of Finance*, 1991, 46(2): 671—687.
- [50] Pagano M, Roell A. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1999, 113(1): 188—225.
- [51] Edward S S J, Weichenrieder A J. Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany[M]. CESifo, Munich, WP 193, 1999.
- [52] Negar V, Petroni K, Wolfenzon D. Ownership Structure and Firm Performance in Closely-held Corporations[R]. Working Paper, University of Michigan Business School, 2000.
- [53] Bai Chong-en, Qiao Liu, Frank Song. Value of Corporate Control: Evidence from China's Distressed Firms[R]. Working Paper, School of Economics and Finance, The University of Hong Kong, 2002.
- [54] 徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. *经济研究*, 2003, (2): 65—75.  
Xu Xiaodong, Chen Xiaoyue. Analysis on the largest shareholders' impact on corporate governance and performance[J]. *Economic Research Journal*, 2003, (2): 65—75. (in Chinese)
- [55] Alchian A. Uncertainty, evolution, and economic theory[J]. *Journal of Political Economy*, 1950, 58(3): 211—221.
- [56] Stigler G. The economies of scale[J]. *Journal of Law and Economics*, 1958, 1(1): 54—71.
- [57] Aghian P, Howitt P. Shumpeterian A. Perspective on growth and competition[A]. In *Advances in Economics and Eonomies: Theory and Applications*, Seventh World Congress, Volume H, FAited by M. Kreps. Cambridge University Press, 1997.
- [58] Titman S, Wessels R. . The determinants of capital structure choice[J]. *Journal of Finance*, 1988, 43(1): 1—19.
- [59] 肖作平, 吴世农. 我国上市公司资本结构影响因素实证研究[J]. *证券市场导报*, 2002, (8): 39—44.  
Xiao Zuoping, Wu Shinong. Empirical research on determinants of capital structure of Chinese listed companies[J]. *Securities Market Herald*, 2002, (8): 39—44. (in Chinese)
- [60] 肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据[J]. *会计研究*, 2004, (2): 36—41.  
Xiao Zuoping. Determinants of capital structure and two-way effects of dynamic model: Evidence from panel data of Chinese listed companies[J]. *Accounting Research*, 2004, (2): 36—41. (in Chinese)
- [61] Myers S C. The capital structure puzzles[J]. *Journal of Finance*, 1984, 39(3): 575—592.
- [62] Brickley J A, James C M. The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking [J]. *Journal of Law and Economics*, 1987, 30(1): 161—181.

## Effects of corporate governance on capital choice: Theory and evidence

XIAO Zuo-ping

School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031, China

**Abstract:** The paper theoretically analyses how corporate governance affects capital choice and puts forward hypotheses through integrating the institution of China. Then, the paper empirically examines the effects of corporate governance on capital choice by applying two-stage multiple procedure and adopting cross-sectional data of Chinese non-financial listed companies. It is found in the study that the insider's opportunistic behavior is suppressed, the preference of equity financing is curbed to some extent, and the debt levels is raised in the case of high corporate governance level.

**Key words:** corporate governance; capital choice; empirical evidence; listed company