

法制环境、两权分离与资本结构动态调整

邹萍¹, 厉国威²

(1. 华中农业大学经济管理学院, 湖北 武汉 430070; 2. 浙江财经大学会计学院, 浙江 杭州 310018)

摘要: 本文实证检验了法制环境以及控股股东控制权和所有权分离对资本结构动态调整的影响。研究发现: 上市公司控股股东控制权和所有权分离程度越高, 实际资本结构偏离最优资本结构的幅度越大, 资本结构调整速度越慢; 上市公司所处的法制环境越好, 实际资本结构偏离最优资本结构的幅度越小, 资本结构调整速度越快; 法制环境的改善能够显著的缓解两权分离对资本结构动态调整的负面影响; 结合中国的制度背景, 基于公司产权性质的分析发现, 相比国有上市公司, 非国有上市公司受法制环境和两权分离的影响更加显著。

关键词: 法制环境; 两权分离; 资本结构动态调整; 资本结构偏离度

中图分类号: F235.19

文献标识码: A

文章编号: 1004-4892(2016)09-0063-09

一、引言

上个世纪90年代, 以LLSV^①为代表的学者发表了一系列有关控股股东侵害中小股东利益问题的文章, 将公司治理的研究拓展到控股股东与中小股东之间的代理冲突上, 并重点研究了控股股东所有权和控制权的分离对公司的影响。他们发现, 在中小投资者保护机制不健全的国家或地区, 控股股东常利用所有权和控制权的分离(以下简称: 两权分离)转移公司资源, 谋取私人收益, 损害公司价值^{[1][2][3][4]}。资本结构决策是公司财务决策中最重要的内容之一, 资本结构调整是实施资本结构决策的中间过程。资本结构的调整本应当以公司价值最大化为目标, 然而随着两权分离的不断扩大, 控股股东的掠夺动机日益强烈, 导致目标逐渐转变为控股股东私人收益最大化。因此, 控股股东两权分离势必会对资本结构调整产生负面影响。

法制环境是影响公司资本结构调整的重要外部环境因素。法制环境的改善有助于降低市场信息不对称程度, 从而降低市场交易成本, 进而降低资本结构调整成本, 加快资本结构调整速度, 促进资本结构的优化。此外, 良好的法制环境可以通过加强对中小投资者的法律保护来提高控股股东的掠夺风险和成本, 从而缓解控股股东两权分离对资本结构调整的负面影响。然而我国资本市场建立时间较短, 尽管一直在不断的完善相关法律法规, 但对于控股股东的监督力度与中小投资者的保护力度仍然较低, 法制环境总体不容乐观。所幸的是, 党的十八大提出了“依法治国”方针, 这意味着法律在维持市场秩序、保护投资者利益中的主导地位得到了高度的重视与支持。基于这个背景

收稿日期: 2016-01-04

基金项目: 中央高校基本科研业务费专项基金(2662015PY231; 2662015QD0147)

作者简介: 邹萍(1984-), 女, 湖北襄阳人, 华中农业大学经济管理学院讲师, 博士; 厉国威(1969-), 男, 山东枣庄人, 浙江财经大学会计学院副教授, 博士。

① LLSV为四位学者姓名的简写, 分别是: La porta, Robert W. Vishny, Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer。

研究法制环境与两权分离对资本结构调整的影响具有较强的现实意义。

本文的贡献主要在以下几个方面：第一、揭示两权分离与法制环境在资本结构决策中的作用机理，为设计公司治理结构、推动公司融资行为规范化提供依据；第二，基于动态的视角探讨了资本结构调整行为，既有利于公司资本结构的优化又有利于其过程控制；第三，结合中国的制度背景，分析法律以及两权分离对资本结构调整的影响效果在不同产权性质的企业间是否存在异质性，为深化国有企业改革提供了经验证据；最后，本文的研究结论具有一定的政策意义，为全面提高资本市场法制水平的必要性提供了证据支持。

二、理论分析与假设提出

随着所有权和控制权的分离，控股股东可以以相对较少的股权份额取得公司全部的控制权，并利用该控制权为自己谋取私人收益，这种行为严重侵害了中小股东的利益，降低了公司价值。控股股东会利用“金字塔式”的股权结构获取大于其所有权的控制权，并利用该控制权转移公司资产、掠夺公司收益以谋取私利，同时却只用承担对应其持有股份的较低成本，所以只要控股股东掠夺的收益大于其承担的成本，他们就会倾向选择掠夺公司资源，侵害中小股东利益^{[2][5]}。对此许多研究给出了证据：Claessens 等(2002)以东亚国家的公司为样本研究发现，两权分离程度越大，最终控制人与外部投资者之间的代理冲突越严重，公司业绩越差^[3]；Baek 等(2004)发现两权分离程度较大的公司的股票回报率较低^[6]；以中国上市公司为样本，叶勇、胡培和黄登仕(2005)发现公司价值随两权分离度的上升而显著下降，并指出当所有权和控制权相若才是最理想的情况，有利于最大化公司价值^[7]。

根据现代财务理论，包括资本结构决策在内的公司一切财务决策都是以公司价值最大化为目标的。但是在两权分离严重的公司，由于短期内控股股东利用控制权“掏空”公司资源获取的私人收益远超过致力于公司价值最大化为其带来的正当收益，所以控股股东具有很强的利益侵占动机，公司财务决策的制定转变为以谋取私人收益为目标，而不是公司价值最大化。肖作平和廖理(2012)研究发现，控股股东为了侵占公司资源，会尽可能地采用权益融资，降低债务比率，以增加可以自由支配的现金，这种资本结构决策并不是基于公司价值最大化目标制定的^[8]。因此，在两权分离严重的公司，资本结构决策的制定会背离公司价值最大化目标，资本结构不能及时的向最优资本结构调整，甚至往相反方向调整。据此，本文提出假设 1：

假设 1：两权分离程度越大，资本结构偏离最优资本结构的幅度越大，资本结构调整速度越慢。

资本结构决策不仅受到公司内部环境的影响，同时也受到外部环境的影响，其中法律是非常重要的一个外部环境因素。一方面，法制环境的改善有助于降低资本结构调整成本，加快资本结构调整速度，促进资本结构的优化。在资本市场上，投资者要进行交易，首先就是了解投资对象的情况，投资对象提供的信息数量越少、质量越低，投资方和被投资方的信息不对称程度越严重，由投资者承担的交易成本就会上升。法律的作用在于可以通过规定披露信息是上市公司的义务使得对于信息有充分了解的上市公司承担部分交易成本，通过交易成本在投资者和上市公司间的配置来实现交易成本的降低。例如我国的《证券法》中规定了上市公司的信息披露的内容和形式以及对信息披露不实的法律责任等。《证券法》之所以特别强调信息披露，是因为证券是一种极为复杂的金融产品，证券价格中包含着丰富的信息，但是这种信息在上市公司和投资者间是不对称的，作为信息提供方，公司掌握了所有相关信息，而投资者掌握的信息非常有限。随着资本市场的复杂化，交易中信息不对称问题会更加突出，法制环境的完善有助于降低信息成本、促进信息对称，对交易成本的降低起到积极作用。交易成本是资本结构调整成本的主要组成部分，资本结构的调整成本越低，资本结构

动态调整受到的阻碍越小,调整速度越快,实际资本结构更加趋近于最优资本结构^[9]。因此,法制环境的改善能够降低资本结构调整成本,加快资本结构的调整速度,缩小资本结构偏离程度。

另一方面,健全的法律制度及其有效的实施有利于维护资本市场的健康发展,保护中小投资者的利益,抑制两权分离对资本结构动态调整的负面影响,从而有助于公司资本结构的优化。LLSV (1998)认为,一个国家的法制水平决定了该国公司的治理水平,高效的公司治理是以完善的投资者法律保护体系为前提的^[1]。加强对中小投资者的法律保护能提高控股股东利益侵占行为的法律风险和成本,从而一定程度上抑制控股股东的掠夺能力,投资者更加信赖并看好这类公司,投资意愿更强,因此在法制环境较好的地区,资本市场更加发达,融资成本更低,资本结构的调整更加及时^{[5][10]}。目前,公司治理水平较低已被认为是中国公司融资困难的一个重要因素,而改善公司治理的关键在于加强对投资者的法律保护以缓解控股股东两权分离所导致的与中小股东的利益冲突^[8]。因此,当法制环境得到改善时,控股股东两权分离对资本结构调整的负面影响将会得到缓解。

综上所述,本文提出假设:

假设 2a: 法制环境越好,资本结构偏离最优资本结构的幅度越小,资本结构调整速度越快。

假设 2b: 法制环境的改善能够缓解两权分离对资本结构调整的负面影响。

三、研究设计

(一)样本选择

本文选择 2003 - 2013 年我国沪深 A 股上市公司为初始样本,根据研究需要进行了如下筛选:(1)剔除了金融类上市公司;(2)剔除 ST 和 PT 上市公司;(3)剔除样本期内出现负债率大于 1 的上市公司;(4)剔除数据缺失的样本;(5)为了消除极端样本的影响,对主要变量 1% 和 99% 水平的极值进行了 Winsorize 缩尾处理。最终得到 9950 个观测样本。本文主要研究数据来源于国泰安数据库,法制环境数据来源于樊纲等编撰的《中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2011 年报告》中的市场中介组织的发育与法律制度环境得分^{[11]①}。

(二)模型与变量设计

为了检验法制环境、两权分离对资本结构偏离最优资本结构程度的影响,借鉴姜付秀和黄继承(2011)^[12]和肖作平和廖理(2012)^[8]的方法我们建立以下模型:

$$Dis_{i,t} = \alpha + \beta_1 Cor_{i,t-1} + \beta_2 X_{i,t-1} + y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Dis_{i,t} = \alpha + \beta_1 legal_{i,t-1} + \beta_2 X_{i,t-1} + y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Dis_{i,t} = \alpha + \beta_1 Cor_{i,t-1} + \beta_2 legal_{i,t-1} \times Cor_{i,t-1} + \beta_3 X_{i,t-1} + y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$Dis_{i,t}$ 为资本结构偏离程度,以年末实际资本结构($lev_{i,t}$)与当年最优资本结构($lev_{i,t}^*$)之差的绝对值来衡量,该指标越大表明实际资本结构越远离最优资本结构。 Cor 代表两权分离度, $Legal$ 代表法制环境,向量组 $X_{i,t-1}$ 为资本结构研究中通常会控制的公司特征变量。变量的具体定义方法见表 1。

为了得到最优资本结构($lev_{i,t}^*$),本研究首先借鉴 Flannery 和 Rangan(2006)的方法利用影响资本结构的基本公司特征等因素建立模型(4)拟合出最优资本结构^[13]:

$$Lev_{i,t}^* = \alpha + \beta X_{i,t-1} + y_{i,t-1} \quad (4)$$

为了检验法制环境、两权分离与资本结构调整速度的关系,需要建立一个模拟动态资本结构调整的模型。借鉴 Flannery 和 Rangan(2006)以及姜付秀和黄继承(2011)的研究,基于标准的资本结构动态调整模型(模型 5)构建扩展的资本结构动态调整模型^{[12][13]}。

① 由于樊纲等的《中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2011 年报告》中的市场中介组织的发育与法律制度环境得分数据截止到 2009 年,所以当使用法制环境变量时样本区间为 2003 - 2009,同时观测样本减少到 4756 个。

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = \delta(Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

将(4) 带入(5), 整理后得到模型(6):

$$Lev_{i,t} = (1 - \delta)Lev_{i,t-1} + \delta\beta X_{i,t-1} + y_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中, $Lev_{i,t}$ 为 i 公司在第 t 年末的实际资本结构, 取有息负债与总资产之比。系数 δ 即为资本结构调整速度, 该系数越大表明资本结构调整速度越快。本研究将法制环境、两权分离等需考察的变量加入经整理后的标准的资本结构动态调整模型(模型 6), 建立扩展的资本结构动态调整模型(模型 7、8、9) 如下:

$$Lev_{i,t} = (1 - \delta + \eta Cor_{i,t-1})Lev_{i,t-1} + \gamma Cor_{i,t-1} + \delta\beta X_{i,t-1} + y_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$Lev_{i,t} = (1 - \delta + \eta legal_{i,t-1})Lev_{i,t-1} + \gamma legal_{i,t-1} + \delta\beta X_{i,t-1} + y_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$Lev_{i,t} = (1 - \delta + \eta_1 Cor_{i,t-1} + \eta_2 legal_{i,t-1} \times Cor_{i,t-1})Lev_{i,t-1} + \gamma_1 Cor_{i,t-1} + \gamma_2 legal_{i,t-1} \times Cor_{i,t-1} + \delta\beta X_{i,t-1} + y_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

模型(7) 和(8) 中的系数 η 代表两权分离及法制环境对资本结构调整速度的影响, 资本结构调整速度分别表示为 $\delta - \eta Cor_{i,t-1}$ 和 $\delta - \eta Legal_{i,t-1}$, η 若显著为负, 表明资本结构调整速度在该因素的影响下上升($\delta - \eta Cor_{i,t-1}$ 和 $\delta - \eta Legal_{i,t-1}$ 变大), 反之则为正时, 则表明资本结构调整速度受到该因素的阻碍($\delta - \eta Cor_{i,t-1}$ 和 $\delta - \eta Legal_{i,t-1}$ 变小)。模型(9) 中系数 η_2 代表法制环境对于两权分离与资本结构调整速度关系的影响, 如果 η_2 显著为负, 表明法制环境的改善缓解了两权分离对资本结构调整速度的负面影响, 反之则反。

表 1 变量定义

变量	含义	度量标准
Lev	资本结构	有息负债总额/总资产, 其中, 有息负债 = 短期贷款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 应付短期债券 + 长期借款 + 应付债券
Cor ₁	两权分离的绝对分离度	股东实际控制权与所有权之差
Cor ₂	两权分离的相对分离度	股东实际控制权与所有权之比
Legal	法制环境	取《中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 年报告》中的市场中介组织的发育与法律制度环境得分
dep	非债务税盾	固定资产折旧/总资产
tang	有形资产	(固定资产 + 存货)/总资产
size	公司规模	总资产的自然对数
prof	盈利能力	EBIT/总资产
indmed	行业负债率中位数	同一行业公司某年的资本结构中位数
tobinq	成长机会	(年末流通市值 + 非流通股份占净资产的金额 + 长期负债 + 短期负债)/总资产

四、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

主要变量的描述性统计结果见表 2。2003 - 2013 年间, 我国上市公司有息负债率均值和中位数分别为 0.254 与 0.246, 根据 Cook 和 Tang(2010) 的研究美国上市公司的有息负债比均值与中位数分别为 0.263 和 0.2405, 中美上市公司的资本结构水平相当^[14]。有息负债率的标准差为 0.177, 略大, 表明负债率在我国上市公司中的分布比较分散。法制环境指标最小值为 0.180, 最大值为 19.89, 且标准差为 4.731, 这表明我国不同地区的法制环境差异较大, 部分地区法制环境比较恶劣。对于两权分离度, 绝对分离度 Cor₁ 的均值为 5.690, 中位数为 0, 相对分离度 Cor₂ 的均值为 1.412, 中位数为 1, 两者的均值都大于中位数, 表明我国上市公司整体上两权分离度较高。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
lev	9950	0.254	0.246	0.177	0	1
Legal	4756	9.178	7.470	4.731	0.180	19.89
Cor ₁	9950	5.690	0	8.181	0	45.49
Cor ₂	9950	1.412	1	0.985	1	21.60
tobinq	9950	1.587	1.348	0.787	0.124	4.576
prof	9950	0.047	0.050	0.063	-1.140	0.159
size	9950	21.58	21.52	0.987	18.48	24.11
tang	9950	0.417	0.421	0.166	0	0.758
indmed	9950	0.219	0.209	0.062	0.021	0.336
dep	9950	0.033	0.027	0.033	0	0.908

为了更直观地考察两权分离度和法制环境对于资本结构的影响,本文基于这两个变量的分组对资本结构偏离度进行了中位数和均值的差异性检验。从表 3 可知,当控股股东的控制权和所有权一致时,资本结构偏离度(Dis)的均值

表 3 不同的法制环境和两权分离度与资本结构偏离度(Dis)的差异检验

分类	均值	T 值	中位数	Pearson χ^2 值
控制权 = 所有权	0.142	-1.887 *	0.128	16.159 ***
控制权 > 所有权	0.146		0.139	
Legal < 中位数		4.144 ***	0.169	11.926 ***
Legal \geq 中位数	0.118		0.152	

注:“*”、“**”、“***”分别表示在10%、5%、1%水平显著。下同。

为 0.142,中位数为 0.128,经检验它们分别显著低于当控股股东控制权大于所有权时(即两权分离时)的资本结构偏离度均值(0.146)和中位数(0.139),这说明控制权与所有权分离程度越大,实际资本结构越是偏离最优资本结构。随后,以法制环境指数中位数为分界点,定义高于中位数的样本所处地区法制环境较好,反之则所处地区法制环境相对较差。从表 3 中可以看出,在法制环境较差地区的上市公司其资本结构偏离度的均值和中位数(分别为 0.191 和 0.169)都显著高于法制环境较好地区的上市公司(均值和中位数分别为 0.118 和 0.152),说明法制环境的改善有助于资本结构的优化。这些证据初步支持了前文的理论推导。

(二) 回归分析

表 4 为假设 1 的回归结果。列(1)和列(2)为两权分离对资本结构偏离度的回归结果,其中两权分离的绝对分离度 Cor₁ 与相对分离度 Cor₂ 的系数分别在 1% 和 5% 的水平上显著为正,说明随着两权分离度的增加,实际资本结构偏离最优资本结构的程度扩大,资本结构的优化度变差。列(3)和列(4)为两权分离对资本结构调整速度的回归结果,其中交叉项 lev \times Cor₁ 的系数在 1% 的水平上显著为正,lev \times Cor₂ 的系数也在 5% 的水平上显著为正,表明随着两权分离度的增加,资本结构调整速度显著下降($\delta - \eta \text{Cor}_{i,t-1}$ 减小)。这些回归结果都稳健的支持了假设 1,这说明随着上市公司控股股东控制权与所有权分离度的扩大,控股股东谋取私有收益的行为严重影响了资本结构动态调整,以公司价值最大化为目标的资本结构优化并没有得到实现,甚至还阻碍了资本结构的优化。

表 4 对假设 1 的检验结果(N=9950)

变量	资本结构偏离度		资本结构调整速度	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Lev			0.433 *** (34.010)	0.361 *** (39.200)
Cor ₁ /Cor ₂	0.001 *** (3.354)	0.003 ** (2.277)	0.020 *** (3.622)	0.004 *** (2.975)
lev \times Cor ₁ /lev \times Cor ₂			0.090 *** (6.088)	0.006 ** (2.042)
tobinq	0.000 (0.053)	0.000 (0.065)	0.000 * (1.857)	0.000 * (1.852)
prof	0.002 (1.008)	0.002 (1.085)	-0.150 *** (-32.660)	-0.162 *** (-39.160)
size	0.009 *** (4.348)	0.009 *** (4.446)	0.025 *** (11.100)	0.026 *** (11.340)
tang	-0.018 ** (-2.294)	-0.019 ** (-2.339)	-0.019 ** (-2.078)	-0.017 * (-1.932)
indmed	0.027 (1.123)	0.026 (1.102)	0.191 *** (6.976)	0.200 *** (7.310)
dep	0.046 *** (3.389)	0.045 *** (3.353)	0.151 *** (9.467)	0.167 *** (10.560)
截距	-0.063 (-1.399)	-0.068 (-1.507)	-0.438 *** (-8.434)	-0.441 *** (-8.473)
Year/Industry	yes	yes	yes	yes
Adj. R ²	0.013	0.012	0.295	0.293

表 5 是对假设 2a 的回归分析。列(1)是法制环境指数对资本结构偏离度的回归结果,其中法制环境指数 Legal 的系数在 1%的水平上显著为负,说明随着法制环境的改善,公司的实际资本结构偏离最优资本结构的程度变小,即公司资本结构的优化程度变高。列(2)是法制环境指数对资本结构调整速度的回归结果,其中交叉项 $\text{lev} \times \text{Legal}$ 在 5%的水平上显著为负,表明法制环境越好,上市公司资本结构调整速度越快($\delta - \eta \text{Legal}_{i,t-1}$ 增大)。表 5 的回归结果支持了假设 2a,说明通过不断改善法制环境,公司的资本结构能够得到显著的优化,应当重视法律对于公司财务决策的积极作用。

表 6 是对假设 2b 的回归分析。列(1)和列(2)展示了法制环境对两权分离与资本结构偏离度之关系的影响,交叉项 $\text{Legal} \times \text{Cor}_1$ 和 $\text{Legal} \times \text{Cor}_2$ 的系数显著为负,说明法制环境的改善使两权分离对资本结构偏离度的负面影响得到减轻。列(3)和列(4)展示了法制环境对两权分离与资本结构调整速度的影响,交叉项 $\text{Lev} \times \text{Cor}_1 \times \text{Legal}$ 和 $\text{lev} \times \text{Cor}_2 \times \text{Legal}$ 的系数分别在 5% 和 1% 的水平上显著为负,表明随着法制环境的改善,两权分离度对资本结构调整速度的阻碍作用得到缓解。表 6 回归结果支持了假设 2b。这些研究结果说明,法制环境的改善不但能够直接促进公司资本结构的优化,同时还能缓解两权分离对资本结构动态调整的负面影响。

表 5 对假设 2a 的检验结果 (N=4756)

变量	资本结构偏离度(1)	资本结构调整速度(2)
Lev		0.363 *** (13.02)
Legal	-0.004 *** (-3.217)	-0.012 (-0.02)
$\text{lev} \times \text{Legal}$		-0.007 ** (-2.522)
tobinq	-0.001 (-1.076)	0.003 *** (4.774)
prof	-0.001 (-0.050)	-0.020 *** (-3.690)
size	-0.005 (-1.214)	0.048 *** (10.050)
tang	-0.002 (-0.171)	-0.009 (-0.619)
indmed	0.148 *** (2.937)	0.130 ** (2.434)
dep	0.0142 (1.288)	-0.044 *** (-3.811)
截距	0.223 ** (2.154)	-0.742 *** (-6.679)
Year/Industry	yes	yes
Adj. R ²	0.061	0.192

表 6 对假设 2b 的检验结果 (N=4756)

变量	资本结构偏离度		资本结构调整速度	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Lev			0.307 *** (18.19)	0.305 *** (15.09)
$\text{Cor}_1/\text{Cor}_2$	0.000 (0.428)	0.004 (1.583)	-0.002 (-0.757)	-0.006 (-0.390)
$\text{Legal} \times \text{Cor}_1/\text{Legal} \times \text{Cor}_2$	-0.000 ** (-2.217)	-0.001 ** (-2.111)	0.000 (0.369)	0.001 (0.803)
$\text{lev} \times \text{Cor}_1/\text{lev} \times \text{Cor}_2$			0.011 * (1.656)	0.090 ** (2.146)
$\text{lev} \times \text{Cor}_1 \times \text{Legal}/\text{lev} \times \text{Cor}_2 \times \text{Legal}$			-0.002 ** (-2.358)	-0.013 *** (-2.915)
tobinq	-0.000 (-0.220)	-0.000 (-0.127)	0.002 ** (2.308)	0.002 ** (2.398)
prof	-0.006 (-0.814)	-0.006 (-0.929)	-0.004 *** (-7.275)	-0.004 *** (-7.350)
size	-0.009 *** (-4.726)	-0.009 *** (-4.667)	0.057 *** (13.16)	0.058 *** (13.31)
tang	-0.063 *** (-5.423)	-0.062 *** (-5.351)	0.058 *** (4.123)	0.059 *** (4.172)
indmed	0.253 *** (3.479)	0.248 *** (3.414)	0.321 *** (6.607)	0.322 *** (6.627)
dep	-0.001 (-0.0310)	-0.002 (-0.151)	0.203 *** (7.427)	0.203 *** (7.436)
截距	0.273 *** (5.973)	0.269 *** (5.861)	-1.001 *** (-9.853)	-1.020 *** (-10.03)
Year/Industry	yes	yes	yes	yes
Adj. R ²	0.119	0.118	0.228	0.229

(三) 基于产权性质的拓展分析

不同于多数西方国家,我国是二元所有制结构,这种特殊的制度背景意味着产权性质是研究我国上市公司财务问题必需考虑的因素之一。在我国,国有上市公司的生产经营受政府影响较大,它们除了以公司价值最大化为财务目标以外还承载着更多的非财务目标,如:社会责任、环境保护责任、国家或地方的各种政治经济需求等等。当企业控股股东为国家时,往往会出现“政企不分”的现象。政府的控股地位使得国有上市公司的经营和投融资活动容易受到政府干预,而法律法规对于政府权力的约束力较弱,再加之我国许多金融机构都为政府所控股,在这种特殊的产权制度安排

下,政府干预俨然成为司法体制的替代性机制,使得具有“天然”政治关联的国有上市公司受法制环境的约束较弱^{[15][16]}。而民营上市公司,经营目标更加单纯,政府干预程度较低,经营活动上具有更高的灵活性,对于法制环境的变化更加敏感。而且民营上市公司由于规模较小,担保能力较低以及经营风险较高等特点使其在市场中处于相对弱势地位,因此对外部环境变化的反应更强烈。正是由于不同产权性质的上市公司间存在这些差异,在不考虑其他因素的情况下,国有上市公司和民营上市公司资本结构动态调整受法制环境的影响存在异质性:国有上市公司由于受政府控制,受政府权力的约束更加严重,故法制环境对于其资本结构动态调整的影响力较弱;民营上市公司由于受政府权力约束较少,且市场中的相对弱势地位使之容易受到外部环境的影响,所以其资本结构动态调整对法制环境的反应较敏感。此外,研究表明,不同产权性质的公司在代理问题以及股东所有权的行使方式上也存在显著差异。Fan 等(2005)发现两权分离程度在产权性质不同的公司中存在差异,相比国有公司,非国有公司中两权分离程度更大^[17]。程仲鸣(2010)同样发现民营上市公司控股股东的控制权与所有权的分离程度显著高于国有上市公司,产生的代理问题也更严重^[18]。南开大学公司治理评价课题组(2010)的研究结果表明国有公司的治理质量显著地好于民营公司,在不同年度里两种上市公司的治理指数均值之差都基本在 1.5% 以上^[19]。由此可见,民营上市公司的两权分离程度以及由此产生的代理问题都比国有上市公司要严重。所以,相比国有上市公司,非国有上市公司资本结构动态调整对法制环境的反应更加敏感,受两权分离的负面影响也更加严重,且法制环境的改善可以更大幅度地缓解两权分离对资本结构动态调整的负面影响。

表 7 基于产权性质的分析结果

Panel A								
变量	资本结构偏离度				资本结构调整速度			
	非国有		国有		非国有		国有	
Cor ₁ /Cor ₂	0.001 *** (3.218)	0.003 ** (2.175)	0.000 (0.840)	-0.003 (-0.452)	0.004 *** (2.930)	0.005 (0.665)	-0.005 (-0.708)	0.003 (0.178)
lev × Cor ₁ /lev × Cor ₂					0.010 *** (2.699)	0.060 *** (3.297)	0.006 (1.092)	-0.033 (-0.859)
control variable	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Adj. R ²	0.011	0.010	0.047	0.046	0.256	0.255	0.347	0.346
N	7824	7824	2126	2126	7824	7824	2126	2126
Panel B								
	非国有		国有		非国有		国有	
Legal	-0.007 ***(-5.090)		0.000(0.139)		0.001(0.444)		0.001(0.356)	
lev × Legal					-0.018 ***(-2.979)		-0.006(-1.447)	
control variable	Yes		Yes		Yes		Yes	
Year/industry	yes		yes		yes		yes	
Adj. R ²	0.043		0.025		0.198		0.163	
N	2978		1778		2978		1778	
Panel C								
	非国有		国有		非国有		国有	
Legal × Cor ₁ /Legal × Cor ₂	-0.000 ** (-2.249)	-0.001 * (-1.809)	0.000 (0.581)	-0.001 (-0.890)	0.002 (1.480)	0.002 (1.026)	0.000 (0.184)	0.005 (1.052)
lev × Cor ₁ × Legal/ lev × Cor ₂ × Legal					-0.006 ** (-1.969)	-0.014 ** (-2.511)	-0.002 (-1.575)	-0.0162 (-1.403)
control variable	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Adj. R ²	0.084	0.083	0.071	0.071	0.167	0.169	0.230	0.226
N	2978	2978	1778	1778	2978	2978	1778	1778

表 7 报告了不同产权性质下, 对假设 1、假设 2a 和假设 2b 的检验结果。从 Panel A 中可以看出: 非国有上市公司资本结构偏离度和资本结构调整速度受两权分离的负面影响非常显著, 而在国有上市公司中则影响不显著。在 Panel B 中可以看出, 相比国有上市公司, 非国有上市公司对法制环境变化的反应更加敏感, 随着法制环境的改善, 其资本结构偏离度缩小, 资本结构调整速度加快。在 Panel C 中可以看出, 非国有上市公司两权分离与资本结构偏离度以及资本结构调整速度的关系受法制环境的影响显著, 两权分离对资本结构动态调整的负面影响随着法制环境的改善而得到显著的缓解, 而国有上市公司则几乎不受影响。这些结论说明法制环境与两权分离对上市公司资本结构动态调整的影响在不同产权性质的上市公司间存在异质性, 国有上市公司受两权分离的影响不显著, 且受法制环境的约束也较弱, 而非国有上市公司则对这些因素的反应更敏感。

五、结 论

本文以我国 2003 - 2013 年沪深 A 股上市公司为样本, 利用资本结构动态调整模型实证检验了两权分离度和法制环境对资本结构动态调整的影响。研究发现: 上市公司两权分离程度越高, 资本结构调整速度越慢, 实际资本结构偏离最优资本结构的幅度越大; 法制环境越好, 资本结构调整速度越快, 实际资本结构偏离最优资本结构的幅度越小; 法制环境的改善能够显著地缓解两权分离对资本结构动态调整的负面影响。结合中国的制度背景, 基于公司产权性质的拓展分析发现, 相比国有上市公司, 非国有上市公司受法制环境和两权分离的影响更加显著。

本研究的启示在于: 法制环境对于优化上市公司资本结构起到了积极作用, 良好的法制环境不但有助于维护资本市场的良性运行, 降低资本结构调整成本, 还能有效的遏制两权分离对资本结构调整的负面影响。目前, 我国的法律制度还存在较多缺陷, 对中小投资者的法律保护力度较弱, 为了给上市公司营造一个良好的发展环境, 需要加快完善法律制度的脚步。为此, 除了公司自身要高度重视公司治理水平的提高以外, 一方面还需加强对投资者保护的立法, 拓宽法律保护范围, 提高处罚力度, 另一方面要提高司法部门的执法效果与执法力度。最后, 研究发现相比非国有上市公司, 国有上市公司资本结构调整对法制环境的变化不敏感, 这种法律影响后果的异质性意味着应当加大深化国有企业改革的力度, 从而提高法律对于国有企业的影响力。

参考文献:

- [1] La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. Law and finance [J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106 (6): 1113 - 1155.
- [2] La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. Corporate ownership around the world [J]. *Journal of Finance*, 1999, (54): 471 - 517.
- [3] Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings [J]. *Journal of Finance*, 2002, (57): 2741 - 2771.
- [4] Faccio, Mara and Larry H. P. Lang. The ultimate ownership of western european corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(3): 365 - 395.
- [5] Dyck, A., and Zingales L. Private benefits of control: An international comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(2): 537 - 600.
- [6] Baek, Jae-Seung, Jun - Koo Kang, Kyung Suh Park. Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 71(2): 265 - 313.
- [7] 叶勇, 胡培, 黄登仕. 中国上市公司终极控制权及其与东亚、西欧上市公司的比较分析 [J]. *南开管理评论*, 2005, (8): 25 - 31.
- [8] 肖作平, 廖理. 终极控制股东、法律环境与融资结构选择 [J]. *管理科学学报*, 2012, (9): 84 - 96.
- [9] Leary, M., Roberts S., M. R. Do firms rebalance their capital structures [J]. *Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2575 - 2619.

- [10] La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. Investor protection and corporate governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58): 3-27.
- [11] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 年报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2010.
- [12] 姜付秀, 黄继承. 市场化进程与资本结构动态调整 [J]. 管理世界, 2011, (3): 124-134.
- [13] Flannery, M., K. Rangan. Partial adjustment toward target capital structures [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(3): 469-506.
- [14] Cook, D. T. Tang. Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed [J]. Journal of Corporate Finance, 2010, (16): 73-87.
- [15] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据 [J]. 经济研究, 2005, (5): 40-51.
- [16] 孙铮, 刘凤委, 李曾泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的实证证据 [J]. 经济研究, 2005, (5): 52-63.
- [17] Fan, J. P. H., T. J. Wong, Tianyu Zhang. The emergence of corporate pyramids in China [R]. Mimeo, Chinese University of Hong Kong, 2005.
- [18] 程仲鸣. 我国上市公司终极控制人股权特征的经验研究 [J]. 财政研究, 2010, (3): 68-70.
- [19] 南开大学公司治理评价课题组. 中国上市公司治理状况评价研究——来自 2008 年 1127 家上市公司的数据 [J]. 管理世界, 2010, (1): 142-151.

Legal Environment, the Separation of Ownership and Control Right and the Dynamic Adjustment of Capital Structure

ZOU Ping¹, LI Guo-wei²

(1. College of Economics and Management, Huazhong Agricultural University, Wuhan 430070, China;

2. School of Accounting, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Based on the data of China's A share listed firms, this paper studies the effect imposed by the separation of control right and ownership and legal environment on the dynamic adjustment of capital structure. The results are as follows: the lower the level of separation of control right and ownership, the slower the speed of dynamic adjustment of capital structure and the higher the level of capital structure deviation; the better the legal environment, the faster the speed of dynamic adjustment of capital structure and the lower the level of capital structure deviation; the improvement of the legal environment can significantly alleviate the negative effect imposed by the separation of control right and ownership on the dynamic adjustment of capital structure. Finally, based on China's institution background, the research finds that compared with state-owned firms, non-state-owned firms are more significantly affected by the separation of control right and ownership and legal environment.

Key words: legal environment; separation of ownership and control right; dynamic adjustment of capital structure; capital structure deviation

(责任编辑: 肖 如)