

终极所有权结构和 债务期限结构选择

涂 瑞,肖作平

西南交通大学 经济管理学院,成都 610031

摘要: 终极所有权结构如何影响公司的债务期限结构是公司治理研究中的一个重要问题。以2003年~2005年只发行A股的824家非金融上市公司的平衡面板数据为样本,通过随机效应模型实证检验终极所有权结构与债务期限结构之间的关系。实证结果表明,终极控制股东的现金流权越大,掠夺的成本也越大,上市公司会使用更多的长期债务;两权偏离度越大,债务融资的代理成本会越大,上市公司会使用更多的短期债务;家族式控制股东弱化了两权偏离带来的掠夺效应,政府式控制股东加剧了两权偏离带来的掠夺效应。

关键词: 现金流权;两权偏离度;家族控制;政府控制;债务期限

中图分类号: F275

文献标识码: A

文章编号: 1672-0334(2010)06-0072-09

1 引言

自20世纪90年代起,公司债务期限结构选择成为国内外实务界的热点问题。影响债务期限结构的因素很多,国外的大量研究将其归结为公司层面和公司治理层面。

在公司层面上,不少文献研究公司治理对债务期限结构的影响。股权结构是公司治理的一个重要方面,最近的研究表明,基于所有权分散的Berle等的范式仅仅适用于英美的大公司^[1],而基于所有权集中的La Porta等的范式才是全球公司所有权结构的普遍形式^[2],在大多数国家上市公司的股权通常集中在终极控制股东手中^[3]。

从公司治理角度看,控制权集中度至关重要,因为它能使终极控制股东决定公司政策和人事安排^[3]。终极控制股东能以各种方式掠夺公司财富,如利用公司政策、消费公司资产以满足个人享受、以非市场价格向其私人相关公司转移资产、欺诈或窃取公司资产等^[4]。

因此,如果不追溯终极控制股东,自然也就难以理清终极所有权结构和债务期限结构之间的真正关

系,难以获知终极控制股东如何通过债务融资政策侵害债权人的利益。

2 相关研究评述

已有的文献主要集中于研究公司特征与债务期限结构选择的关系^[5-8],研究发现,公司规模、资产期限、赢利能力与债务期限正相关,非债务税盾、成长机会与债务期限负相关。

公司治理对债务期限的选择具有重要的影响^[9-11],而股权结构是公司治理的一个重要方面,因此有不少文献研究股权结构与债务期限结构的关系。Stulz研究管理者持股对债务期限的影响,认为管理者持股水平越高,外部股东更难监督管理者行为,因为更多的股权使管理者能更直接地控制公司,增加抵制外部压力的能力,因此需要用更多的短期债务来抑制管理者的壕沟效应^[12];Inderst等的研究指出,第一大股东持股比例越高,由资产替代或投资不足问题导致的债务成本会更加严重,因此债权人会使用更多的短期债务控制其机会主义行为^[13];肖作平等的研究发现,第一大股东持股比例与债务期

收稿日期:2010-04-20 修返日期:2010-09-03

基金项目:教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-10-0666);教育部人文社会科学研究课题(09XJC630013);教育部高等学校博士学科点专项科研基金(200806131003)

作者简介:涂瑞(1981-),男,湖北襄阳人,西南交通大学经济管理学院博士研究生,研究方向:公司治理等。

E-mail:tory2009@163.com

限结构显著负相关^[14,15]。

在美国以外,许多国家的所有权结构都是高度集中的^[16]。最近的研究开始关注终极所有权结构对公司债务期限结构的影响^[17],但以新兴市场经济体和发展中国家企业为研究对象的仍比较少。在新兴市场国家中,法律系统不完善,债权人保护较差,公司控制权市场不完善,外部监管市场也不成熟^[18]。在一个不同于西方国家的制度背景下研究终极所有权结构对债务期限结构的影响是很有意义的。中国正处于转轨经济时期,存在较为特殊的制度背景,与西方国家不同,中国的上市公司大多存在一个终极控制股东^[19],终极控制股东存在显著的壕沟效应,这些公司经常存在一些与融资相关的问题,如终极控制股东通过隧道掠夺公司财富、获取控制权私人收益等。因此,终极控制股东对公司的融资政策具有很大的影响力,并进而影响公司的债务期限结构。

通过以上回顾可以发现,国内外的大量研究往往只注重分析管理者或大股东的直接持股如何影响债务期限结构,很少关注终极控制股东和债务期限结构之间的关系。本研究的目的是考察终极所有权结构如何影响债务期限结构,以便更好地理解在中国当前的制度背景下,终极所有权结构在债务期限结构选择中的作用机理。结合中国制度背景,理论推演和揭示终极所有权结构与债务期限结构之间的关系,并建立实证模型进行检验,为中国新兴市场经济体公司治理结构的设计、债务政策的制定、债务期限结构的优化、资本市场的发展等提供依据。

3 研究假设

3.1 现金流权与债务期限

大股东尤其是终极控制股东,对公司政策有很大的影响力,债务期限结构决策是一项重要的公司政策,当然也受终极控制股东偏好的影响。

普遍认为公司管理团队不愿意在公司资本结构中承担大量短期债务,因为大量的短期债务会迫使经理人支出现金余额,并且阻碍他们自由决定过量的公司财政收入来获取私人收益。而终极控制股东的出现能克服公司管理层的代理问题,终极控制股东有强烈最大化公司价值的动机^[20],并且能够使用更多的短期债务以迫使管理层支出大量的自由现金流量,这意味着公司所有权集中与公司债务期限存在负向的关系。换句话说,短期债务和集中的所有权结构在公司治理中可能是互补的工具。

但是,短期债务和公司所有权集中度也可能是互相替代的工具。大股东的存在会削弱短期债务在公司治理中的显著作用,并因此不需要一个低的债务期限水平来约束公司管理层。而且,集中的所有权也会产生壕沟效应,终极控制股东可以利用其控股地位获取控制权私人收益。相对长期债务来说,过多的短期债务增加了公司的自由现金流支出,会增大公司的财务困境和破产风险,这种风险会威胁终极控制股东对公司的控制地位。由于担心在债务违

约后控制权发生转移,终极控制股东倾向于使用更多的长期债务。此外,终极控制股东对外部投资者的掠夺会被其拥有的现金流权所缓和,一般而言,终极控制股东的现金流权越大,掠夺的成本越高^[21]。因此,终极控制股东的现金流权越大,其掠夺债权人的成本会越高,掠夺发生的可能性会越小,债务融资的代理成本会越低,债权人会乐意给予公司更多的长期债务。

基于以上分析提出假设。

H₁ 终极控制股东的现金流权越大,公司的债务期限越长。

3.2 两权偏离度与债务期限

在扩大公司投资和扩展营业范围时,公司需要筹集新的外部资金。在股权融资和债务融资间进行选择时,终极控制股东可能会偏好债务融资,因为债务融资不会稀释其在公司的控股地位^[20]。当终极控制股东选择债务融资时,可能更偏好长期债务,因为短期债务意味着会经常性地支出大量的自由现金流,这样可能会妨碍其获取控制权私人收益。然而,基于信号理论,公司使用更多的长期债务会向外部投资者传递一种信号,即终极控制股东掠夺外部投资者的可能性越大且公司治理更差。当控股股东仅以少量的现金流权获得很大的控制权时,债权人会怀疑和担心终极控制股东会侵害他们的利益,如通过隧道效应将剩余收入转入到其关联公司。因此,为了降低终极控制股东和债权人的代理成本,终极控制股东可能会使用更多的短期债务,因为短期债务会迫使公司支出多余的现金储备以阻止控制股东对债权人的掠夺。

尽管更多的短期债务会导致财务困境和破产风险,但这些潜在威胁对两权偏离度大的终极控制股东而言并没有那么重要。因为相当少的现金流权意味着控制股东在公司一旦不能正常运转和破产时仅会遭受较少的现金流损失,而大的控制权意味着控制股东拥有大量的超额现金储备可供其任意支配,他可从中获取各种收益^[20]。公司经营不顺利时遭受的较小损失与运行良好时获取的巨大收益之间的不对称性,会鼓励终极控制股东的冒险行为,他很可能会使用更多的短期债务而不考虑财务困境。

现金流权和控制权的偏离程度可以衡量终极控制股东掠夺的程度和可能性^[8,22]。Boubakri 等的研究表明,终极控制股东掠夺的可能性越大,终极控制股东和债权人的冲突就越大,债务融资成本会越高^[23];Stulz 认为短期债务是监督内部人机会主义行为的一种有力工具,短期债务可以降低终极控制股东的自由度,有助于控制其机会主义行为^[10]。由于两权偏离度大的控制股东可能会采取不负责任的行为,债权人为了降低债务合约的代理成本,会利用较短的债务期限去约束终极控制股东。

基于以上分析,在中国债权人法律保护较弱的背景下,终极控制股东和债权人之间的代理冲突加剧,债务的代理成本上升,使用更多的短期债务有助于

减缓债务融资的代理成本,因此提出假设。

H₂ 终极控制股东的两权偏离度越大,公司的债务期限越短。

3.3 终极控制股东类型与债务期限

已有研究认为终极控制股东的类型会影响债务期限结构的选择。终极控制股东为家族的上市公司可能会通过安排其亲属成为经理人来掠夺外部投资者^[24],因此债权人(特别是银行)为了限制家族上市公司侵害他们的利益,不会对其发放更多的长期债务。在金融市场不发达的制度环境中,中国的家族企业相对国有企业存在更强的债务融资约束^[25],很难获得长期债务融资的机会,特别是长期银行借款。基于以上分析提出假设。

H₃ 终极控制股东为家族的上市公司,其债务期限更短。

终极控制股东为政府的上市公司,可以利用政府干预获得更多的长期债务。例如,其可通过政府对银行信贷决策施加影响,帮助公司获得贷款,这种贷款更多的是长期贷款^[26]。此外,由于国有企业和四大银行都是政府控制的,政府可能会通过银行信贷对国有企业进行补助^[27]。Li等通过对中国非上市公司的研究也发现,国家所有的公司更容易获得长期债务融资^[28]。因此,终极控制股东为政府的上市公司可以获得更多的长期债务,具有更长的债务期限。基于以上分析提出假设。

H₄ 终极控制股东为政府的上市公司,其债务期限更长。

3.4 终极控制股东类型和两权偏离度的交互项与债务期限

为了检验不同类型的终极控制股东在现金流权与控制权分离时是否存在财务困境的壕沟效应,构建家族控制和政府控制与两权偏离度的交互项来检验不同类型终极控制股东的两权偏离度对债务期限的影响。

家族式终极控制股东的两权偏离度较大时,由于担心股权融资会稀释其股权从而使控制权发生转移,因而不会轻易进行股权融资。Brav的研究表明,私营企业几乎完全依赖债务融资^[29]。在进行债务融资时,大量短期债务会提高发生财务困境和破产的可能性。由于中国信用担保体系尚未形成,制度不健全,加之企业信用信息征集和评价体系缺失,造成金融机构对民营企业的“惜贷”和社会资金对民营企业的“惜投”现象^[25],家族控制的上市公司一旦发生财务困境,就很难再进行融资,特别是进行债务融资。而且,家族控制的公司更关注公司的生存,并努力希望将其延续到下一代^[30]。因此,家族式终极控制股东在两权偏离度大时,由于存在将公司延续下去的愿望,会竭尽所能获取更多的长期债务,延长债务期限,以避免陷入财务困境。基于以上分析提出假设。

H₅ 家族式终极控制股东会削弱其两权偏离度与债务期限水平的负相关关系。

政府式终极控制股东的两权偏离度越大,意味着公司治理越差,终极控制股东侵害债权人利益的动机越强,债权人希望利用更多的短期债务限制其机会主义行为,以降低代理冲突。由于终极控制股东是政府,公司即使使用大量的短期债务也不用太担心发生财务困境或破产。然而,债权人却担心公司陷入财务困境后不能偿还其债务,特别是目前国有四大银行除了农行均已上市,他们都竭尽全力希望降低公司的不良贷款率。因此,在政府式终极控制股东两权偏离度大时,差的公司治理使债权人只愿意为其提供更多的短期债务。基于以上分析提出假设。

H₆ 政府式终极控制股东会加剧其两权偏离度与债务期限水平的负相关关系。

4 研究变量和研究样本

4.1 研究变量

本研究的关键变量是债务期限结构,债务期限结构是被解释变量,终极所有权结构变量是检验变量,公司层面的变量是控制变量。

(1) 被解释变量

本研究的被解释变量是债务期限结构,度量债务期限结构的方法与 Fan、Antoniou 和 Ju 等的研究一致^[26,31,32],采用长期债务与总债务的比例(DM)。

(2) 检验变量和控制变量

表1为检验变量的定义。

表1 检验变量定义
Table 1 Definition of Test Variables

变量名称	变量符号	变量定义	理论预期
现金流权	CHR	每条控制链条上持股比例乘积之和	+
控制权	CTR	每条控制链条上最低的持股比例之和	-
两权偏离度	SEP	控制权减去现金流权	-
家族控制	FAM	终极控制股东为家族时为1,否则为0	-
政府控制	STA	终极控制股东为政府时为1,否则为0	+

注:现金流权和控制权的定义借鉴 Claessens 等的研究^[22];"+"表示债务期限水平随该因素的增加而增加,"-"表示债务期限水平随该因素的增加而减小,下同。

表2对家族控制和政府控制与两权偏离度的交互项进行定义。为了检验家族式终极控制股东如何影响两权分离与债务期限之间的关系,构建家族控制与两权偏离度的交互项检验 H₅;为检验政府式终

极控制股东如何影响两权分离与债务期限之间的关系,构建政府控制与两权偏离度的交互项检验 H_0 。

表2 交互项定义

Table 2 Definition of Interaction Variables

变量名称	变量符号	变量定义	理论预期
交互项 1	$FAM \cdot SEP$	家族控制乘以两权偏离度	+
交互项 2	$STA \cdot SEP$	政府控制乘以两权偏离度	-

表3是对控制变量的定义。关于控制变量的选取,参考 Barclay、Billett、Berger、Cai、肖作平和 Fan 等的研究^[5-8,14,26]。

4.2 研究样本

本研究使用的数据信息来自 CSMAR 和 CCER 数

据库。在样本选取时遵循以下原则。①剔除金融类上市公司;②为了确保公司行为相对成熟,选择在2001年以前上市的公司;③剔除ST或PT公司;④剔除资产负债率大于1的公司;⑤剔除数据缺损和无法获得相关数据的公司;⑥剔除同时在中国国内和境外上市的公司;⑦剔除同时发行A股和B股的公司;⑧剔除终极控制股东变更的公司。此外,考虑2006年《中华人民共和国公司法》(简称《公司法》)实施和股权分置改革的影响,选取2003年~2005年在沪、深A股上市的824家非金融公司的平衡面板数据为研究样本,样本分布见表4。

表4是根据2001年中国证监会颁布的《中国上市公司行业分类指引》对这些非金融上市公司按行业门类进行分类的结果。由表4可知,样本公司多数分布在制造业中,487家公司属于制造业,占样本的比重为59.102%。因此,为了避免结果产生偏差,在控制行业类别对债务期限结构选择的影响时,作者对制造业按大类进行细分,总共分为10大类(行业虚拟变量的定义见表3)。

表3 控制变量定义

Table 3 Definition of Control Variables

变量名称	变量符号	变量定义	理论预期
公司规模	$SIZE$	总资产的自然对数	+
资产期限	AM	$\frac{\text{固定资产净值}}{\text{总资产}}$	+
成长机会	$GROW$	$\frac{\text{资产的市场价值}}{\text{账面价值}}$	-
非债务税盾	$NDTS$	$\frac{\text{折旧费用}}{\text{总资产}}$	-
自由现金流量	FCF	$\frac{\text{经营活动现金流量}}{\frac{M}{B} \cdot \text{总资产}}$	-
赢利能力	$PROF$	$\frac{\text{净利润}}{\text{总资产}}$	+
年度虚拟变量	YD	样本期在第 t 年时 YD_t 为1,否则为0	?
行业虚拟变量	ID	行业虚拟变量,用来控制行业因素的影响。按证监会的分类标准(除制造业继续划分为小类外,其他行业以大类为准),共有22个行业,剔除金融业后,模型中共20个行业虚拟变量	?

注: $GROW = \frac{\text{总资产账面价值} - \text{流通A股股本} + \text{流通A股股本} \cdot \text{A股年末收盘价}}{\text{总资产账面价值}}$;由于样本公司中将近59.102%的公司集中

在制造业中,因此为了避免结果产生偏差,对制造业按大类进行细分,总共分为10大类;“?”表示没有明确的理论预期或实证结果。

表4 按行业类别的样本分布

Table 4 Sampling Distribution by Industry Category

行业(代码)	公司数量	占样本的百分比
农、林、牧、渔业(A)	12	1.456
采掘业(B)	17	2.063
制造业(C)	487	59.102
电力、煤气及水的生产和供应业(D)	39	4.733
建筑业(E)	19	2.306
交通运输、仓储业(F)	39	4.733
信息技术业(G)	41	4.976
批发和零售贸易(H)	61	7.403
房地产业(J)	39	4.733
社会服务业(K)	28	3.398
传播与文化产业(L)	7	0.850
综合类(M)	35	4.247
合计	824	100.000

表5 样本描述性统计量

Table 5 Descriptive Statistics of Samples

变量符号	均值	最大值	最小值	标准差
<i>DM</i>	0.141	0.936	0.000	0.177
<i>CHR</i>	40.441	92.000	1.633	17.814
<i>CTR</i>	45.614	92.000	20.000	14.892
<i>SEP</i>	5.173	41.015	0.000	8.411
<i>FAM</i>	0.272	1.000	0.000	0.445
<i>STA</i>	0.723	1.000	0.000	0.447

表5提供了研究变量的描述性统计量。如表5所示,样本中公司债务期限的均值为0.141,而在Fan等对39个国家的研究中,债务期限的均值和中值为0.540^[26],表明中国上市公司的债务期限偏低。样本中公司现金流权、控制权和两权偏离度的均值分别为40.441、45.614和5.173,在Claessens等对东亚9个国家和地区的研究中,现金流权、控制权和两权偏离度的均值分别为15.700、19.770和4.070^[22],这表明在中国终极控制股东对上市公司有很强的控制权,两权偏离度较高。

5 实证研究

5.1 经验模型设定

本研究的目标是在中国制度背景下,实证检验终极所有权结构和公司债务期限结构的关系。利用随机效应回归模型分析数据,因为个体组内存在时间序列上的差异,利用固定效应模型难以满足解释变量对被解释变量的效应不随个体和时间变化的基本假设,随机效应模型能够识别出描述个体水平异质性的总体参数,因而随机效应模型的推断适合整个样本。因此,构建如下随机效应回归模型。

$$DM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CHR_{i,t} + \beta_2 CTR_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$DM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SEP_{i,t} + \beta_2 CTR_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$DM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 SEP_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$DM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STA_{i,t} + \beta_2 SEP_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$DM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SEP_{i,t} + \beta_2 CTR_{i,t} + \beta_3 FAM_{i,t} + \beta_4 FAM_{i,t} \cdot SEP_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$DM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SEP_{i,t} + \beta_2 CTR_{i,t} + \beta_3 STA_{i,t} + \beta_4 STA_{i,t} \cdot SEP_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中, $i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$; $DM_{i,t}$ 为第 t 年第 i 家公司(个体)的债务期限水平,用长期债务占总债务比重度量; $Control_{i,t}$ 为控制变量; β_0 为截距; $\beta_1 \sim \beta_4$ 和 γ 为回归系数; u_i 为第 i 个个体的随机干扰分量; $\varepsilon_{i,t}$ 为个体时间随机误差分量。检验变量、交互项和控制变量的定义分别见表1、表2和表3。

5.2 经验证据

本研究利用随机效应模型进行回归,估计结果见表6。

由表6可知, R^2 值从0.325~0.326,说明回归模型具有较好的解释力。关于控制变量对债务期限水平的影响,与先前研究基本一致,在此不做详细分析,本研究主要集中讨论终极所有权结构的代理变量与债务期限水平之间的关系上。

从表6模型(1)可知,终极控制股东的现金流权与债务期限水平在5%水平上显著正相关,这说明终极控制股东掌握的现金流权越大,上市公司会使用更多的长期债务,验证了 H_1 。回归结果表明,在中国制度背景下,终极控制股东所拥有的现金流权可以在一定程度上缓解其与债权人之间的代理冲突,随着终极控制股东掌握更大的现金流权,债务融资的代理冲突减小,上市公司可以获得更多的长期债务。此外,大量短期债务会增加公司的经常性自由现金流支出,由此会增大公司的财务困境和破产风险,这种潜在风险会威胁终极控制股东对公司的控制地位,由于担心债务违约后控制权发生转移,终极控制股东倾向于使用更多的长期债务,在终极控制股东掌握很大的现金流权时更是如此。

表6 回归估计结果
Table 6 Results of Regression Estimation

变量符号	随机效应模型					
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
截距	-0.906 (-7.690)***	-0.906 (-7.690)***	-0.902 (-7.590)***	-0.904 (-7.660)***	-0.899 (-7.580)***	-0.912 (-7.730)***
CHR	0.001 (2.070)**					
CTR	-0.001 (-1.860)*	-0.0001 (-0.330)			-0.0001 (-0.430)	-0.0001 (-0.440)
SEP		-0.001 (-1.860)*	-0.001 (-1.950)*	-0.001 (-1.950)*	-0.001 (-2.660)***	0.0001 (0.170)*
FAM			-0.002 (-0.240)		0.013 (-1.120)	
FAM · SEP					0.002 (1.810)*	
STA				0.003 (0.260)		0.014 (1.150)
STA · SEP						-0.002 (-1.820)*
SIZE	0.047 (9.700)***	0.047 (9.700)***	0.046 (9.700)***	0.046 (9.680)***	0.046 (9.670)***	0.046 (9.680)***
GROW	-0.005 (-0.350)	-0.005 (-0.350)	-0.004 (-0.330)	-0.004 (-0.330)	-0.005 (-0.350)	-0.004 (-0.330)
AM	0.178 (7.310)***	0.178 (7.310)***	0.179 (7.330)***	0.179 (7.330)***	0.177 (7.270)***	0.179 (7.330)***
NDTS	-0.080 (-2.470)**	-0.080 (-2.470)**	-0.082 (-2.540)**	-0.082 (-2.540)**	-0.078 (-2.410)**	-0.082 (-2.540)**
PROF	0.003 (0.110)	0.003 (0.110)	0.002 (0.100)	0.002 (0.100)	0.003 (0.120)	0.002 (0.100)
FCF	-0.122 (-3.540)***	-0.122 (-3.540)***	-0.122 (-3.560)***	-0.122 (-3.550)***	-0.121 (-3.520)***	-0.122 (-3.550)***
YD	控制	控制	控制	控制	控制	控制
ID	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.325	0.325	0.325	0.325	0.326	0.326
Wald χ^2	555.630 (0.000)	555.630 (0.000)	555.570 (0.000)	555.590 (0.000)	559.710 (0.000)	559.780 (0.000)

注:变量估计系数下面括号中数据为t统计量;***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,*为在10%水平上显著;方程系数Wald χ^2 下面括号中数据为Z值。

由表6模型(2)、模型(3)和模型(4)可知,终极控制股东的两权偏离度与债务期限在10%水平上显著负相关,验证了 H_2 。回归结果表明,终极控制股东现金流权和控制权的偏离程度越大,上市公司的债务期限越短。终极控制股东的两权偏离度越大,其掠夺的可能性会越大,终极控制股东与债权人的冲突也会越大,由此会导致更高的债务融资成本。而短期债务可以降低终极控制股东支配现金流的自由度,有助于控制其机会主义行为,因而债权人为了降低债务合约的代理成本,会利用更多的短期债务约束控制股东。尽管更多的短期债务可能会增大公司的财务困境和破产风险,从而使终极控制股东丧失对公司的控制地位,但这些潜在威胁对两权偏离度大的终极控制股东来说并没有那么重要。相当少的现金流权意味着,即使公司不能正常运转或者破产,终极控制股东也仅会损失较少的现金流,而大的控制权却能使终极控制股东在项目投资成功时获得大量的超额现金储备供其任意支配。财务困境给终极控制股东带来的损失和项目投资成功时为其带来的丰厚收益相比实在不成比例,因此会鼓励终极控制股东采取各种冒险行为而不考虑财务困境。两权偏离度大时,如果出现投资机会,即使只能获得短期债务,终极控制股东也愿意冒险。

由表6模型(3)可知,家族控制与债务期限负相关,但关系并不显著。这与 H_3 不一致,这可能是由于两方面的综合作用。一方面,家族控制的公司存在债务融资约束,很难获得长期银行借款的机会;另一方面,家族控制的公司更关注公司的生存,并努力希望将其延续到下一代^[30],会更加注重财务困境问题,大量短期债务增大了财务困境的风险,所以家族式终极控制股东会在一定程度上减少短期债务的使用。家族控制对债务期限水平的影响存在债务融资约束效应和财务困境效应的权衡。实证结果表明,前一种效应略为明显。

由表6模型(4)可知,政府控制与债务期限正相关,但关系也不显著。这与 H_4 不一致,这可能是由于两方面的权衡结果。一方面,政府作为终极控制股东的监督约束作用没有得到充分发挥,进而造成管理者的内部控制和道德风险,导致公司治理水平低下,因此政府控制的公司应具有更多的短期债务;另一方面,终极控制股东为政府时,由于政府的绝对或相对控股地位,使政府干预公司经营或银行借贷的现象普遍存在,且政府与公司之间的关系越密切,政府干预越多,公司越有可能获得更多的长期债务。政府控制对债务期限的影响存在公司治理效应和政府干预效应的权衡。实证结果显示,后一种效应略为明显。

由表6模型(5)可知,家族控制和两权偏离度的交互项与债务期限在10%水平上正相关,验证了 H_5 。家族式终极控制股东对两权偏离与债务期限之间关系有正的调节效应,即家族式控制股东弱化了两权偏离带来的掠夺效应。其可能的原因有两个,

①大量短期债务增加了财务困境的风险,这会危及家族式终极控制股东的核心利益,家族式终极控制股东在两权偏离度大的时候,对财务困境担心的壕沟效应会促使其提高长期负债比率,延长债务期限;②随着中国法律体系和金融体系的不断完善,金融市场对相关掠夺行为的监管更加严格,家族式终极控制股东的掠夺行为一旦曝光,就很可能受到相关法律法规的制裁,其努力将公司延续到下一代的希望也可能落空。因此,家族式终极控制股东的存在减少了两权偏离带来的掠夺成本,在一定程度上缓解了与债权人的代理冲突。

由表6模型(6)可知,政府控制和两权偏离度的交互项与债务期限在10%水平上负相关,验证了 H_6 。政府式终极控制股东对两权偏离与债务期限之间关系有负的调节效应,即政府式控制股东加剧了两权偏离带来的掠夺效应。其可能的原因有4个,①政府终极控制的公司,公司治理更差,终极控制股东和管理者共谋侵害债权人利益的动机越强,债权人希望利用更多的短期债务限制其机会主义行为,以降低代理冲突;②政府控制的上市公司很少会担心财务困境或破产风险,即短期债务的约束效应对其不起作用,即使只有短期债务可供使用,公司也乐于接受;③政府式终极控制股东可以借助政府干预的手段掠夺债权人的利益,如公司通过政府干预获得的长期债务,其中有一部分成为死账、坏账,很大程度上损害了债权人的利益;④由于政府控制权主体的虚置,在政府终极控制的公司发生掠夺行为时,相关法律法规的制裁很难追究到终极控制股东。因此,政府式终极控制股东的存在加强了两权偏离带来的掠夺效应,从而加剧了与债权人的代理冲突。

6 结论

本研究考察终极所有权结构对上市公司债务期限结构的影响。研究表明,终极控制股东的现金流权越小,两权偏离度越大,其与债权人的代理冲突也越大,公司会使用更多的短期债务,对财务困境担心的壕沟效应和外部治理环境的改善使家族式终极控制股东弱化了两权偏离带来的掠夺效应,差的公司治理效应、政府干预的存在和政府控制权主体的虚置使政府式终极控制股东加强了两权偏离带来的掠夺效应。

本研究结论具有一定的现实意义。对于政府控制的上市公司,其终极控制股东具有较大的两权偏离度时,公司治理水平也较差,债权人可多为其提供在处理公司治理上具有比较优势的短期债务。对于家族控制的上市公司,终极控制股东的两权偏离度很大时,终极控制股东担心控制权转移而不会进行大规模的股权融资,公司在进行债务融资时不敢使用大量的短期债务,由于中国目前的信用担保体系不健全和评价体系缺失,公司一旦陷入财务困境将很难再进行债务融资。面对这种困境,公司会使用各种手段甚至包括行贿等不合法的手段去获得长期

银行借款。因此,中国需要加强公司债券市场的建设,扩大公司债券的发行规模,增加公司债券的品种,建立科学合理的评价体系,让更多存在财务困境效应的公司可以获得发行长期债券的机会。

参考文献:

- [1] Berle A A, Means G C. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York : Mac Millan, 1932 : 1-183.
- [2] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R. Corporate Ownership around the World [J]. Journal of Finance, 1999, 54(2) : 471-517.
- [3] Claessens S, Djankov S, Fan J P H, Lang L H P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholding [J]. Journal of Finance, 2002, 57(6) : 2741-2771.
- [4] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2) : 3-27.
- [5] Barclay M J, Smith Jr. The Maturity Structure of Corporate Debt [J]. Journal of Finance, 1995, 50(2) : 609-631.
- [6] Billett M T, King T H D, Mauer D C. Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants [J]. The Journal of Finance, 2007, 62(2) : 697-730.
- [7] Berger A N, Espinose-vega M A, Frame S W, Miller N H. Debt Maturity, Risk, and Asymmetric Information [J]. The Journal of Finance, 2005, 60(6) : 2895-2923.
- [8] Cai K L, Fairchild R, Guney Y. Debt Maturity Structure of Chinese Companies [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2008, 16(3) : 268-297.
- [9] Hart O, Moore J. Debt and Seniority: An Analysis of Hard Claims in Constraining Management [J]. The American Economic Review, 1995, 85(3) : 567-585.
- [10] Stulz R M. Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective [R]. SSRN Working Paper, 2000.
- [11] 肖作平. 公司治理影响债务期限结构类型吗? ——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 管理工程学报, 2010, 24(1) : 110-123.
Xiao Z Q. Does Corporate Governance Affect the Type of Debt Maturity Structure? Empirical Evidence from Chinese Listed Companies [J]. Journal of Industrial Engineering and Engineering Management, 2010, 24(1) : 110-123. (in Chinese)
- [12] Stulz R M. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1) : 25-54.
- [13] Inderst R, Muller H M. Ownership Concentration, Monitoring, and the Agency Cost of Debt [R]. University of Mannheim, 1999.
- [14] 肖作平, 廖理. 大股东、债权人保护和公司债务期限结构选择——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2007, 23(10) : 99-113.
Xiao Z P, Liao L. Large Shareholders, Debtor Protection and Debt Maturity Structure Choice: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies [J]. Management World, 2007, 23(10) : 99-113. (in Chinese)
- [15] 肖作平, 廖理. 公司治理影响债务期限水平吗? ——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2008, 24(11) : 143-156.
Xiao Z P, Liao L. Does Corporate Governance Affect Debt Maturity Level? Empirical Evidence from Chinese Listed Companies [J]. Management World, 2008, 24(11) : 143-156. (in Chinese)
- [16] Denis D K, McConnell J J. International Corporate Governance [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(1) : 1-36.
- [17] Chong B S. The Financing Structures of Firms with Poor Corporate Governance [R]. SSRN Working Paper, 2006.
- [18] Lins K V. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(1) : 159-184.
- [19] 刘芍佳, 孙需, 刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效 [J]. 经济研究, 2003, 49(4) : 51-62.
Liu S J, Sun P, Liu N Q. The Ultimate Ownership and Its Shareholding Structures: Does It Matter for Corporate Performance? [J]. Economic Research, 2003, 49(4) : 51-62. (in Chinese)
- [20] Du J, Dai Y. Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: Evidence from East Asian Economies [J]. Corporate Governance: An International Review, 2005, 13(1) : 60-71.
- [21] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R. Investor Protection and Corporation Valuation [J]. The Journal of Finance, 2002, 57(3) : 1147-1170.
- [22] Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2) : 81-112.
- [23] Boubakri N, Ghouma H. Control/Ownership Structure, Creditor Rights Protection and the Debt Financing Costs and Ratings: International Evidence [J]. Journal of Banking & Finance, 2010, 34(10) : 2481-2499.
- [24] Faccio M, Larry L H P, Young L. Dividends and Expropriation [J]. American Economic Review, 2001, 91(1) : 54-78.

- [25] 李增泉, 辛显刚, 于旭辉. 金融发展、债务融资约束与金字塔结构 [J]. 管理世界, 2008, 24(1):123-135.
Li Z Q, Xin X G, Yu X H. Financial Development, Debt Financing Constraints and Pyramid Structures [J]. Management World, 2008, 24(1):123-135. (in Chinese)
- [26] Fan J P H, Titman S, Twite G J. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices [R]. AFA 2005 Philadelphia Meetings, 2008.
- [27] 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 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, 51(5):52-63.
Sun Z, Liu F W, Li Z Q. Market Development, Government Influence and Corporate Debt Maturity Structure: Empirical Evidences from Chinese Listed Companies [J]. Economic Research Journal, 2005, 51(5):52-63. (in Chinese)
- [28] Li K, Yue H, Zhao L. Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from China [J]. Journal of Comparative Economics, 2009, 37(3):263-308.
- [29] Brav O. Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm [J]. The Journal of Finance, 2009, 64(1):263-308.
- [30] Anderson R C, Mansi A S, Reeb D M. Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(1):263-285.
- [31] Antoniou A, Guney Y, Paudyal K. The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK [J]. European Financial Management, 2006, 12(2):161-194.
- [32] Ju N, Ou-Yang H. Capital Structure, Debt Maturity, and Stochastic Interest Rates [J]. Journal of Business, 2006, 79(5):2469-2502.

Ultimate Ownership Structure and Debt Maturity Structure Choice

TU Rui, XIAO Zuo-ping

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

Abstract: How ultimate ownership structure influences debt maturity of listed companies is an important problem of corporate governance research. Based on a balanced panel data sample of 824 non-financial listed companies that only issue A shares, this study examines empirically how ultimate ownership structure influences debt maturity level by adopting random effect model. On the whole, the empirical results support the view below. The bigger cash flow rights of ultimate controlling shareholder, the larger the cost that it expropriates the debtor, the listed company will use more long-term debt. And the bigger the separation of cash flow rights and control rights of ultimate controlling shareholder, the larger the cost of debt financing, thus the listed company will use more short-term debt. In addition, ultimate controlling shareholder who is family weakens the expropriation effect which the separation of cash flow rights and control rights brings about, while ultimate controlling shareholder who is government exacerbates the effect.

Keywords: cash flow rights; separation of cash flow rights and control rights; family control; state control; debt maturity

Received Date: April 20th, 2010 **Accepted Date:** September 3rd, 2010

Funded Project: Supported by the New Century Excellent Researcher Award Program from Ministry of Education of China (NCET-10-0666), the Research Subject of Human Social Science from Ministry of Education of China (09XJC630013) and the Specialized Research Fund for the Doctoral Program of Higher Education of China (200806131003)

Biography: TU Rui, a Hubei Xiangyang native (1981 -), is a Ph. D. candidate in the School of Economics and Management at Southwest Jiaotong University. His research interests include corporate governance, etc. E-mail: tory2009@163.com □