

· 财务与会计 ·

控股股东侵占疑虑会造成融资约束吗?

方红星¹, 李作奎²

(1. 东北财经大学 会计学院/中国内部控制研究中心, 辽宁 大连 116025;

2. 东北财经大学 创新创业学院, 辽宁 大连 116025)

摘要: 本文从不完全契约理论与控股股东剩余控制权关系出发, 在第二类代理问题中衍生出“投资方—融资方”这一新的代理问题。利用中国上市公司2012—2022年面板数据, 在新的代理问题框架下, 实证研究控股股东侵占疑虑是否会造成融资约束。研究发现: 无论从质的维度还是从量的维度, 中国上市公司显著存在控股股东侵占疑虑造成的融资约束问题。投资方对控股股东侵占疑虑越重, 融资约束程度越高, 这也说明了以控股股东为主导的融资方由于剩余索取权的利益侵占倾向, 加重了投资方的反向抑制。该结论在稳健性检验后依然成立。在此基础上, 本文从提高公司治理机制的角度, 为缓解控股股东侵占疑虑造成的融资约束问题提供了方向性建议。本文的研究扩展了原有两类代理问题的研究视域, 这不仅丰富和补充了控股股东利益侵占与融资约束关系的相关理论研究, 也为控股股东利用有效公司治理机制, 提高公司融资效率提供了方向性选择。

关键词: 控股股东侵占疑虑; 融资约束; 所有权结构

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-176X(2023)11-0057-14

一、引言

Myers 和 Majluf^[1] 认为, 控制权与经营权的分离自然会产生信息不对称现象。随着现代公司控股股东的出现, 其中因信息不对称导致的代理问题, 不仅表现在传统的管理层与股东之间的利益冲突, 还表现在控股股东与中小股东之间的利益冲突^[2]。在公司治理领域, 国内外学者对利益侵占问题研究较多, 主要集中在两类代理问题上: 第一类是在股权分散情境下, 委托代理问题导致管理层对股东的利益侵占^[3]; 第二类是在股权集中情境下, 控股股东对中小股东的利益侵占^[4]。这两类代理问题把“管理层和股东”与“控股股东和中小股东”分别看作一个系统, 研究在不同股权模式下, 系统内相关主体的责权关系, 其目标是追求公司代理成本最小化。随着学术界研究的深入和实业界的不断努力, 经理股票期权和持股计划等激励手段弥合了管理层与股东间效用函数的鸿沟, 公司代理成本逐渐降低, 第一类代理问题已经逐渐缓解。目前, 研究主要围绕第二类代理问题, 加之中国资本市场仍处于转轨阶段, 公司股权结构高度集中与“一股独大”

收稿日期: 2023-08-03

作者简介: 方红星(1972-), 男, 湖北黄冈人, 教授, 博士, 博士生导师, 主要从事资本市场会计、财务管理和内部控制研究。E-mail: hxfang@dufe.edu.cn

李作奎(1978-), 男, 辽宁朝阳人, 博士研究生, 主要从事战略决策和公司治理研究。E-mail: lizuokui@dufe.edu.cn

现象依旧普遍存在。尽管股权集中在一定程度上可以缓解第一类代理问题,但由于控股股东与资金供给方之间存在信息不对称,“一股独大”的公司管理层往往由控股股东任命,这给控股股东提供了掠夺中小股东利益的内部和外部条件。由于隐蔽性高、危害性和传染性大,第二类代理问题引起了中国证券监督管理委员会(下文简称“证监会”)的高度关注与重视。2022年11月,证监会印发《推动提高上市公司质量三年行动方案(2022—2025)》,特别提出要持续提高上市公司信息披露质量,严惩财务造假、大股东违规占用等行为。

目前,学术界关于第二类代理问题的研究多集中在理性静态的应然性方面,如Shleifer和Vishny^[2]的利益侵占机理研究、Aghion和Tirole^[5]的利益侵占规制研究均是在“股东至上主义”的框架下进行的,其认为公司经营决策应紧紧围绕股东价值最大化进行。这与20世纪末这一问题的发生情境相关,近年来的研究仍沿袭此思路。然而,随着“利益相关者”理论的提出,学术界发现,“股东至上主义”的某些理念存在缺陷。基于实然性分析,公司经营决策不仅要考虑股东的利益,还要考虑债权人、供应商、销售商及政府与社区等相关者的利益。从资金供给角度来说,除了中小股东外,还有以银行为代表的债权人,他们是与公司利益相关且不可忽视的投资主体。控股股东利益侵占的机会主义行为既损害了中小股东的利益,也损害了债权人的利益。不仅如此,从时间与融资流转方式两个维度来看,有四类投资主体与以控股股东为代表的融资方进行动态博弈:第一类是现有直接融资,控股股东利益侵占现有中小股东,中小股东完全可以选择“用脚投票”,并退出投资;第二类是潜在直接融资,受具有利益侵占“特质”的控股股东的限制,公司未来很难再借助配股、增发和发行可转换公司债券等手段招募潜在的战略投资者;第三类是现有间接融资,主要以已贷银行为代表;第四类是潜在间接融资,主要以放贷意向银行为代表。无论是已贷银行还是放贷意向银行,虽然目标是追求固定收益,获得契约规定的本息,但是其均无法忍受固定收益对等的额外风险。银行为了防止因具有利益侵占天然优势的控股股东所带来的额外风险,便可能采用减少债务发放、缩短债务期限和提高贷款利率等手段进行反向抑制。依据《商业银行金融资产风险分类办法》规定:金融资产按照风险程度划分为正常、关注、次级、可疑和损失五类。若公司虽然有能力偿还贷款本息,但存在一些可能对偿还产生不利影响的因素,该类公司则被列为关注级。La Porta等^[3]针对墨西哥银行关联贷款的实际受益情况研究发现,存在控股股东利益侵占行为的公司关联贷款的违约率要高于正常贷款。黄志忠^[6]认为,大股东在对公司实施了利益侵占以后,由于资金链紧张,业务形势明显下滑的现象便随之发生,经营效益也将显著受损,从而产生一系列恶性循环,造成严重的财务问题。这种状况不仅仅使第三类投资主体与融资方的银企关系恶化,且银行间的信息共享亦会影响公司的再间接融资,第四类投资主体势必采取反向抑制。第三类和第四类投资主体关系也会影响第一类和第二类投资主体关系。罗党论和唐清泉^[7]指出,控股股东利益侵占将降低公司信用评级,进而使公司再融资能力下降。除了学术界的研究外,实业界也暴露出很多类似问题,如2017年江苏保千里视像科技集团股份有限公司原董事长兼控股股东掏空公司、侵占中小股东利益的行为被曝光,该公司股票随之连续跌停30次,并于2020年退市,贷款机构的利益也因此受损;2019年5月,受控股股东围海控股违规占用上市公司资金和违规担保事件拖累,上市公司被深交所出具其他风险警示,该事件引发连锁反应,导致上市公司陷入严重的资金流动性危机。本文将四类投资主体与控股股东动态博弈所引发的问题称为“投资方—融资方”代理问题。

相比于以往文献,本文拓展了两方面内容:一是明确了“投资方—融资方”代理问题的确存在,即控股股东侵占疑虑会造成融资约束。二是为了缓解控股股东侵占疑虑造成的融资约束问题,从信息透明度、违规监管度和股权制衡度探讨“投资方—融资方”代理问题的治理效果。本文扩展了原有两类代理问题的研究视域,在一定程度上丰富和补充了控股股东侵占疑虑与融资约束关系的相关理论研究,也为控股股东有效利用公司治理机制,提高公司融资效率提供了依据。

二、理论分析与研究假设

(一) 理论分析与基准回归假设提出

1. 不完全契约理论与控股股东剩余控制权

Grossman和Hart^[8]提出的不完全契约理论是现代制度经济学的理论基石之一。现代经济社会离不开契约,契约理论主要研究在特定交易环境下契约缔结各方的经济行为与结果。不完全契约理论认为:(1)由于世界总是充满了不确定性,因而人们总是不可能预料到未来的所有情况;(2)即使预料到未来的所有情况,契约缔结各方也难以用共同的语言将这些写入契约;(3)即使契约缔结各方可以达成一致,也很难将契约的内容交与他人裁决契约纠纷。这三个方面决定了契约存在不完备性这一天然缺陷。最初用于解释公司纵向一体化的理论在提出之后就被迅速推广。Aghion和Tirole^[5]将不完全契约理论引入分析组织行为中,认为公司因无法预测未来可能出现的所有市场情境,存在大量不能明确表述但是基于行动或情境而形成的隐性契约。隐性契约是未被或不能被契约具体阐明的条款,这些契约里没有完全明确的权利,却内含着剩余控制权,任何拥有“剩余控制权”的一方都可以自行裁决,剩余控制权构成了产权的实质。

在世界经济不确定的背景下,公司所处的政治、经济、社会 and 科技等宏观环境充满变数;公司与行业内原材料和产成品库存所面临的基钦周期、固定资产投资的朱格拉周期和更大视野下的康波周期并非如学术界所说,能用经验规律和逻辑推演轻松找到“位置感”。不仅如此,契约缔结信息优势方通过挖掘“隧道”转移资金,信息劣势方可能从始至终都未察觉“隧道”的存在,制止挖掘“隧道”的监督手段无法产生作用,很难将这种侵占行为交给法律途径裁决契约纠纷,从而保护相关方应有的权益。这些都决定了“投资方—融资方”这一代理问题表现出更为明显的契约不完备。Bebchuk等^[9]通过理论模型证实,当控股股东拥有的控制权高于所有权时,会诱使其进行利益侵占,通过剩余控制权攫取私有超额收益。这种现象在股权结构相对集中的中国表现得更为突出,即剩余控制权私利所获得的收益远大于所有权带来的收益。

2. 控股股东剩余控制权对直接投资方的利益侵占

无论是现有的还是潜在的直接投资主体,相对于控股股东这个内部人来说,他们都是外部投资者。公司内部人由于掌握公司内部信息,因而比外部人更了解公司收益和投资的真实情况,外部人只能根据内部人所传递的信号来重新评估他们的投资决策^[1]。因存在内部人逆向选择的机会主义行为,控股股东有可能采取某些特定方式,如利用关联交易、直接转移资金、影响上市公司决策、定期报告财务数据披露不准确等手段转移公司资源,这可能导致外部投资者资产风险增加。Durnev和Kim^[10]认为,关联交易是控股股东利益侵占的一种有效方式,会损害现有和潜在股东的利益。郑国坚等^[11]通过对控股股东的掏空行为及经济后果进行研究发现,中国资本市场中存在控股股东恶意挪用或占用上市公司资金的行为,对上市公司和资本市场的健康发展造成严重威胁,也令中小股东蒙受损失。

控制权理论是对委托代理理论的扩展和深化。直接投资方委托控股股东代理经营公司,很难对控股股东进行有效监督,加之信息不对称和契约不完备导致的监督成本较高,致使直接投资方在面对重大决策时采取“跟随策略”。即使该重大决策有可能存在控股股东剩余控制权私利,直接投资者也会采取“跟随策略”或采取“用脚投票”的方式退出。总之,控股股东侵占疑虑会降低直接投资方的投资热情。

3. 控股股东剩余控制权对间接投资方的利益侵占

Leland和Pyle^[12]最早把信息不对称理论引入资本结构的研究,用于解释公司融资活动中的信息不对称现象。他们认为,金融市场上的买卖双方存在着典型的信息差异,借方比贷方更清楚地了解抵押品的可靠性。在日常经营过程中,公司利用抵押活动进行合理间接融资,这有利于公

司发展。然而,有些公司在控股股东主导下,为达到剩余控制权侵占现金流权的目的,利用信息优势在抵押品高估时故意夸大抵押品的价值进行抵押融资。这种行为造成了公司的高负债率,偏离了最优资本结构,进而提高了破产风险。公司一旦破产,间接投资方会面临债权受偿比例降低,或者无法收回贷款等风险。中国是一个资本相对缺乏的国家,而且间接融资仍是中国上市公司主要的融资方式,这导致上市公司在进行间接融资时,经常有粉饰报表和虚假宣传等逆向选择问题存在。这说明公司为了获得更多的融资,存在一定程度的机会主义行为^[13]。

与此同时,间接投资方核查公司信息的成本高昂或者无法落实。沈红波等^[14]研究发现,中国上市公司大部分抵押和担保贷款的比例超出正常范围。陆正华和钟婉怡^[15]认为,上市公司在过度抵押和担保过程中,有很强的将自身利益转移给控股股东的倾向。例如,控股股东利用庞式分红的方法转移资金,以获得剩余控制权私利。

从不完全契约的角度来看,公司的经营决策大多反映控股股东的意志。在信息不对称的情况下,间接投资方处于信息劣势地位。在可预知的控股股东剩余控制权利益侵占的条件下,间接投资方的资金供给行为,不仅会受制于“阐明的规则”或“明示知识”,包括贷款公司的财务状况、信息质量和风险承担水平等,也可能受到“未阐明的规则”或“默示知识”的影响^[16]。这导致以控股股东作为代理人和以间接投资者为代表的委托人之间的代理问题更加突出。从理性投资的角度来看,在与公司达成交易时,因控股股东利益侵占疑虑存在,间接投资方会提高警惕,并有可能采取反向抑制行为,如减少债务发放、缩短债务期限、设置贷款附加条款和提高利率等手段。这些都会给公司带来不同程度的融资约束。

综上所述,控股股东剩余控制权私利会影响直接投资方和间接投资方事前的投入,上市公司可能会因其投资和增资疑虑而产生融资约束问题。基于此,笔者提出如下假设:

假设 1: 控股股东侵占疑虑会造成融资约束,投资方对控股股东侵占疑虑越重,融资约束程度越高。

(二) 理论分析与机制回归假设提出

控股股东侵占疑虑造成融资约束会影响上市公司的持续健康发展,因此,有必要厘清控股股东侵占疑虑造成融资约束的因果关系。根据“投资方—融资方”代理问题形成的机理,结合现有理论研究和中国上市公司的实际运行情况,着眼于公司治理机制相关主体动态博弈的实然性角度,本文从信息透明度、违规监管度和股权制衡度三方面探讨“投资方—融资方”代理问题的治理机制。

1. 信息透明度

信息不对称及其引发的代理问题会降低资源的配置效率,提高运营成本,引致“柠檬市场”问题。在信息披露方面,当公司有可选择空间时,其内部人会根据自身需求进行有选择的信息披露。公司内部人出于自身利益最大化需求,可能会选择不同的信息透明度水平^[17]。“投资方—融资方”这一代理问题也会导致“柠檬市场”问题。Paul和Krishna^[18]系统性地总结了自愿信息披露的动因和经济后果,他们认为,降低融资成本是自愿信息披露的重要目标。如果信息不对称无法解决,对于现有股东而言,公开增发和新增借款代价高昂^[1]。

会计信息不透明会加深投资方对融资方故意隐瞒或扭曲会计信息的疑虑,这会加重“投资方—融资方”代理问题,提高代理成本。当发现融资方有“未阐明”信息时,投资方会加重对公司融资动机、目的以及利益侵占行为的猜忌。为了避免“柠檬市场”问题,学术界和实业界提出了许多应对方法,而增加信息披露的数量、扩大信息披露的范围是其中重要而有效的措施。提高信息透明度可能会缓解“投资方—融资方”的目标摩擦,增加互信度,减少投资方对融资方利益侵占的疑虑。基于此,笔者提出如下假设:

假设2a:信息透明度提高缓解了控股股东侵占疑虑的融资约束效应。

2. 违规监管度

作为典型的新兴市场国家,中国上市公司的股权相对集中,加之法律法规尚未完善,造成公司的直接投资方与间接投资方都很难约束和监督控股股东。投资者保护相关法律法规越不完善,控股股东利益侵占的动机就越强,违规事件发生的频率就越高。胡滨^[19]从不完全契约下剩余权利配置的视角出发,对金融监管的理论机制进行了阐释,认为金融监管隐性契约无法覆盖所有的市场情境,因而必然会存在相应的剩余权利空间。有限的规则不可能覆盖所有因素及其组合,那些未被既有监管规则覆盖的市场情境,包括由于监管能力等原因未被纳入监管的已知情形和超出人们目前知识范围的未知状况,则构成了不完全契约理论中的剩余权利空间。例如,在关联担保的情境中,中小股东的持股比例较低,银行等金融机构主动性较弱,两者均难以制约和限制控股股东利益侵占行为。且法律法规中没有明确规定控股股东损害中小股东利益是否需要赔偿,也没有明确界定何种利益侵占造成银行等间接投资方利益损失。在违规监管下,投资方和融资方都清楚违规行为对自身所涉及的利害程度,而融资方违规的“风险—收益”不对称情境会导致投资方的投资热情和积极性受损。基于此,笔者提出如下假设:

假设2b:违规监管度不够加剧了控股股东侵占疑虑的融资约束效应。

3. 股权制衡度

控股股东剩余控制权私利往往隐蔽且多样化。股权制衡在遏制控股股东利益侵占行为中发挥着关键作用。其衡量的是非控制性股东对控股股东的利益侵占行为的制约程度,这反映了非控制性股东主动参与公司治理和对控股股东控制权私利的抑制效果。若大股东有控制权私利倾向时,持股比例较高的中小股东为了避免其自身利益受损,会联合起来对控股股东的侵占行为进行抵制,进而发挥非控制性股东在公司治理中的有益作用。当其他股东合力持股比例较高时,就会削弱控股股东对公司的控制能力,制约其侵占共享利益的行为。徐向艺和张立达^[20]研究发现,多数上市公司后九大股东股权集中度在抑制控股股东剩余控制权私利行为方面发挥了积极的制衡作用。股权制衡度上升有助于降低信息不对称程度和改善公司治理状况,其他股东对控股股东的制衡能力越大,公司价值越高^[21]。而且,Jeffrey等^[22]认为,多个大股东的存在有助于降低关联交易发生的概率,大股东之间制衡能力越强,关联交易发生的概率和金额就越小。有效的股权制衡不仅可以增强直接投资方的投资信心,间接投资方也会根据信号传递判别这种积极信号,从而增加间接投资的积极性。基于此,笔者提出如下假设:

假设2c:股权制衡度上升降低了控股股东侵占疑虑的融资约束效应。

三、研究设计

(一) 数据选取

每个公司都有自身的行为选择,例如管理层对公司投融资行为采取一贯的保守或激进策略、董事会和管理层对金融衍生工具在公司经营决策中的作用采取不同态度,这些行为均可能对公司投融资决策产生影响,但却因无法观测而难以衡量。因此,本文利用面板数据,控制样本公司个体的异质性,以减少回归结果参数的偏误。本文以中国2012—2022年上市公司为样本,数据来源于CSMAR和Wind数据库。为保证数据的精准度,本文根据以下规则进行了严格剔除:(1)鉴于金融类公司资本结构的特殊性,剔除金融类上市公司;(2)为了保证财务数据的准确性和一致性,剔除IPO当年数据;(3)剔除被ST、*ST及PT的公司;(4)剔除行业发生变更,有重大资产重组和数据缺失公司;(5)因使用面板数据分析,剔除相同经营实体连续经营未满5年的上市公司。经剔除后得到来自37个行业1375家公司9880个观测值的面板数据。

(二) 变量定义

1. 被解释变量: 融资约束

为规避单一指标的片面性, Lamont 和 Polk^[23] 在 Kaplan 和 Zingales^[24] 基础上, 发展了 KZ 指数来衡量融资约束。本文以 KZ 指数来衡量融资约束 (KZ), 该指数越大, 意味着融资约束程度越高。具体计算过程如下:

根据经营现金流 (CF)、公司价值 (Q) = (流通股股数×股价+未流通股股数×每股净资产+负债总额)/资产总额、资本结构 (CS)、应付股利 (DIV) 和现金持有 (CH) 五个财务指标计算 KZ 指数。经营现金流、应付股利、现金持有都用固定资产净额 (PPE) 进行了去规模化处理。借鉴 Lamont 和 Polk^[23] 的方法, 按照百分位相对排序法分别进行排列, 其中, 公司价值和资本结构按照升序排列; 经营现金流、应付股利和现金持有按照降序排列。在规模化处理和相对排列后, 根据五个指标算数平均计算出公司融资约束程度的顺序, 由低到高按照四分位进行预分组将样本公司分成四类, 然后按照分组采用 Logistic 回归方法测度融资约束程度与公司财务指标之间的关系。本文设定融资约束公式如下:

$$KZ = -4.612 - 2.154 \times (CF/PPE) + 1.353 \times Q + 10.031 \times CS - 55.281 \times (DIV/PPE) - 1.717 \times (CH/PPE) \quad (1)$$

测算结果显示, 各项指标的回归系数均显著, 表明所选指标对融资约束程度有显著影响。同时, 根据回归模型对融资约束进行预测, 将各组预测结果与预分组结果进行比较, 结果显示, 准确率均超过 83%, 表明模型总体回归效果较好, 可以较准确地衡量融资约束程度。

2. 解释变量: 控股股东侵占疑虑

控股股东侵占疑虑主要源于所有权与控制权的分离。本文借鉴 Chen 等^[25] 的方法, 使用两权是否分离 (SD) 和两权分离度 (SW) 衡量控股股东侵占疑虑。选择这两个指标的原因在于, 控股股东侵占疑虑可以通过两个维度进行衡量, 一个是质的维度, 即是否存在两权分离, 控股股东控制权与所有权不相等取 1, 否则取 0; 另一个是量的维度, 即在两权分离的前提下, 分离度的大小用控股股东控制权与所有权差值表示。

3. 机制变量

信息透明度 (TRAN)。本文借鉴曾颖和陆正飞^[26] 的方法, 将盈余激进度作为信息透明度的替代变量。盈余激进度越高, 说明信息透明度越低; 反之亦然。

违规监管度 (RIFR)。公司三年内发生违规取 1, 否则取 0。

股权制衡度 (EB)。用第二大和第三大股东持股/第一大股东持股衡量。该比例越大, 说明股权制衡度越高; 反之亦然。

4. 控制变量

公司规模 (ASS)。资产的自然对数衡量。

公司性质 (NATU)。国有公司取 1, 否则取 0。

机构投资者 (INST)。有机构投资者取 1, 否则取 0。

经营风险 (RIOP)。使用公司连续两年每股收益的季度数据计算该公司每股收益的标准差, 该值越大, 说明经营风险越高。

公司成长性 (GROW)。(销售收入-上年销售收入)/上年销售收入。

财务松弛 (FS)。根据 Cleary^[27] 的做法, 财务松弛=货币资金+(短期投资-短期投资跌价准备)+(存货-存货跌价准备)×0.5+(应收账款-坏账准备)×0.7-短期借款-应付账款。该数值越大, 说明财务松弛程度越高。

此外, 本文还控制了行业 (IND) 和年份 (YEAR) 固定效应。

(三) 模型构建

为进一步考察控股股东侵占疑虑对融资约束的影响, 本文通过多元回归方法验证二者之间的

关系, 构建基准回归模型如下:

$$KZ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SD_{it} + \alpha_2 ASS_{it} + \alpha_3 NATU_{it} + \alpha_4 INST_{it} + \alpha_5 RIOP_{it} + \alpha_6 GROW_{it} + \alpha_7 FS_{it} + \alpha_8 IND_i + \alpha_9 YEAR_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$KZ_{it} = \beta_0 + \beta_1 SW_{it} + \beta_2 ASS_{it} + \beta_3 NATU_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 RIOP_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 FS_{it} + \beta_8 IND_i + \beta_9 YEAR_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, KZ_{it} 为被解释变量, 表示*i*公司*t*年度的融资约束; SD_{it} 为解释变量, 表示*i*公司*t*年度的两权是否分离, 从质的维度衡量控股股东侵占疑虑; SW_{it} 表示*i*公司*t*年度的两权分离度, 从量的维度衡量控股股东侵占疑虑。 ASS_{it} 、 $NATU_{it}$ 、 $INST_{it}$ 、 $RIOP_{it}$ 、 $GROW_{it}$ 、 FS_{it} 、 IND_i 和 $YEAR_t$ 为控制变量, 其中, IND_i 代表*i*公司所处行业。

由于第二类代理问题具有隐蔽性高、危害性大和传染性强等特点, 因而在顶层设计中备受关注, 因此, 有必要厘清控股股东侵占疑虑造成融资约束的因果关系和作用机理, 以提高政策建议的科学合理性。本文立足于中国目前所处阶段和上市公司实际情况, 从信息透明度、违规监管度和股权制衡度三方面进行机制分析。机制分析回归模型如下:

$$KZ_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SD_{it} + (\gamma_2 TRAN_{it} + \gamma_3 SD_{it} \times TRAN_{it}) / (\gamma_4 RIFR_{it} + \gamma_5 SD_{it} \times RIFR_{it}) / (\gamma_6 EB_{it} + \gamma_7 SD_{it} \times EB_{it}) + \gamma_8 ASS_{it} + \gamma_9 NATU_{it} + \gamma_{10} INST_{it} + \gamma_{11} RIOP_{it} + \gamma_{12} GROW_{it} + \gamma_{13} FS_{it} + \gamma_{14} IND_i + \gamma_{15} YEAR_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$KZ_{it} = \theta_0 + \theta_1 SW_{it} + (\theta_2 TRAN_{it} + \theta_3 SW_{it} \times TRAN_{it}) / (\theta_4 RIFR_{it} + \theta_5 SW_{it} \times RIFR_{it}) / (\theta_6 EB_{it} + \theta_7 SW_{it} \times EB_{it}) + \theta_8 ASS_{it} + \theta_9 NATU_{it} + \theta_{10} INST_{it} + \theta_{11} RIOP_{it} + \theta_{12} GROW_{it} + \theta_{13} FS_{it} + \theta_{14} IND_i + \theta_{15} YEAR_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

(四) 描述性统计

1. 主要变量的描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表1所示, 融资约束均值为5.322, 最小值为-20.113, 最大值为53.902, 这说明多数公司存在融资约束, 且不同公司的融资约束程度差异较大; 两权是否分离的均值为0.561, 这表明样本中有56.1%的公司存在两权分离, 两权合一的公司占43.9%; 两权分离度均值为7.963, 最小值为0.013, 最大值为42.182, 这说明上市公司通过金字塔结构和交叉持股方式分离所有权与控制权的情况比较普遍, 且两权分离度的离散程度较大。

表1 主要变量的描述性统计 (N=9 880)

类型	名称	符号	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	融资约束	KZ	5.322	7.372	-20.113	53.902
解释变量	两权是否分离	SD	0.561	0.502	0	1
	两权分离度	SW	7.963	8.394	0.013	42.182
机制变量	信息透明度	TRAN	0.072	0.112	-0.263	0.321
	违规监管度	RIFR	0.142	0.341	0	1
	股权制衡度	EB	0.430	0.422	0.001	1.987
控制变量	公司规模	ASS	21.692	1.252	18.771	25.411
	公司性质	NATU	0.352	0.462	0	1
	机构投资者	INST	0.503	0.505	0	1
	经营风险	RIOP	0.092	0.163	0.004	6.565
	公司增长	GROW	0.272	2.181	-0.993	132.054
	财务松弛	FS	0.073	0.273	-4.701	2.812

2. 分类变量描述性统计与组间检验

为进一步考察控股股东侵占疑虑与融资约束间的关系, 本文按照公司两权是否分离为标准进行划分, 比较两权分离公司和两权合一公司主要变量的差异。通过描述性统计和两类公司的组间检验, 可以看出关键变量的基本特征和两类公司变量指标的显著差异, 结果如表2所示。由表2可知, 从融资约束程度来看, 两权分离公司显著大于两权合一公司, 这说明与两权合一相比, 两权分离公司融资约束更为严重。公司规模均值*t*检验结果表明, 两权分离公司规模较小, 可能多

为民营企业或中小微公司。此外, 两权分离公司具有较为明显的违规倾向, 信息透明度较低。

表2 分类变量描述性统计与组间检验

变 量	两权合一公司			两权分离公司			组间检验
	观测值	均值	标准差	观测值	均值	标准差	均值 (t 检验)
KZ	5 393	1. 172	4. 032	4 487	10. 310	4. 112	4. 012***
TRAN	5 393	0. 043	0. 032	4 487	0. 113	0. 062	2. 252***
RIFR	5 393	0. 051	0. 083	4 487	0. 252	0. 295	6. 781***
EB	5 393	0. 392	0. 221	4 487	0. 491	0. 273	3. 463***
ASS	5 393	21. 792	1. 271	4 487	21. 572	1. 202	-9. 051***
NATU	5 393	0. 462	0. 421	4 487	0. 221	0. 393	-3. 948***
INST	5 393	0. 573	0. 393	4 487	0. 422	0. 476	-2. 364***
RIOP	5 393	0. 082	0. 072	4 487	0. 111	0. 084	3. 047***
GROW	5 393	0. 293	2. 292	4 487	0. 252	2. 041	-2. 881***
FS	5 393	0. 291	0. 152	4 487	-0. 191	0. 115	-4. 023***

注: ***表示在1%的水平上显著, 下文同。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归分析与稳健性检验

在“投资方—融资方”代理问题框架下, 为验证控股股东侵占疑虑造成融资约束这一问题, 本文以 KZ_{it} 为被解释变量, 利用式 (2) 和式 (3) 进行多元回归分析。回归分析从质的维度和量的维度验证控股股东侵占疑虑对融资约束的影响, 并对年份和行业变量进行了控制, 以减少年份和行业对公司个体异质性的影响。回归分析结果如表3列 (1) 和列 (2) 所示。由表3可知, SD 和SW 的回归系数分别为0. 292和0. 023, 均在5%的水平上显著, 这说明无论是从质的维度还是从量的维度衡量控股股东侵占疑虑, 两者均与融资约束呈显著的正向关系。本文的假设1得以验证, 即控股股东侵占疑虑会造成融资约束, 投资方对控股股东侵占疑虑越重, 融资约束程度越大。这一结果也印证了 La Porta^[3] 的论断, 即在公司控股股东具有潜在利益侵占行为的预期下, 投资方因面临融资方资产替代导致投资收益难以实现的困境而不愿意进行投资。为了减少KZ 指数计算偏差, 从而影响解释变量与被解释变量间的关系, 本文进行了稳健性检验: 一方面, 在融资约束预分组方法上, 借鉴魏锋和孔煜^[28] 的方法, 按照利息保障倍数将公司进行预分组, 将样本公司由低到高分成四类融资约束公司, 然后按照分组采用 Logistic 回归方法构造出公司融资约束程度 KZ_{it}^* , 作为式 (2) 和式 (3) 的被解释变量进行回归分析; 另一方面, 在计算融资约束方法选择上, 借鉴 Cleary^[27] 的方法, 在预分组基础上, 使用判别分析法构造出融资约束程度, 用 Z_score_{it} 作为被解释变量进行回归分析。稳健性检验结果显示, SD 和SW 的回归结果均显著为正。在融资约束预分组方法和计算融资约束方法选择上, 稳健性检验与基准回归结果一致。

如表3所示, 基准回归结果和稳健性检验结果均显示, ASS 回归系数显著为负, 这说明规模大的公司比规模小的公司融资约束程度低。NATU 回归系数为负, 在基准回归中不显著, 在稳健性检验中显著, 其原因可能是国有公司与公司规模变量相关度高, 而表现为估计系数的不稳定。INST 回归系数在列 (3) 和列 (4) 中显著为负, 在列 (5) 和列 (6) 中不显著, 说明机构投资者在降低公司融资约束方面有一定的积极作用。RIOP 回归系数显著为正, 说明公司业绩波动越大的公司, 融资约束程度越高。GROW 回归系数在基准回归与稳健性检验中方向不明, 可能存在不可知的原因。FS 回归系数显著为负, 说明资金越充裕的公司, 融资约束程度较低。以上研究结果与现有文献的研究结论基本一致。

表3 基准回归结果与稳健性检验结果 (N=9 880)

变 量	基准回归结果		稳健性检验结果			
	KZ _{it}		KZ _{it} [*]		Z _{score_{it}}	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
SD	0.292** (2.082)		0.582** (2.901)		0.254** (2.533)	
SW		0.023** (2.432)		0.041*** (3.291)		0.014** (2.722)
ASS	-0.372*** (-3.262)	-0.381*** (-3.302)	-1.311*** (-16.443)	-1.322*** (-16.492)	-0.881*** (-29.212)	-0.871*** (-28.853)
NATU	-0.252 (-0.941)	-0.232 (-0.873)	-0.330* (-1.691)	-0.262* (-1.781)	-0.161** (-2.083)	-0.282*** (-3.814)
INST	-0.592*** (-4.763)	-0.601*** (-4.812)	-0.272*** (-3.182)	-0.281*** (-3.294)	0.052 (0.043)	0.062 (0.082)
RIOP	2.233*** (7.102)	2.232*** (7.122)	3.463*** (16.002)	3.472*** (16.031)	1.972*** (24.072)	1.981*** (24.214)
GROW	-0.112*** (-5.403)	-0.112*** (-5.352)	-0.061*** (-4.253)	-0.063*** (-4.142)	0.021*** (3.912)	0.022*** (3.732)
FS	-6.172*** (-24.141)	-6.172*** (-24.112)	-6.201*** (-35.102)	-6.191*** (-34.993)	-1.272*** (-18.931)	-1.282*** (-19.122)
行业FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	6.052*** (6.422)	6.301*** (6.521)	29.072*** (16.832)	29.543*** (17.051)	19.554*** (29.913)	19.542*** (29.863)
R ²	0.134	0.132	0.102	0.103	0.112	0.124
F值	61.943***	62.034***	130.492***	130.382***	155.502***	155.561***

注：*和**分别表示在10%和5%的水平上显著，括号内为t值，下文同。

(二) 机制分析

第二类代理问题因广泛存在而得到了公司治理研究者的重点关注。立足于中国目前所处阶段和上市公司实际情况，本文从信息透明度、违规监管度和股权制衡度三方面进行机制检验。机制分析的回归结果，如表4所示。具体地，如表4列(1)和列(2)所示，控股股东侵占疑虑与信息透明度的交互项SD×TRAN和SW×TRAN回归系数分别为1.175和0.614，均在1%的水平上显著，由此，本文的假设2a得以验证，即信息透明度提高缓解了控股股东侵占疑虑的融资约束效应；如表4列(3)和列(4)所示，控股股东侵占疑虑与违规监管度的交互项SD×RIFR回归系数为1.252，在10%的水平上显著，SW×RIFR回归系数为0.584，在1%的水平上显著，由此，本文的假设2b得以验证，即违规监管度不够加剧了控股股东侵占疑虑的融资约束效应；如表4列(5)和列(6)所示，控股股东侵占疑虑与股权制衡度的交互项SD×EB回归系数为-1.128，在10%的水平上显著，SW×EB回归系数为-0.472，在5%的水平上显著，由此，本文的假设2c得以验证，即股权制衡度上升降低了控股股东侵占疑虑的融资约束效应，说明市场比较重视现有直接投资主体的作用，一旦其介入某一上市公司，凭借专业、信息和资金优势，其投资行为向投资方的其他主体传递了正面信号，可以有效降低融资约束程度。信息透明度、违规监管度和股权制衡度三方面的机制分析，为缓解控股股东侵占疑虑造成的融资约束提供了方向性建议，也为有效解决“投资方—融资方”代理问题提供思路。

表4 机制分析回归结果 (N=9 880)

变 量	信息透明度		违规监管度		股权制衡度	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
SD	0.163* (1.774)		0.196* (1.693)		0.175 (1.523)	
SW		0.017* (1.845)		0.013 (1.465)		0.011* (1.722)
TRAN	4.157 (1.561)	2.710* (1.693)				
SD×TRAN	1.175*** (2.692)					
SW×TRAN		0.614*** (2.585)				
RIFR			0.123* (1.680)	0.215* (1.874)		
SD×RIFR			1.252* (1.876)			
SW×RIFR				0.584*** (2.653)		
EB					-0.168* (-1.732)	-0.277* (-1.789)
SD×EB					-1.128* (-1.823)	
SW×EB						-0.472** (-1.975)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	7.109** (2.496)	8.879*** (2.749)	7.523** (2.285)	9.637*** (2.614)	8.486** (2.426)	10.752*** (3.695)
R ²	0.159	0.163	0.173	0.183	0.153	0.162
F值	219.087***	159.123***	201.153***	225.483***	215.425***	217.506***

(三) 异质性分析

在中国的投融资背景下, 公司性质和规模可能是影响控股股东侵占疑虑的关键因素。国有公司与非国有公司的融资约束成因存在较大差异, 因而有必要将产权性质置于“投资方—融资方”代理问题框架下, 分析其对控股股东侵占疑虑的影响。为验证这一关系, 本文根据公司性质, 将样本分为国有公司和非国有公司, 分别作为侵占疑虑小和侵占疑虑大的公司样本, 并使用式(2)和式(3)进行回归, 结果如表5列(1)—列(4)所示。在此基础上, 选取国有且两权合一作为控股股东侵占疑虑小的样本, 非国有且两权分离作为控股股东侵占疑虑大的样本, 其中, 将国有且两权合一构建为变量SD*, 以从另一个角度来分析公司性质对融资约束的影响。由于这组数据不涉及两权分离, 不涉及式(3), 仅使用SD*取代SD, 采用式(2)进行回归, 具体回归结果, 如表5列(5)—列(7)所示。由表5可知, SD和SW的回归系数均显著为正, 再次说明控股股东侵占疑虑确实会造成融资约束, 但相较于控股股东侵占疑虑大的公司, 侵占疑虑小的公司的融资约束程度较小, 特别是SD*估计系数显著为负, 说明国有且两权合一的公司能有效降低融资约束程度。可能的原因在于: 一方面, 相较于国有公司, 非国有公司当中普遍存在拥有绝对控制权的大股东, 因而相较于第一类代理问题, 第二类代理问题更为突出^[25]。另一方面, 在非

国有公司第二类代理问题较为突出的前提条件下,各投资方主体表现出的疑虑不同。对于现存直接投资方来说,关键在于自身是否具备“察觉”和“观测”非国有控股股东利益侵占行为的能力,如果具备这种能力且发现了控股股东利益侵占的迹象,可以选择退出;对于现存间接投资方来说,为了能顺利收回本息,更关注公司的现金流,如果非国有控股股东利益侵占造成公司现金流困境,则会收缩贷款直至退出借贷关系;对于潜在直接投资方和间接投资方,虽然其不具备现有直接投资方“察觉”和“观测”的优势,但可以根据公开信息披露所传递出的信号综合判断。由于对控股股东侵占疑虑问题相对聚焦,其信号判断准确率也随之提高。如果怀有控股股东侵占疑虑,其也可以放弃资金参与。总之,控股股东侵占疑虑会加深非国有公司的融资约束程度。

表5 异质性分析回归结果

变 量	侵占疑虑小 (国有公司)		侵占疑虑大 (非国有公司)		侵占疑虑小 (国有且两权合一)	侵占疑虑大 (非国有且两权分离)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
SD	0.182*** (2.783)		0.391*** (3.211)			0.553*** (4.112)	
SD*					-0.221*** (-2.752)		
SW		0.011*** (2.852)		0.031** (2.013)			0.084*** (3.892)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	8.022*** (7.121)	8.302*** (5.524)	32.073*** (19.735)	25.575*** (12.151)	16.555*** (29.921)	22.542*** (29.863)	24.242*** (27.753)
观测值	3 458	3 458	6 422	6 422	1 670	2 582	2 582
R ²	0.122	0.181	0.143	0.171	0.192	0.173	0.183
F值	55.242***	59.035***	115.249***	100.338***	125.150***	115.516***	113.216***

五、结论与政策建议

融资约束问题一直是学术界和实业界关注的焦点问题。融资约束会导致公司无法筹集到投资净现值大于零所需的资金,进而导致公司价值下降。本文基于不完全契约理论与控股股东剩余控制权关系,从时间与融资流转方式两个维度构建了四类投资主体,分析其与以控股股东为代表的融资方之间的动态博弈关系,构建了“投资方—融资方”这一新的代理问题。本文聚焦于投资方和融资方立场博弈,验证投资方是否出于融资方控股股东侵占疑虑而减少投资或者提高预期收益率,致使公司陷入融资约束。鉴于此,本文利用中国上市公司2012—2022年数据,在新的代理问题框架下进行验证。研究发现,控股股东侵占疑虑会造成公司融资约束问题,投资方对控股股东侵占疑虑越重,融资约束程度越大。这充分说明了以控股股东为主导的融资方由于剩余索取权的利益侵占倾向加重了投资方的反向抑制。该结论经稳健性检验和异质性分析依旧成立。本文研究扩展了原有两类代理问题的研究视域,丰富和补充了控股股东利益侵占和融资约束关系的相关研究。通过机制分析发现,提高信息透明度和股权制衡度可以缓解控股股东侵占疑虑的融资约束效应,而违规监管力度不够加剧了这一效应。

基于此,本文从提高公司治理机制的角度,提出以强化信息披露提高信息透明度、以加强监管限制公司违规、以双向混合所有制提升股权制衡等政策建议,以期降低控股股东侵占疑虑造成的融资约束问题提供方向指引。

第一, 以强化信息披露提高信息透明度。信息披露是信贷机构和权益人了解公司内部经营的窗口。为减少“投资方—融资方”的目标摩擦、增加互信、消减投资者疑虑、降低代理成本, 信息披露是行之有效的措施之一。为适应经济和社会发展的需要, 证监会也在不断完善上市公司的信息披露, 例如, 2021年证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2021年修订)》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组(2022年修订)》。这些规章制度在强化信息披露措施的同时, 对规范信息披露行为、丰富披露内容、鼓励提供决策有用的信息等方面起到了积极作用。然而, 在控股股东利用剩余控制权利益侵占的手段中, 学术界最关注的两个领域为对外担保和关联交易, 且这两个领域中均缺少全面细致的硬性要求, 包括借款具体用途、投资项目具体内容等。这既为控股股东进行利益侵占创造了空间, 也让监管部门难于追查资金流向。加强并明确上市公司信息披露, 即使不能从源头上制止控股股东的利益侵占行为, 也有助于投资方发现控股股东利益侵占的倾向, 而采取“用脚投票”抑或“联合制衡”的有效措施来维护自身利益。

第二, 以加强监管限制公司违规。2020年证监会执行新修订的《中华人民共和国证券法》, 在现有的法律框架下, 提高了违法违规的成本, 但尚未形成完善的责任追究机制, 且在实际追责的过程中也缺乏足够有效的执行性。目前, 法律对违规行为的惩治不严, 也是控股股东利益侵占行为产生的动因之一。与其他领域相比, 金融监管因其特殊性具有更为明显的契约不完全性。金融监管隐性契约无法覆盖所有的市场情境, 因而必然会存在相应的剩余权利空间, 可见, 不完全契约与剩余控制权理论广泛应用于金融监管是自然的选择^[19]。随着中国资本市场的发展, 越来越多的公司选择上市融资, 从外部治理角度来说, 为避免控股股东进行资金转移和“隧道”挖掘的事件发生, 监管机构应加大对上市公司的检查力度和增加抽查次数, 并对违规公司进行处罚和公开披露。为了提高监管的适用性, 应继续扩大监管手段, 利用金融科技的颠覆性创新提高监管理念; 利用科技赋能, 将人工智能、机器学习、大数据分析等多元方法纳入金融监管系统, 由被动式、响应式监管转变为主动式、包容式监管。在统筹协调的机制下, 压缩控股股东利益侵占的剩余权利空间, 以有效降低“投资方—融资方”的代理成本。

第三, 以双向混合所有制提升股权制衡。双向混合所有制是国有资本和民营资本互相嵌入和优势互补的战略举措, 一方面, 国有公司引入民营资本可以有效缓解双重委托代理问题, 改善公司绩效^[16, 25]。目前, 中国实业界也出现了大量案例, 例如杭州海康威视数字技术股份有限公司、TCL中环新能源科技股份有限公司(原天津中环半导体股份有限公司)、中国联合网络通信股份有限公司等成功地引入民营资本。另一方面, 民营公司引入国有资本有助于提升社会地位、降低“统计偏见”、优化信息质量以及缓解“股东—债权人”代理矛盾, 这些渠道多管齐下, 不仅改善了债务融资状况, 还显著降低了债务融资成本, 扩大了债务融资规模。例如东阿阿胶股份有限公司和厦门市美亚柏科信息股份有限公司都成功地引入了国有资本。除了资本嵌入和优势互补所产生的正效应外, 以混合所有制引入战略投资者还能优化股权结构。这些战略投资者拥有同行业或相关行业的重要战略性资源, 也愿意长期持有对方较大比例股份, 并具备认真履行相应职责的主观能动性, 例如委派董事参与公司治理, 这些均是制约控股股东利益侵占的有效措施。

参考文献:

- [1] MYERS S C, MAJLUF N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of financial economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [2] SHLEIFER A, VISHNY R. A survey of corporate governance[J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [3] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. Corporate ownership around the world[J]. The journal of finance, 1999, 54(2): 471-517.

- [4] ZWIEBEL J. Block investment and partial benefits of corporate control[J]. Review of economic studies, 1995, 62(2):161-185.
- [5] AGHION P, TIROLE J. Formal and real authority in organizations[J]. Journal of political economy, 1997, 105(1):1-29.
- [6] 黄志忠. 股权比例、大股东“掏空”策略与全流通[J]. 南开管理评论, 2006(1):58-65.
- [7] 罗党论, 唐清泉. 市场环境与控制股东“掏空”行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2007(4):69-74.
- [8] GROSSMAN S, HART O. The cost and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration[J]. Journal of political economy, 1986, 94(4):691-719.
- [9] BEBCHUK L A, KRAAKMAN R, TRIANTIS G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights[M]. Chicago: University of Chicago Press, 2000:295-318.
- [10] DURNEV A, KIM E H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation[J]. The journal of finance, 2005, 60(3):1461-1493.
- [11] 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J]. 管理世界, 2013(5):157-168.
- [12] LELAND E, PYLE H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation[J]. The journal of finance, 1977, 32(2):371-387.
- [13] 韩亮亮, 李凯. 控制权、现金流权与资本结构——一项基于我国民营上市公司面板数据的实证分析[J]. 会计研究, 2008(3):66-73.
- [14] 沈红波, 廖冠民, 曹军. 金融发展、产权性质与上市公司担保融资[J]. 中国工业经济, 2011(6):120-129.
- [15] 陆正华, 钟婉怡. 关联担保上市公司隧道效应的存在性与实施路径——上市公司关联担保偏好原因探析[J]. 现代财经, 2011(9):19-27.
- [16] 何德旭, 曾敏, 张硕楠. 国有资本参股如何影响民营企业——基于债务融资视角的研究[J]. 管理世界, 2022(11):189-207.
- [17] 周晓苏, 吴锡皓. 稳健性对公司信息披露行为的影响研究: 基于会计信息透明度的视角[J]. 南开管理评论, 2013(3):89-100.
- [18] PAUL M H, KRISHNA G P. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature[J]. Journal of accounting and economics, 2001, 31(1):405-440.
- [19] 胡滨. 金融科技、监管沙盒与体制创新: 不完全契约视角[J]. 经济研究, 2022(6):137-153.
- [20] 徐向艺, 张立达. 上市公司股权结构与公司价值关系研究: 一个分组检验的结果[J]. 中国工业经济, 2008(4):102-109.
- [21] 陈德萍, 陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究: 2007—2009年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011(1):38-43.
- [22] JEFFREY D, WEILI G, SARAH M. Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting[J]. Journal of accounting and economics, 2007, 44(5):193-223.
- [23] LAMONT O, POLK C. Financial constraints and stock returns[J]. Review of financial studies, 2001, 62(10):529-554.
- [24] KAPLAN S N, ZINGALES L. Do investment - cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?[J]. Quarterly journal of economics, 1997, 112(2):169-215.
- [25] CHEN L, YUE M, PAUL M, et al. Ownership structure and the cost of corporate borrow in[J]. Journal of financial economics, 2011, 100(6):1-23.
- [26] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究, 2006(2):69-79.
- [27] CLEARY S. The relationship between firm investment and financial status[J]. The journal of finance, 1999, 54(2):673-692.
- [28] 魏锋, 孔煜. 融资约束、不确定性与公司投资行为[J]. 中国软科学, 2005(3):43-49.

Does Expropriation Concerns of Controlling Shareholders Cause Financing Constraint?

FANG Hong-xing¹, LI Zuo-kui²

(1. School of Accounting/China Internal Control Research Center, DUFE, Dalian 116025, China;

2. School of Innovation and Entrepreneurship, DUFE, Dalian 116025, China)

Summary: In the field of corporate governance, domestic and foreign researchers have studied the issue of benefit expropriation, mainly focusing on two types of agency problems. At present, the academic research on the second type of agency problem mainly focuses on the rationality of the static, and they are carried out in the framework of “shareholder supremacy,” which is related to the situation of the occurrence of this problem at the end of the 20th century. However, with the stakeholder theory proposed, it is found that some ideas of “shareholder supremacy” are flawed, and it is necessary to study the behavior and economic consequences of controlling shareholders’ benefit expropriation from the perspective of the reality of the dynamic game of relational subjects.

Based on the relationship between incomplete contract theory and the controlling shareholders’ residual control rights, this paper derives a new agency problem of “investor-financier” from the second type of agency problem. This paper empirically studies whether the expropriation concerns of controlling shareholders will cause financial constraints. The findings indicate that Chinese listed companies exhibit financial constraints caused by the expropriation concerns of controlling shareholders qualitatively and quantitatively. This conclusion remains valid after robustness tests. Further analysis shows that firm ownership type and CEO Duality have a heterogeneous impact on financing constraints. Based on the above analysis, it is confirmed that the greater the investors’ doubts about the benefit expropriation of controlling shareholders, the greater the degree of financial constraints. This indicates that the financing party dominated by the controlling shareholder has increased the reverse inhibition of the investors due to the benefit expropriation tendency of the residual claim.

Compared with previous literature, this paper has contributions in the following two aspects. First, it is clear that the agency problem of “investor-financier” does exist. Investors with inferior information will have concerns due to the benefit expropriation of controlling shareholders. Consequently, they will reduce the confidence and willingness of capital supply, or increase the price of capital supply, which will increase financial constraints. Second, based on the financial constraint effect of controlling shareholders’ expropriation concerns, this paper discusses the governance effect on the agency problem of “investor-financier” from aspects of information transparency, the degree of regulatory violation and the degree of equity checks and balances. This study extends the scope of the original two types of agency problems, not only enriching theoretical research on the relationship between controlling shareholders’ benefit expropriation and financing constraints, but also providing reference for controlling shareholders to employ effective corporate governance mechanisms to improve corporate financing efficiency.

Key words: controlling shareholder’s expropriation concerns; financial constraints; ownership structure

(责任编辑: 徐雅雯)

[DOI]10.19654/j.cnki.cjwtyj.2023.11.005

[引用格式]方红星,李作奎. 控股股东侵占疑虑会造成融资约束吗?[J]. 财经问题研究,2023(11):57-70.