

# 政府层级、终极股权结构长度 和宽度与股权资本成本\*

——基于我国政府终极控股上市公司经验数据的分析

王雪梅

(重庆工商大学 财政金融学院,重庆 400067)

**摘要:**以我国 A 股 2004—2011 年政府终极控股的上市公司作为研究样本,采用 CAPM、Gordon、OJ 和 ES 模型估算其平均股权资本成本,检验国有企业集团控股政府层级、终极股权结构长度和宽度对股权资本成本的影响,分析表明:中央政府终极控股的上市公司的股权资本成本低于地方政府终极控股的上市公司,终极股权结构长度与股权资本成本显著负相关,而终极股权结构宽度与股权资本成本不存在显著相关性。因此,相对于延长控制链条长度(控制层级),政府通过增加链条数(控制渠道)控制上市公司更加有利;政府应减少对上市公司的干预,同时也不能让终极股权结构长度无限延长。

**关键词:**政府层级;终极股权结构;股权资本成本;政府控股;股权结构长度;股权结构宽度;终极控制权;现金流权;两权分离

中图分类号:F276.1

文献标志码:A

文章编号:1674-8131(2014)04-0087-08

## 一、引言

在发展中国家,企业多元化发展过程中经常发生兼并重组行为,进而组建企业集团,主要原因在于其外部资本市场不完善,经常遭遇融资困境,而企业集团具有内部资本市场的特征,可以实现集团内部资源的优化配置,弥补外部资本市场的不足。然而集团总部在进行资源配置时,通常是从集团整体利益出发的,可能忽视成员企业的利益,进而引发集团总部与成员企业中小股东之间的代理冲突,即:终极控股股东运用复杂的股权结构实现对上市公司的超额控制,对上市公司进行利益挖掘,侵占

中小股东利益。股权投资者面对收益的可能变化,理论上会调整其要求的最低报酬率;从企业追求套利的角度来看,资本成本应当用投资者要求的必要收益率来度量。那么,终极股权结构的特征变量就会对股权资本成本产生影响,这是本文研究的逻辑起点;而在我国政府控股的上市公司中,政府层级、终极股权结构长度和宽度与股权资本成本的相关性,则是本文的研究内容。

## 二、文献回顾与研究假设

La Porta 等(1999)提出了终极控制的概念,并指出沿着股权链条追溯,一旦公司第一大终极控股

\* 收稿日期:2014-03-18;修回日期:2014-05-06

基金项目:教育部人文社会科学项目(10YJA630146)“资本成本、价值创造与我国国企 EVA 考核研究”

重庆市社会科学规划项目(2013PYGL10)“终极股权结构、财务风险与公司股权资本成本”

作者简介:王雪梅(1981—),女,河北保定人;讲师,博士,在重庆工商大学财政金融学院任教,主要从事公司投融资研究。

股东可以操纵超过 20% 的上市公司股权,即可以实现对上市公司的有效控制。按照刘苟佳等(2003)的说法,政府终极控制则是政府通过其直属部门享有超过 20% 投票权的直接控股或者政府通过其所拥有的或控股的公司对上市公司实施表决权的间接控制。

我国学者对上市公司终极控股股东性质的划分通常是多层次的:第一层,分为政府和非政府(刘苟佳等,2003;罗党论等,2009);第二层,分别对政府和非政府终极控股股东进行划分,政府终极控股股东一般被分为中央和地方政府两大类(何威风,2009),非政府终极控股股东一般分为个人和机构投资者;第三层,地方政府终极控股股东可以分为省级政府和县级政府(刘星,2010)或省级政府、市级政府、县级政府、乡镇政府、村级政府(王雪梅,2011)。夏立军等(2005)认为终极控股股东所属政府层级不同,其经营业绩有差异,政府层级越低,国有企业的经营业绩越差;他们将政府控股的上市公司分为县级政府控制、市级政府控制、省级政府控制和中央政府控制,实证分析表明市县级政府控股的企业价值明显低于省级、中央政府控股的企业。刘星等(2010)的研究成果与上述结论基本一致。

已有研究基本认定不同层级政府终极控股的上市公司的经营业绩是有显著差异的,市县级地方政府终极控股的上市公司“被掏空”最严重。为什么会发生这种情况呢?有学者(夏立君等,2005)认为是由于中央与地方政府控股的上市公司在与政府的关系和监督激励机制上有差异:一方面,地方政府直接控股的上市公司与地方政府的政绩直接相关,更能影响到地方官员的仕途,所以它们向地方政府寻租更为普遍;另一方面,地方政府控股企业相对于中央政府控股企业受到的监管较弱,所以不能有效抑制其无效投资行为,进而导致地方政府控股上市公司的代理成本较高。因此,从风险补偿角度,本文提出假设 1:中央政府终极控股的上市公司的股权资本成本显著低于地方政府终极控股的上市公司。

郎咸平(2004)曾指出金字塔层级越多,终极控股股东的隐蔽性越高,上市公司的控制集团结构也越复杂,其可能发生的利益输送行为就越不容易被发现。其实,这一说法早在 1998 年 La Porta 也曾提出:在终极控股股东保有终极控制权的情况下,现

金流权可以无限小,造成了两权之间的分离;金字塔层级越多,金字塔越高,终极股权结构的长度越长,越会助长现金流权与控制权之间的分离,进而有利于终极控股股东利用两权分离的控制权杠杆效应降低其侵占中小股东利益的成本。然而,夏冬林等(2008)根据终极控股股东性质的不同将上市公司分为国有和非国有上市公司,研究得出了不同的结论:国有上市公司的企业价值随着金字塔层级的增多而提高,这是因为通过控制层级的增加可以减少政府对上市公司的干预,保证上市公司的经营免受政府的影响(程仲鸣,2010);而非国有上市公司的金字塔层级越多,代理成本越高,对上市公司的经营越不利。集团内部资本市场理论的发展,为终极股权结构的复杂化与股权资本成本之间的负向关系提供了理论支撑。

目前对控制链条长度与公司价值之间的关系研究相对较多,但是有关金字塔结构宽度与公司价值之间的关系的研究较少。邵丽丽(2007)证明了金字塔控股的链条数与终极控股股东的现金流权正相关,但是未对其与公司价值的关系进行研究;毛世平等(2008)提出控制链条数影响两权分离度,进而影响公司价值;梁彤缨等(2012)研究认为,层级主导型的终极股权结构不利于对高级管理人员的监管,容易造成代理成本增加的后果;而对于链条主导型的上市公司,层级对代理成本的影响并不显著。

Claessens 等(2000)和 Faccio 等(2002)的研究证明,目前股权集中现象在发展中国家普遍存在,而且控制权和所有权之间普遍存在分离,并且这种分离已经成为终极控股股东与外部中小股东产生代理冲突的根源;尤其是政府终极控股的上市公司,由于政府委派的管理层均为政府官员,缺乏企业管理背景,大大损害了中小股东的利益(Fan 等,2007)。俞红海等(2010)通过研究发现终极控股的控制权水平和过度投资有显著的正相关关系,这为解释终极控股股东利用控制权侵占中小股东利益提供了经验依据。

刘星和连军(2011)的研究证明地方政府终极控股上市公司控制权与现金流权两权分离表现为“堑壕效应”,并且随着地方政府现金流权的增加“堑壕效应”有所缓解。魏卉等(2011)对比了国有控股和非国有控股公司中两权分离度与股权资本

成本的关系,发现非国有控股的上市公司中终极控制权和现金流权的分离度与股权资本成本之间的正相关关系比国有控股公司更显著;同时,地方政府控股上市公司中终极控制权和现金流权的分离程度与股权资本成本的正相关关系更显著。王雪梅(2013)研究认为,政府终极控股的上市公司的股权资本成本与两权分离度显著正相关,但是个人或家族终极控股的上市公司的平均股权资本成本与两权分离度显著负相关。

综上所述,不同类型的金字塔结构对企业业绩和代理成本产生影响,进而对资本成本产生影响;同时,扩大两权分离可以通过扩大金字塔结构的宽度和长度来实现。政府终极控股上市公司的终极控制权和现金流权的分离度与股权资本成本正相关,按照传递性原则,终极股权结构的长度和宽度与股权资本成本之间也应有相关关系。目前上市公司采用复杂的股权结构实现超额控制,扩大终极股权结构的长度和宽度,均有助于其实现终极控制权和现金流权的分离。于是本文提出假设2:政府终极控股的上市公司的终极股权结构长度和宽度与股权资本成本正相关。

### 三、研究方法与设计

#### 1. 股权资本成本的度量

Jenson 和 Meckling 于 1976 年提出代理问题,认为股权资本成本是由于企业所有者缺乏关于代理人努力与否客观状态的充分信息而使所有者发生的监督支出、代理人的保证支出和由于代理人决策与使委托人福利最大化的决策存在偏差而使委托人遭受的福利损失的总和。根据股东与代理人和股东与债权人之间的两类利益冲突,股权资本成本分为股权代理成本和债券代理成本。相关实证分析中对于股权代理成本的计量主要采用基于历史数据的财务指标,如经营费用率、资产利用率(主营业务收入/总资产)(张兆国,2005)和存在与不存在委托—代理问题时股东预期收益率的差额(齐寅峰,2005)以及管理费用率和资产利用率(苏坤,2007)等。

本文对股权资本成本的度量是基于对“股东要求回报率”的认识,目前其估算方法分为两类。一类是对风险进行度量评估的模型,该类计量方法依赖于以下假设:资本市场是有效的,风险可以被适

当定价,即事前收益是事后收益的无偏估计;另一类是未来收益折现模型,该类模型则不用上述假设,但估算过程中通常要利用分析师预期的股票收益数据。目前我国有关文献对资本成本的估算方法主要有 GLS 模型、CAPM 模型、Gordon 模型、OJ 模型、CT 模型、ED 模型等;同时,为提高度量结果的准确性和可信度,以往文献大多数是采用三种以上的模型进行估算,并取其均值。由于未来收益折现模型本身需要估算未来收益,而我国证券分析师行业兴起较晚,难以获取有效、完整的上市公司收益预测数据,以往文献(陆正飞等,2004)在采用 GLS 模型、CT 模型进行股权资本成本估算过程中,通常用实际已经发生的数据代替预期数据,这使该类模型失去了其预测的优势。因此,本文选用 CAPM 模型、Gordon 模型、OJ 模型和 ES 模型估算股权资本成本,并取其均值作为因变量:

$$R = (R_{CAPM} + R_{Gordon} + R_{OJ} + R_{ES}) / 4$$

其中, $R$  表示股权资本成本, $R_{CAPM}$  表示用 CAPM 模型计算的股权资本成本, $R_{Gordon}$  表示 Gordon 模型估算的股权资本成本, $R_{OJ}$  表示用 OJ 模型估算的股权资本成本, $R_{ES}$  表示用 ES 模型估算的股权资本成本。

#### 2. 自变量和控制变量

本文自变量为政府层级、终极股权结构长度和宽度。政府层级变量( $GL_i$ )中以中央政府为参考,将省级政府、市级政府、县级及以下政府设成三个虚拟变量, $i$  表示不同的政府层级;用控制层级( $CL$ )表示终极股权结构的长度,用控股链条数( $CQ$ )表示终极股权结构的宽度。

有关文献已证明很多因素对资本成本有显著的影响,所以有必要对这些因素进行控制。根据相关研究结论,本文选取以下控制变量:

(1) 面值市值比( $B/M$ )。Fama 和 French (1993) 研究表明面值市值比是影响预期收益率的公司收益三大风险因素之一,Gebhardt 等(2001)也证实了两者之间的相关关系。叶康涛等(2004)用 2000 年和 2001 年中国上市公司数据证明面值市值比是影响股权资本成本的重要因素,且两者之间是负相关关系。

(2) 资产负债率( $DR$ )。尤华和李恩娟(2014)通过研究证明负债不仅可以制约第一类代理问题,

而且可以起到降低第二类代理成本(即大股东与中小股东之间代理成本)的作用。

(3)公司规模(*SIZE*)。国外研究普遍认为企业规模与股权资本成本之间存在负相关关系(Bostosan等,2002),而国内研究得出了相反的结论(陈晓等,1999;汪炜等,2004)。

(4)资产周转率(*AT*)。资产周转的速度越快,表明企业资产的管理利用效率越高,企业的管理行为相应是高效的,一定程度上也表明管理者与股东之间的代理冲突小,相应的股东要求的报酬率会降低,两者之间理论上负相关关系。

(5)股权制衡度(*H5*)。本文用前五大股东的

赫希曼—赫菲德尔指数衡量,即公司前五大股东持股比例的平方和。尤华和李恩娟(2014)的研究表明,高股权制衡度可以有效实现大股东之间的互相牵制,限制了其掏空行为的发生。

(6)股票的换手率(*TO*)。公司股票的流动性越高,相对而言投资者的风险越低,所以更受投资者喜爱,相应的股权资本成本应该更低,两者之间理论上是负相关关系。

(7)年度(*YEAR<sub>i</sub>*)。本文选取的是2004—2011年数据,以2004年数据为参考,将2005—2011年设置成7个虚拟变量(*i*表示2005年至2011年)。

各变量的定义与说明如表1所示。

表1 各变量的定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义	与因变量关系预测
因变量	股权资本成本	<i>R</i>	CAPM模型、Gordon模型、OJ模型和ES模型估算的平均股权资本成本	
	政府层级	<i>GL<sub>i</sub></i>	以中央政府为参考,将省级政府、市级政府、县级及以下政府设成三个虚拟变量	有显著影响
自变量	终极股权结构长度	<i>CL</i>	终极控股股东控制上市公司的层级数	+/-
	终极股权结构宽度	<i>CQ</i>	终极控股股东实现对上市公司控制的股权链条个数	+/-
	面值市值比	<i>B/M</i>	期末总资产/市场价值	+/-
	资产负债率	<i>DR</i>	负债总额/资产总额	+/-
	公司规模	<i>SIZE</i>	资产总额的自然对数	+/-
控制变量	总资产周转率	<i>AT</i>	营业收入/资产总额期末余额	-
	股权制衡度	<i>H5</i>	公司前五大股东持股比例的平方和	-
	换手率	<i>TO</i>	年各股交易股数/股本总数	-
	年度	<i>YEAR<sub>i</sub></i>	以2004年数据为参考,将2005—2011年设置成7个虚拟变量	

### 3. 模型构建

有关资本成本影响因素的分析方法主要有两种:一是因子分析方法,二是线性分析方法。2003年Gebhardt等曾指出:在预测资本成本时,因子分析模型实际上等同于有关企业特征的一个线性组合。目前多数文献检验股权资本成本的影响因素时都采用线性回归模型进行分析,所以,本文也采用线性回归的方法来考察我国政府控股的上市公

司股权资本成本的影响因素。

为检验政府层级、终极股权结构长度、终极股权结构宽度对我国政府控股的上市公司股权资本成本的影响,构建模型1如下:

$$R = \lambda_0 + \lambda_1 CL + \lambda_2 CQ + \lambda_3 CL_i + \lambda_4 B/M + \lambda_5 DR + \lambda_6 SIZE + \lambda_7 AT + \lambda_8 H5 + \lambda_9 TO + \lambda_{10} YEAR_i + \varepsilon$$

其中, $\varepsilon$ 表示剩余项, $\lambda_i$ 表示不同变量与股权资本成本之间的相关系数, $\lambda_0$ 表示截距。

#### 四、样本数据与描述性统计

本文选取 2004 年至 2011 年中国政府控股的上市公司数据为样本,采用手工收集的方法,整理上市公司的终极控股股东与上市公司之间的信息。在提取终极股权结构宽度和长度指标过程中,首先去掉无法追溯终极控股股东的样本,进一步去掉无法确定终极股权结构长度和宽度(控制层级和控股链条数)的样本,再筛选掉终极控股股东是非政府机构的样本。

因为本文采用 CAPM 模型、Gordon 模型、OJ 模型和 ES 模型估算平均股权资本成本,所以提取的相关数据需要满足四种模型计算的需要,还要去掉有关数据缺失的样本,此时得到的样本量为 1 683

个。最后,再去掉股权资本成本小于 0 的样本和股权资本成本畸高(>1)的样本,最终本文得到的有效样本量为 1 612 个。

相关数据来源于国泰安数据库和锐思金融研究数据库,并以《证券导报》《证券时报》等披露的上市公司数据资料作为补充。对各变量的描述性统计分析如表 2 所示。四种模型估算的平均股权资本成本为 14.06%,OJ 模型估算的结果最高(16.95%),CAPM 模型的估算结果最低(9.75%),Gordon 模型和 ES 模型估算的结果居中。政府终极控股的上市公司的平均终极股权结构长度为 2.44,平均终极股权结构宽度为 1.29;两权分离度差值为 4.81,两权分离度比值为 1.25。

表 2 各变量的描述性统计分析

控股 股东 性质	中央政府		省级政府		市级政府		县级及以下政府		总计						
	样本量	均值	标准差	样本量	均值	标准差	样本量	均值	标准差	样本量	均值	标准差			
$R$	508	0.1368	0.0520	598	0.1442	0.0574	460	0.1407	0.0628	46	0.1358	0.0422	1612	0.1406	0.0571
$R_{CAPM}$	508	0.0977	0.0145	598	0.0983	0.0134	460	0.0961	0.0125	46	0.0982	0.0134	1612	0.0975	0.0135
$R_{Gordon}$	508	0.1494	0.1390	598	0.1611	0.1552	460	0.1577	0.1522	46	0.1426	0.1097	1612	0.1559	0.1482
$R_{OJ}$	508	0.1657	0.0654	598	0.1732	0.0739	460	0.1694	0.0787	46	0.1627	0.0567	1612	0.1695	0.0723
$R_{ES}$	508	0.1345	0.0576	598	0.1442	0.0709	460	0.1396	0.0748	46	0.1398	0.0565	1612	0.1397	0.0679
$CL$	508	2.91	0.96	598	2.33	0.59	460	2.11	0.63	46	1.91	0.72	1612	2.44	0.81
$CQ$	508	1.48	1.14	598	1.21	0.61	460	1.20	0.49	46	1.00	0.00	1612	1.29	0.80
$B/M$	508	0.73	0.27	598	0.75	0.26	460	0.72	0.25	46	0.58	0.23	1612	0.73	0.26
$DR$	508	0.51	0.18	598	0.50	0.16	460	0.49	0.18	46	0.49	0.19	1612	0.50	0.18
$SIZE$	508	22.83	1.63	598	22.63	1.09	460	22.23	1.00	46	21.66	0.74	1612	22.55	1.29
$AT$	508	0.78	0.55	598	0.83	0.64	460	0.73	0.52	46	0.67	0.27	1612	0.78	0.57
$HS$	508	0.25	0.14	598	0.24	0.13	460	0.19	0.11	46	0.16	0.08	1612	0.23	0.13
$TO$	508	2.78	2.19	598	2.93	2.14	460	3.17	2.43	46	3.31	1.94	1612	2.96	2.24

注:因表格中平均股权资本成本、 $R_{CAPM}$ 、 $R_{Gordon}$ 、 $R_{OJ}$ 、 $R_{ES}$ 相应行中均值、标准差数据是用小数表示的,而资本成本一般是取百分数,并且保留两位小数,所以本文对相应数据保留四位小数。

#### 五、实证检验结果与分析

##### 1. 相关性分析

为了保证研究的严密性,首先运用 SPSS19.0

对本文的立论基础(即拓展终极股权结构长度和宽度可以有效实现终极控制权与现金流权分离<sup>①</sup>)进行检验,结果表明终极股权结构长度和宽度均与两权分离度(比值和差值)显著正相关,这与以往研究

① 终极控制权与现金流权之间的分离用两者之差和两者之比分别进行衡量。

的结论一致,也符合理论推导的结论。

对平均股权资本成本、终极股权结构长度、终极股权结构宽度、账面市值比、资产负债率、公司规模、总资产周转率、五大股东的赫希曼—赫菲德尔指数、换手率等指标进行两两相关分析,发现平均股权资本成本与终极股权结构宽度、前五大股东的赫希曼—赫菲德尔指数不显著相关,与终极股权结构长度、账面市值比、资产负债率、公司规模、总资产周转率、换手率之间(并且这6个变量之间)不存在显著的强相关关系,不影响后续的线性回归分析(限于篇幅限制,相关性分析结果省略)。

## 2. 回归分析

根据相关性分析的结果,需要对前文构建的多

元线性回归模型进行修正,得到模型2:

$$R = \lambda_0 + \lambda_1 CL + \lambda_2 GL_i + \lambda_3 B/M + \lambda_4 DR + \lambda_5 SIZE + \lambda_6 AT + \lambda_7 TO + \lambda_8 YEAR_i + \varepsilon$$

模型2各符号的具体含义与模型1一致,回归结果如表3所示。各自变量之间不存在严重的共线性问题,终极股权结构长度、换手率与平均股权资本成本不显著相关,政府层级、账面市值比、资产负债率、总资产周转率、年份等变量均与平均股权资本成本存在显著相关关系。

为了保证结果的稳健性,本文对模型2进行修正,去掉与平均股权资本成本没有显著关系的变量(终极股权结构长度和换手率),得到模型3:

$$R = \lambda_0 + \lambda_1 GL_i + \lambda_2 GLB/M + \lambda_3 DR + \lambda_4 SIZE + \lambda_5 AT + \lambda_6 YEAR_i + \varepsilon$$

表3 模型2的回归结果

	非标准化系数		标准系数 试用版	t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差				容差	VIF
(常量)	0.012	0.030		0.397	0.691		
终极股权结构长度	-0.002	0.002	-0.031	-1.295	0.195	0.783	1.277
政府(省级)	0.006	0.003	0.052	1.976	0.048	0.638	1.568
政府(市级)	0.006	0.003	0.044	1.614	0.107	0.577	1.732
政府(县级及以下)	0.002	0.008	0.007	0.300	0.764	0.855	1.169
账面市值比	-0.025	0.006	-0.115	-3.939	0.000	0.509	1.963
资产负债率	0.040	0.008	0.123	4.987	0.000	0.718	1.392
公司规模	0.005	0.001	0.112	3.725	0.000	0.482	2.073
总资产周转率	0.006	0.002	0.062	2.898	0.004	0.951	1.052
换手率	0.000	0.001	0.006	0.226	0.821	0.569	1.758
2005	-0.002	0.008	-0.009	-0.262	0.793	0.342	2.926
2006	0.022	0.008	0.120	2.938	0.003	0.261	3.831
2007	0.061	0.008	0.377	7.743	0.000	0.183	5.451
2008	-0.020	0.007	-0.122	-2.710	0.007	0.215	4.651
2009	0.004	0.008	0.028	0.550	0.583	0.167	5.999
2010	-0.021	0.008	-0.140	-2.774	0.006	0.171	5.840
2011	0.035	0.007	0.230	4.828	0.000	0.193	5.195

模型3的回归结果表明:省级政府、市级政府控股的上市公司的股权资本成本均显著高于中央政府控股的上市公司;从趋势上看,县级及以下政府控股的上市公司的股权资本成本高于中央政府控股的上市公司。这与模型2的结论基本一致,所以,可以认为假设1成立,即中央政府控股的上市公司

的平均股权资本成本低于地方政府控股的上市公司。模型2和模型3的回归结果均表明:账面市值比与平均股权资本成本显著负相关,这与以往国内学者的研究结论一致,说明投资者基本属于风险厌恶者,厌恶基本面不佳的公司,偏好基本面较好的公司。

此外,资产负债率、公司规模、总资产周转率与平均股权资本成本显著正相关。资产负债率表示上市公司的风险水平,说明风险越高,股权投资者要求的报酬率越高,即股权资本成本越大。如果作为反映上市公司风险水平的指标来看,公司规模对公司的信用度、信息透明度有显著的正向影响,理论上公司规模应与股权资本成本显著负向相关,分

析结果这与预期不一致。总资产周转率与股权资本成本的相关关系也与理论预期相悖。除2005年和2009年的平均股权资本成本与2004年的没有显著差异,2006年、2007年和2011年的平均股权资本成本显著高于2004年,2008年和2010年的平均股权资本成本显著低于2004年,从结果来看,没有规律性的变化。

表4 模型3的回归结果

	非标准化系数		标准系数		Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版	t		容差	VIF
常量	0.003	0.025		0.103	0.918		
省级政府	0.007	0.003	0.063	2.557	0.011	0.719	1.391
市级政府	0.007	0.003	0.059	2.369	0.018	0.698	1.432
县级及以下政府	0.005	0.007	0.013	0.618	0.537	0.914	1.094
账面市值比	-0.026	0.006	-0.119	-4.079	0.000	0.514	1.947
资产负债率	0.041	0.008	0.125	5.207	0.000	0.757	1.321
公司规模	0.005	0.001	0.116	4.364	0.000	0.621	1.610
总资产周转率	0.006	0.002	0.061	2.836	0.005	0.953	1.049
2005	-0.002	0.008	-0.008	-0.238	0.812	0.342	2.925
2006	0.022	0.007	0.121	2.980	0.003	0.266	3.762
2007	0.061	0.008	0.378	8.062	0.000	0.198	5.049
2008	-0.020	0.007	-0.121	-2.718	0.007	0.219	4.562
2009	0.005	0.007	0.029	0.613	0.540	0.190	5.257
2010	-0.021	0.007	-0.140	-2.865	0.004	0.182	5.489
2011	0.035	0.007	0.229	4.886	0.000	0.199	5.035

## 六、结论

从前文分析可以得出如下结论:

一是中央政府终极控股的上市公司的股权资本成本显著低于地方政府终极控股的上市公司。说明投资者更偏好中央政府终极控股的上市公司,因为其接受更加严格的监管,投资该类上市公司的风险更小,可以降低投资者要求的回报率。

二是终极股权结构宽度、终极股权结构长度与两权(终极控制权与现金流权)分离度存在显著的正相关关系,说明终极股权结构横向和纵向拓展都可以提高两权分离度,理论推理与实证结果吻合。

三是终极股权结构长度与平均股权资本成本

存在显著的负相关关系<sup>①</sup>。可以做如下理解:随着终极股权结构长度的增加,由于政府逐渐退居幕后而对上市公司的干预减少,行政束缚的减少可以使上市公司更加灵活地应对市场变化,降低了所有投资者的风险,从而导致投资者要求的最低报酬率降低,对公司而言则降低了股权资本成本。

四是终极股权结构宽度与平均股权资本成本不存在显著的相关关系,即我国国有集团内部公司之间的相互持股、多渠道控股并没有引起投资者的注意,这可能与我国上市公司的信息披露状况相关。可见,相对于延长链条长度,增加链条数对企业和终极控股股东更加有利。因此,终极控股股东在实现对上市公司终极控制的过程中,可以优先选

<sup>①</sup>但是,他们之间不存在显著的负向线性相关关系,更接近于开口向下的二次项函数关系(根据SPSS19.0中曲线估计结果得出的结论)。

择“多链条”,即拓展股权结构宽度(增加链条数)优于延长股权结构长度(增加链条长度)。

**参考文献:**

何威风.2009.政府控股、控制层级与代理问题的实证研究[J].中国软科学(2):107-114.  
刘荀佳,孙霏,刘乃全.2003.终极所有权、股权结构及公司绩效[J].经济研究(4):51-61.  
刘星,安灵.2010.大股东控制、政府控制层级与公司价值创造[J].会计研究(1):69-78.  
刘星,连军.2011.终极控制、公司治理与地方国有公司过度投资[J].科研管理(8):105-114.  
罗党论,唐清泉.2009.政府控制、银企关系与企业担保行为研究[J].金融研究(2):151-161.  
苏坤.2007.中国上市公司股权代理成本影响因素实证研究[J].广东财经职业学院学报(10):29-34.  
王雪梅.2012.终极控股、控制层级与经济增加值——基于北

京上市公司数据[J].软科学(2):113-118.  
王雪梅.2013.终极控股权、控制层级与资本成本[D].北京:首都经济贸易大学.  
魏卉,杨兴全.2011.终极控股股东、两权分离与股权融资成本[J].经济与管理研究(2):12-23.  
尤华,李恩娟.2014.股权结构与股权代理成本关系的实证研究[J].技术与经济管理研究(11):64-69.  
俞红海,徐龙炳,陈百助.2010.终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J].经济研究(8):103-112.  
ATTIG N. 2007. Excess Control and the Risk of Corporate Expropriation: Canadian Evidence [J]. Journal of Administrative Sciences, 24:94-106.  
FAN J P H, WONG T J, ZHANG T. 2007. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms [J]. Journal of Financial Economics, 84(2):401-425.

## The Length and Width of Governmental Equity and Ultimate Equity Structure and Equity Capital Cost

—Analysis Based on Empirical Data of the Listed Companies with Ultimate Ownership of Chinese Government

WANG Xue-mei

(School of Fiscal Affairs and Finance, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China)

**Abstract:** By taking the listed companies of A-share ultimate government ownership during 2004-2011 as research objects, by using CAPM, Gordon, OJ and ES Model, their average equity capital cost is estimated, the influence of the length and width of governmental equity and ultimate ownership structure inside state-owned enterprise groups on equity capital cost is tested, and the analysis shows that the equity capital cost of the listed companies of the ultimate ownership of central government is lower than that of the listed companies of local government ownership, that there is an obviously negative correlation between ultimate ownership structure length and equity capital cost, however, there is not a significant correlation between ultimate ownership structure width and equity capital cost, thus, comparing with the extending control chain length, it is more beneficial for a government to control the listed companies via multi-channel, as a result, a government should decrease its intervention with the listed companies and meanwhile should not let the ultimate ownership structure length extend limitlessly.

**Key words:** government level; ultimate ownership structure; equity capital cost; government controlled equity; equity structure length; equity structure width; ultimate ownership; cash-flow right; separation of business right and ownership

**CLC number:** F276.1

**Document code:** A

**Article ID:** 1674-8131(2014)04-0087-08

(编辑:南 北)