

金融结构市场化程度与公司资本运作： 基于中国 A 股上市公司的经验证据

许晓芳, 李雪菊, 史国英, 鲁 昱

(北京工商大学商学院, 北京 100048)

摘 要:改善与优化金融结构从而提升金融结构市场化程度并促进经济增长,是我国政府经济工作的核心内容之一。以 2013—2020 年我国 A 股上市公司为研究对象,考察金融结构市场化程度对所在地区公司资本运作的影响。研究发现,金融结构市场化程度越低的地区,上市公司进行资本运作的可能性越大。进一步研究发现,公司过度负债在金融结构市场化程度对公司资本运作的影响中发挥了部分中介效应,即在金融结构市场化程度越低的地区,公司过度负债程度越大,从而导致公司越可能进行资本运作;金融结构市场化程度对公司资本运作的负向影响在非国有企业、成长性较低、管理层持股比例较高以及机构投资者持股比例较低的公司中更为显著;金融结构市场化程度的降低会加剧公司资本运作增大控股股东与中小股东之间代理成本的作用。本研究丰富了金融结构和企业资本运作方面的研究,为优化金融结构、抑制企业资本运作提供了决策参考。

关键词:金融结构;市场化程度;资本运作;过度负债程度;代理成本

中图分类号:F832

文献标识码:A

文章编号:1005-0566(2023)06-0142-13

Marketization degree of financial structure and corporate capital operation: Based on empirical evidence of Chinese A-share listed companies

XU Xiaofang, LI Xueju, SHI Guoying, LU Yu

(Business School, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China)

Abstract: It is one of the core contents of our government's economic work to improve and optimize financial structure to promote the degree of financial structure marketization and economic growth. Based on China's A-share listed companies from 2013 to 2020, we empirically examine the influence of the degree of financial structure marketization on firm's capital operation in the region. We find that the lower the degree of marketization of financial structure, the greater the possibility of capital operation of listed companies. Further research shows that the excessive debt of the company plays a part of the intermediary effect in the influence of the degree of marketization of the financial structure on the capital operation of the company. That is, the lower the degree of marketization of regional financial structure, the more likely it is to aggravate the degree of excessive debt of the company, the more likely the company is to carry out capital operation. The negative influence of financial structure marketization degree on corporate capital operation is more significant in non-state-owned enterprises, companies with low growth, high management shareholding ratio and

收稿日期:2023-01-20 修回日期:2023-04-30

基金项目:国家自然科学基金面上项目(72272005, 71972005);国家自然科学基金青年科学基金项目(71902001);北京工商大学国有资产管理协同创新中心开放课题基金(GZGL202201);北京工商大学科研启动基金(19008023213);北京工商大学数字商科与首都发展创新中心项目(SZSK202312);北京社科基金“减税降费与北京市企业内生动力共振机制研究”(20GLC041)。

作者简介:许晓芳(1986—),女,江西赣州人,北京工商大学教授、博士生导师,管理学博士。通信作者:史国英。

low institutional investors shareholding ratio. The decrease of marketization degree of financial structure will intensify the role of company capital operation in increasing agency cost between controlling shareholders and minority shareholders. This study enriches research on financial structure and capital operation, and provides reference for optimizing financial structure and restraining capital operation.

Key words: financial structure; degree of marketization; capital operation; degree of excessive debt; agency cost

金融结构对经济增长和企业行为的影响,是学术领域关注的重要话题。金融结构通常指金融系统的结构,即金融系统中各种金融中介机构、金融市场、金融工具的相对地位和相互关系。长期以来,我国的社会融资结构以信贷融资为主导。近年来,随着金融市场的发展,我国的社会融资规模和融资结构也在发生着变化,实体经济部门除了可以从银行获得信贷资金外,也可以通过发行债券、股票等方式从金融市场直接融资,还可以通过信托、银行承兑汇票等“影子银行”渠道来获得资金。由此可以看出,我国金融体系为实体经济提供资金的方式越来越多。社会融资规模是指在一定时期内(月、季、年)实体经济从金融体系获得的资金额,为增量概念。其中,新增人民币贷款在社会融资规模中占据最大比例,这个比例是金融结构的一种具体表现形式。需注意的是,社会融资构成的多要素更多地体现为多元化程度问题,而内部要素所占比例特别是直接融资和间接融资的比例关系体现的是社会融资的结构问题,后者是我国经济发展和金融监管十分关注的重要指标。如2020年10月,在党的十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中,提出了对金融体系进行结构性调整,提出要全面实行股票发行注册制,建立常态化退市机制,提高直接融资比重,推进金融双向开放。

资本运作包括了资产收购、资产剥离、资产置换、吸收合并、债务重组、股份回购、要约收购以及股权转让。关于资本运作的动机和影响,张晓宇等^[1]的研究发现资本运作多数都会选择在限售股解禁前后,而这一现象背后的原因是,大股东希望借助资本运作提高股价,高位减持套现,获取高额收益。郑志刚等^[2]的研究表明,随着金字塔结构复杂程度的增加,处在金字塔式控股结构下的上

市公司的股票更具有“彩票股”的特征、非金融企业的金融资产配置更多,且会进行更多的关联资本运作,但这些行为并没有带来预期的企业绩效改善,而在很大程度上演化为以实现控股股东及其背后实际控制人财富短期快速增值为目的的社会主义资本运作行为。可以发现,在某些条件下,资本运作成为了大股东谋求私利的一种手段。关于金融结构对微观企业行为的影响,现有研究多是关于对企业投资、研发创新和杠杆率的影响。金融结构对于企业投资、研发创新的影响,不同学者有不同的观点,并未得出一致的结论。金融结构对于企业杠杆率的影响,学者们普遍认为金融结构市场化程度的下降会提高企业的杠杆率。根据资产替代假说,在负债比例较高的企业中,如果股东和经理的目标一致,经理将有强烈的动机将通过负债融资渠道获取的资金投资于高风险的项目,资产收购、吸收合并以及要约收购等是企业重要的投资决策之一。那么,金融结构市场化程度会不会对公司的资本运作产生影响呢?有鉴于此,本文以2013—2020年我国A股上市公司作为研究样本,考察了金融结构市场化程度对上市公司资本运作的影响及其作用机制。

一、文献综述、理论分析与研究假说

(一) 文献综述

1. 金融结构与经济增长的文献综述

金融结构与经济增长之间的关系是金融结构理论研究的核心问题。对于金融结构与经济增长的关系,学者们并未形成共识,主要有以下3种观点:一是认为以间接融资为主导的金融体系更能促进经济增长,认为银行在资源配置和风险管理等方面具有更大优势。Cheng等^[3]利用中国1995—2003年27个省份数据的检验发现,银行系统对经济增长有更为显著的影响。左良^[4]的研究发现我国直接融资比重的提高并未有效促进经济增长,直接融资

未能有效降低融资成本。二是认为以直接融资为主导的金融体系更能促进经济增长,市场主导型金融体系通过提高效率和生产力可以显著促进产出增长^[5]。范学俊^[6]通过对中国 1992—2004 年季度数据的检验发现股票市场对经济增长的影响大大强于银行部门。三是认为在判断何种金融结构为最优时,应考虑到一国的经济发展阶段、产业结构特征等各方面的因素,当金融结构与经济发展阶段等相匹配时,金融体系才能提升服务实体经济的效率,推动经济的持续增长。经济发展的不同阶段拥有不同的要素禀赋结构、产业结构、企业规模和风险特性,从而形成不同的金融服务需求,进而决定了经济体的最优金融结构^[7]。张成思等^[8]认为一国的最优金融结构是内生于其要素禀赋的,当金融结构符合当下经济发展需求时便能推动经济持续增长。

2. 金融结构与企业行为的文献综述

金融结构对企业及其行为的影响是学术领域关注的重要内容之一。关于金融结构对企业及其行为的影响,现有研究多是关于对企业投资、研发创新和杠杆率的影响。

在金融结构对企业投资的影响方面,有研究表明,金融结构会对受约束企业的投资行为产生影响,以市场为基础的金融体系可以减少受约束的企业对内部资源的依赖^[9]。Khan 等^[10]研究了金融体制对中国企业投资效率的影响,研究发现基于资本市场的金融结构由于其强大的监管能力,可以通过减少融资约束和代理问题来影响投资决策,金融系统在经济中对提高企业的投资效率至关重要。

经济的高质量发展离不开创新,而企业的融资约束问题会制约企业研发创新,因此金融结构对企业技术创新的影响也得到了较多学者的关注,较多的已有研究认为直接融资的发展有利于促进技术创新,股票市场可进入性以及投资者保护的提升,都将显著增加企业在技术研发上的长期投资,而信贷市场的发展却难以促进技术创新^[11-13]。同样地,应晓妮等^[14]的研究认为,过度依赖银行等间接融资的金融结构会制约金融体系

支持创新的效果,提高直接融资比重,能够推动创新。但也有学者认为间接融资同样有利于技术创新。首先,商业银行为了维护长期的合作关系,具有较强的监管企业的动机,并期望与企业建立长期稳定的银企关系;其次,企业家为了不丧失企业控制权,也更愿意采用债权融资,而直接融资对于增加研发投入的积极作用有待进一步提升^[15]。还有学者得出了与上面两种观点都不同的结论。如 Wang 等^[16]阐述了金融结构对经济发展不同水平下创新的影响机制,并利用 1996—2015 年 59 个国家或地区的制造业数据进行了实证分析,研究发现,在经济发展水平较低时,金融结构对产业创新的影响不显著,但在经济发展水平较高时,市场化金融结构对产业创新的促进作用显著,验证了技术模仿的创新方式需要银行型金融结构的支持,而自主创新的创新方式需要市场化金融结构的支持。而李展等^[17]从产业异质性视角进行了分析,发现银行体系的发展能够促进资本密集型产业成长,而股票市场对研发密集型、风险型产业的发展有显著促进作用。

此外,还有学者研究了金融结构与企业杠杆率之间的关系。如谭小芬等^[18]基于 47 个国家和地区非金融上市企业的财务数据,研究发现金融结构市场化程度每上升 1 个百分点,将使企业杠杆率下降 0.44 个百分点。史贞等^[19]的研究也有同样的发现,其将金融结构指数定义为市场中直接融资与总融资的比例,实证分析得出金融结构指数与非金融企业杠杆率之间存在显著负相关关系。

3. 资本运作的文献综述

资本运作包括了资产收购、资产剥离、资产置换、吸收合并、债务重组、股份回购、要约收购以及股权转让。在资本运作的影响因素方面,许多学者研究了股权质押对企业资本运作行为的影响。如陆蓉等^[20]以我国 A 股上市公司为研究对象,考察了大股东股权质押对上市公司资本运作的影响及其作用机制,发现大股东股权质押比例越高,上市公司进行资本运作的可能性越大。股权质押对股份回购这一具体资本运作方式的影响得到了许多学者的关注。现有研究发现控股股东股权质押

比例越高,上市公司股份回购的概率和比例就越高^[21-23]。在资本运作的形式之一——债务重组的研究方面,Tang等^[24]使用2007—2016年中国财务困境企业的样本研究了银行持股对公司债务重组的影响,发现有银行股东的困境企业比没有银行股东的企业更有可能重组其债务。而罗韵轩^[25]以异质性债务为切入点,研究发现,金融生态环境较差地区,国有控股公司经营性负债水平与债务重组正相关、长期金融性负债水平与债务重组负相关;金融生态环境较好地区,相对非国有,国有控股公司金融性负债、经营性负债、短期金融性负债水平与债务重组正相关关系都更强。

在资本运作的经济后果方面,现有的许多研究发现,公司实际控制人可以通过各种资本运作方式来获得私利。如张晓宇等^[1]的研究发现资本运作多数都会选择在限售股解禁前后,而这一现象背后的原因是,大股东希望借助资本运作提高股价,高位减持套现,获取高额收益。郑志刚等^[2]的研究表明,随着金字塔结构复杂程度的增加,处在金字塔式控股结构下的上市公司的股票更具有“彩票股”的特征、非金融企业的金融资产配置更多,且会进行更多的关联资本运作,但这些行为并没有带来预期的企业绩效改善,而在很大程度上演化为以实现控股股东及其背后实际控制人财富短期快速增值为目的的机会主义资本运作行为。李善民等^[26]采用事件研究法对1999—2000年中国证券市场沪深两市共349起并购事件进行了实证研究,结果表明,并购能给收购公司的股东带来显著的财富增加,而对目标公司股东财富的影响不显著。而Jiang等^[27]基于2005—2016年中国上市公司面板数据研究了资本运作的形式之一——债务重组对企业投资的影响,结果表明,债务重组对国有企业、产能过剩行业企业和以资产清偿债务的债务重组企业的投资效率提升作用更为显著。

(二) 理论分析与研究假说

我国的上市公司起步晚、发展慢,于是早期国家为了刺激其发展,曾特意降低银行利率并鼓励企业贷款,使得我国企业过分依赖银行等信贷融资^[28],企业杠杆率总体较高。而已有文献研究表

明,金融结构会影响企业的杠杆率水平,金融结构市场化程度的下降将会导致企业杠杆率的上升^[18]。当一个地区金融结构市场化程度越低时,银行等金融机构为该地区实体经济提供的信贷融资资源越多,而由于银行等金融机构追求收益增长的持续信贷投放,加之企业规模扩张冲动的债务融资需要^[29],促使银行等金融机构会在一定程度上迎合企业债务融资行为,使得相对资本市场等直接融资渠道而言,银行等金融机构的资源配置效率和监督效力相对不足,从而导致这些间接融资资金并不能合理、有效地配置至该地区的公司而优化资本结构,进而使得该地区这些杠杆率已经较高的企业进一步获得过多的信贷融资而加剧了其过度负债程度。

而根据资产替代假说,在负债比例较高的企业中,如果股东和经理的目标一致,经理将有强烈的动机将通过负债融资渠道获取的资金投资于高风险而成功机会较低的项目,而不是去投资低风险的项目,因为一旦投资成功,他们将获取全部收益,而债权人只能得到固定的本金和约定的利息,如果投资失败,基于有限责任制度和信息不对称(债权人很难认定是经理投资决策失误),经理承担的损失很小,而债权人将承担绝大部分的损失^[30]。所在地区金融结构市场化程度越低,则该地区企业将获得过多的信贷融资而加剧过度负债程度,而信贷供给的增加将会转变企业融资目的进而影响其投资行为^[31],资产收购、吸收合并以及要约收购等资本运作行为就是企业重要的投资行为。此外,公司杠杆率的提高会进一步加大其所面临的财务风险,从而不仅加大其信用风险^[32],甚至还可能因借款逾期增大融资成本^[28],导致这些过度依赖银行等间接融资的企业更可能从事资产收购、资产剥离、资产置换、吸收合并、债务重组、股份回购、要约收购以及股权转让等高风险的资本运作行为,以增大获得高收益的概率而缓解当前的财务困境。

在当前我国社会融资结构以信贷融资为主导的情形下,当地区金融结构市场化程度下降(或称社融贷款比上升)时,企业对银行的依赖程度会更

大,导致公司的负债水平过高甚至过度负债,而企业从银行渠道获得的过多的信贷融资将导致其更可能进行资本运作等高风险投资行为。基于此,提出研究假设 H1:地区金融结构市场化程度越低,公司进行资本运作的可能性越大。

二、研究设计与描述性统计

(一)模型设计与变量定义

本文采用模型(1)来验证假设 H1。

$$Operation_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Finstr_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

本文的被解释变量为资本运作(*Operation*),采用虚拟变量进行表示,参考陆蓉等^[20]、罗韵轩^[25]的研究,资本运作包括资产收购、资产剥离、资产置换、吸收合并、债务重组、股份回购、要约收购以及股权转让,若公司当年有公告资本运作事项,则*Operation*取值为1;否则,取值为0。需要说明的是,之所以采用虚拟变量进行资本运作的衡量,是因为对于同一资本运作事项,有时会发布多个公

告,采用是否公告资本运作事项能够更好地反映一个地区金融结构是否会对该地区企业的资本运作行为产生影响。解释变量为金融结构市场化程度,采用社会融资结构进行度量,等于各省当年新增人民币贷款占当年各省社会融资规模增量的比例,简称“社融贷款比”(*Finstr*)。这个指标越大,则代表该地区金融结构市场化程度越低。控制变量包括公司规模(*Size*)、账面市值比(*BM*)、总资产报酬率(*ROA*)、成长性(*Growth*)、公司所有权(*Soe*)、自由现金流(*Fcf*)、公司上市年限(*Age*)、两职合一(*Dual*)、管理层持股比例(*Mngmhldn*)、固定资产占比(*PPE*)、地区生产总值(*Gdp*)。除此以外,还设置了行业虚拟变量和年度虚拟变量以控制行业和年度因素的影响。各变量的具体定义和度量见表1。由于资本运作(*Operation*)是一个虚拟变量,本文采用logit模型来验证假设H1。本文所有实证回归结果的标准误差估计均在公司层面进行了聚类调整。

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>Operation</i>	资本运作	虚拟变量,公司当年公告某一特定(资产收购、资产剥离、资产置换、吸收合并、债务重组、股份回购、要约收购、股权转让)资本运作事项,则取值为1;否则,取值为0
解释变量	<i>Finstr</i>	金融结构市场化程度	采用社融贷款比进行表示,各省当年新增人民币贷款占当年各省社会融资规模增量的比例
控制变量	<i>Size</i>	公司规模	公司年末总资产的自然对数
	<i>BM</i>	账面市值比	公司年末总资产/公司市值
	<i>ROA</i>	总资产报酬率	(利润总额+财务费用)/平均资产总额
	<i>Growth</i>	成长性	(营业收入本年本期金额-营业收入上年同期金额)/营业收入上年同期金额
	<i>Soe</i>	公司所有权	若为国企,则取值为1,否则为0
	<i>Fcf</i>	自由现金流	息前税后利润+折旧与摊销-营运资本增加-资本支出,然后取自然对数
	<i>Age</i>	公司上市年限	当年年份-公司上市年份
	<i>Dual</i>	两职合一	董事长与总经理是否为同一人,若是则取值为1;否则为0
	<i>Mngmhldn</i>	管理层持股比例	董监高持股数量占总股数的比例
	<i>PPE</i>	固定资产占比	固定资产净额/资产总计
	<i>Gdp</i>	地区生产总值	地区生产总值的自然对数

(二)样本选择与数据来源

由于本文用于衡量金融结构市场化程度的变量的数据是从2013年开始披露,因此,本文以2013—2020年我国A股上市公司为研究样本,并按如下标准进行筛选:剔除ST、*ST状态下的公司;剔除金融行业的公司;剔除数据不完整的观测值;对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。最终为11 215个观测值,本文数据主要来自CSMAR数据库。

(三)描述性统计

表2为主要变量的描述性统计。从表2可以看出,近80%的观测值的资本运作(*Operation*)取值为1。社融贷款比(*Finstr*)的最小值为0.315,最大值为1.572,这说明不同年份不同省份之间金融结构市场化程度的差异较大。除此之外,成长性(*Growth*)、公司上市年限(*Age*)、管理层持股比例(*Mngmhldn*),各个公司之间也是存在较大差异。公司所有权(*Soe*)的均值为0.369,说明在所有观测值中约37%为国企。

表2 描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Operation</i>	11 215	0.795	1.000	0.404	0.000	1.000
<i>Finstr</i>	11 215	0.684	0.677	0.176	0.315	1.572
<i>Size</i>	11 215	13.117	12.952	1.262	10.864	16.996
<i>BM</i>	11 215	0.616	0.606	0.255	0.116	1.177
<i>ROA</i>	11 215	0.065	0.056	0.057	-0.092	0.266
<i>Growth</i>	11 215	0.130	0.087	0.312	-0.522	1.663
<i>Soe</i>	11 215	0.369	0.000	0.483	0.000	1.000
<i>Fcf</i>	11 215	9.830	9.818	1.742	5.324	13.987
<i>Age</i>	11 215	11.056	9.000	7.146	2.000	26.000
<i>Dual</i>	11 215	0.262	0.000	0.440	0.000	1.000
<i>Mngmhltn</i>	11 215	0.127	0.005	0.189	0.000	0.672
<i>PPE</i>	11 215	0.224	0.190	0.164	0.002	0.713
<i>Gdp</i>	11 215	10.574	10.564	0.708	8.008	11.615

注：*Finstr* 的最大值大于1，是因为社会融资规模增量包含了人民币贷款、外币贷款（折合人民币）、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股票融资等，而委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券有的为负数，导致社会融资规模增量小于人民币贷款增量。

(四) 相关性分析

表3为Pearson相关系数表。从表3可以看出，

表3 相关性分析

变量	<i>Operation</i>	<i>Finstr</i>	<i>Size</i>	<i>BM</i>	<i>ROA</i>	<i>Growth</i>	<i>Soe</i>	<i>Fcf</i>	<i>Age</i>	<i>Dual</i>	<i>Mngmhltn</i>	<i>PPE</i>	<i>Gdp</i>
<i>Operation</i>	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Finstr</i>	0.057 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Size</i>	0.006	0.003	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>BM</i>	-0.059 ***	0.031 ***	0.574 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>ROA</i>	-0.001	-0.016 *	0.036 ***	-0.262 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Growth</i>	0.068 ***	0.006	0.001	-0.073 ***	0.253 ***	1	—	—	—	—	—	—	—
<i>Soe</i>	-0.135 ***	-0.050 ***	0.364 ***	0.244 ***	-0.121 ***	-0.107 ***	1	—	—	—	—	—	—
<i>Fcf</i>	0.035 ***	0.010	0.766 ***	0.413 ***	0.122 ***	0.019 **	0.234 ***	1	—	—	—	—	—
<i>Age</i>	-0.068 ***	0.041 ***	0.401 ***	0.265 ***	-0.100 ***	-0.111 ***	0.489 ***	0.298 ***	1	—	—	—	—
<i>Dual</i>	0.055 ***	0.019 **	-0.184 ***	-0.139 ***	0.037 ***	0.057 ***	-0.290 ***	-0.128 ***	-0.230 ***	1	—	—	—
<i>Mngmhltn</i>	0.077 ***	-0.009	-0.358 ***	-0.164 ***	0.125 ***	0.103 ***	-0.482 ***	-0.260 ***	-0.544 ***	0.243 ***	1	—	—
<i>PPE</i>	-0.092 ***	0.044 ***	0.119 ***	0.169 ***	-0.056 ***	-0.063 ***	0.210 ***	0.114 ***	0.085 ***	-0.099 ***	-0.164 ***	1	—
<i>Gdp</i>	0.044 ***	0.063 ***	-0.078 ***	-0.037 ***	0.087 ***	0.027 ***	-0.229 ***	-0.075 ***	-0.171 ***	0.112 ***	0.195 ***	-0.136 ***	1

注：***、**和*分别表示在 $p < 0.01$ ， $p < 0.05$ ， $p < 0.10$ 有统计学意义。

(二) 稳健性检验

1. 采用probit模型

因为本文的被解释变量(*Operation*)是一个虚拟变量，因此在对假设H1的检验中采用了logit模型，为了验证本文的研究结论对不同模型的适用性，采用probit模型重新回归，表5第(1)列为采用probit模型后的回归结果，可以看出，社融贷款比(*Finstr*)对资本运作(*Operation*)的影响在5%的水平上显著为正，说明金融结构市场化程度越低，公司进行资本运作的可能性越大，本文的研究结论依然稳健。

2. 去掉2018年及之后社会融资规模统计口径发生变化的年份

2019年12月起，人民银行进一步完善社会融

社融贷款比(*Finstr*)与资本运作(*Operation*)之间的Pearson相关系数显著为正。初步判断，金融结构市场化程度与资本运作之间为负相关关系，但地区金融结构市场化程度的降低是否会加大上市公司资本运作发生的可能性，还需进一步的实证检验。

三、主回归结果与分析

(一) 主回归结果与分析

表4列示了金融结构市场化程度与公司资本运作的回归结果。表4第(1)列是控制行业和时间固定效应但是未加控制变量的回归结果，主要解释变量社融贷款比(*Finstr*)的回归系数在5%的水平上显著为正；第(2)列是加入了控制变量的回归结果，主要解释变量社融贷款比(*Finstr*)的回归系数为0.408，且在5%的水平上显著，表明金融结构市场化程度越低，该地区的公司进行资本运作的可能性越大，支持了本文的研究假设H1。

资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019年9月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018年9月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018年7月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。为了避免统计口径的变化对本文结论有效性的影响，去掉2018年及之后社会融资规模统计口径发生变化的年份后重新回

归,表 5 第(2)列为相应的回归结果。由此可以看出,社融贷款比(*Finstr*)对资本运作(*Operation*)的影响在 5%的水平上仍然显著为正,说明金融结构市场化程度越低,公司进行资本运作的可能性越大,本文的研究结论依然稳健。

表 4 金融结构市场化程度与公司资本运作的回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>Operation</i>	<i>Operation</i>
<i>Finstr</i>	0.372 ** (2.22)	0.408 ** (2.39)
<i>Size</i>	—	0.154 *** (3.60)
<i>BM</i>	—	-0.942 *** (-5.54)
<i>ROA</i>	—	-3.364 *** (-5.80)
<i>Growth</i>	—	0.593 *** (5.48)
<i>Soe</i>	—	-0.578 *** (-7.50)
<i>Fcf</i>	—	0.107 *** (4.86)
<i>Age</i>	—	-0.012 ** (-2.13)
<i>Dual</i>	—	0.062 (0.92)
<i>Mngmhltn</i>	—	0.374 * (1.89)
<i>PPE</i>	—	-0.758 *** (-3.76)
<i>Gdp</i>	—	-0.025 (-0.60)
常数项	2.683 *** (3.76)	1.344 (1.31)
行业固定效应	YES	YES
年份固定效应	YES	YES
观测值	11 215	11 215
<i>pseudo R</i> ²	0.024	0.056

注:***、**和*分别表示在 $p < 0.01$, $p < 0.05$, $p < 0.10$ 有统计学意义;括号内是基于公司层面进行聚类稳健标准误调整后的 z 值。

3. 排除非本地贷款的影响

由于上市公司与其子公司并不一定在同一个地区,上市公司也并不一定只是在本地进行贷款行为,即上市公司的贷款也可能来自于其他地区,因此,上市公司的非本地贷款可能对于本文研究结论的有效性具有一定的影响。基于此,借鉴何捷等^[33]的方法,将母公司报表有息负债大于或等于合并报表有息负债,且母公司报表其他应收款大于合并报表其他应收款的集团企业视为集中负债企业,并仅针对集中负债企业的样本进行回归。表 5 第(3)列为相应的回归结果,可以看出,社融

贷款比(*Finstr*)对资本运作(*Operation*)的影响在 5%的水平上仍然显著为正,说明金融结构市场化程度越低,公司进行资本运作的可能性越大,本文的研究结论依然稳健。

4. 剔除最终并未成功达成交易的公告

在主回归中,本文的被解释变量资本运作定义为公司当年是否公告资本运作事项。若是,则取值为 1;否则为 0。由于存在虽然公告了资本运作事项,但最终并未成功达成交易的情况,因此,去掉最终并未成功达成交易的公告,对模型重新进行回归。表 5 第(4)列为相应的回归结果,可以看出,社融贷款比(*Finstr*)对资本运作(*Operation*)的影响在 5%的水平上仍然显著为正,说明金融结构市场化程度越低,公司进行资本运作的可能性越大,本文的研究结论依然稳健。

表 5 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Operation</i>	<i>Operation</i>	<i>Operation</i>	<i>Operation</i>
<i>Finstr</i>	0.224 ** (2.33)	0.619 ** (2.43)	1.655 ** (2.23)	0.356 ** (2.15)
<i>Size</i>	0.090 *** (3.75)	0.179 *** (3.08)	0.010 (0.05)	0.170 *** (4.04)
<i>BM</i>	-0.548 *** (-5.73)	-1.155 *** (-4.72)	-1.397 * (-1.91)	-0.964 *** (-5.75)
<i>ROA</i>	-1.900 *** (-5.80)	-3.377 *** (-4.39)	-2.667 (-1.23)	-3.151 *** (-5.56)
<i>Growth</i>	0.316 *** (5.37)	0.602 *** (4.13)	0.013 (0.03)	0.616 *** (5.80)
<i>Soe</i>	-0.335 *** (-7.63)	-0.680 *** (-7.00)	-0.808 *** (-2.86)	-0.584 *** (-7.72)
<i>Fcf</i>	0.062 *** (4.81)	0.089 *** (3.00)	0.072 (0.76)	0.098 *** (4.53)
<i>Age</i>	-0.007 ** (-2.29)	-0.009 (-1.20)	-0.001 (-0.04)	-0.014 ** (-2.47)
<i>Dual</i>	0.035 (0.93)	0.072 (0.81)	-0.177 (-0.73)	0.061 (0.93)
<i>Mngmhltn</i>	0.222 ** (2.02)	0.210 (0.82)	-0.646 (-1.09)	0.292 (1.51)
<i>PPE</i>	-0.432 *** (-3.72)	-0.481 ** (-1.97)	-0.657 (-0.94)	-0.686 *** (-3.45)
<i>Gdp</i>	-0.011 (-0.44)	-0.084 (-1.45)	-0.397 ** (-2.37)	-0.018 (-0.44)
常数项	0.582 (1.08)	1.839 (1.30)	5.962 * (1.77)	1.210 (1.19)
行业固定效应	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES
观测值	11 215	6 003	628	11 215
<i>pseudo R</i> ²	0.056	0.066	0.092	0.055

注:***、**和*分别表示在 $p < 0.01$, $p < 0.05$, $p < 0.10$ 有统计学意义;括号内是基于公司层面进行聚类稳健标准误调整后的 z 值。

5. 工具变量法

为了消除遗漏变量、反向因果等内生性问题的影响,采用地区老年人口抚养比(*Oldratio*)作为地区金融结构市场化程度的工具变量进行检验。之所以选择该工具变量,是因为老年人口抚养比越高,则储蓄率越低^[34-35],从而导致金融机构存款下降,进而使得金融机构为企业所提供的信贷资金相应下降,即地区老年人口抚养比越高,所在地区社融贷款比越低(或称金融结构市场化程度越高);老年人口抚养比作为一个省份的人口结构,其本身并不会对所在地区公司的资本运作行为产生直接影响,更不会受到所在地区企业的资本运作行为的影响,满足外生性要求。因此,该工具变量较为合理。

回归结果如表6所示。一阶段回归中,表6第(1)列的回归结果表明,工具变量老年人口抚养比(*Oldratio*)的系数在1%的水平上显著为负,符合预期,且其弱工具变量检验中,Wald和AR检验所对应的 p 值均小于10%,表明工具变量是有效的,不存在弱工具变量问题;二阶段回归中,表6第(2)列的回归结果表明,社融贷款比(*Finstr*)对资本运作(*Operation*)的影响在5%的水平上仍然显著为正,说明在缓解了可能存在的内生性问题后,本文的结论依然成立,即地区金融结构市场化程度越低,公司进行资本运作的可能性越大。

四、进一步研究与分析

(一) 中介效应检验

本文的主回归结果表明,公司所在地区的金融结构市场化程度越低,则公司进行资本运作的可能性越大,即公司所在地区新增人民币贷款占社会融资规模增量的比例越大,则该地区公司进行资本运作的可能性越大,那么企业所在地区新增人民币贷款占社会融资规模增量的比例是如何影响到企业资本运作行为的呢?本文认为,在当前我国社会融资结构以信贷融资为主导的情形下,大部分融资交易都需要通过债权的方式完成,当地区金融结构市场化程度下降时,企业对银行的依赖程度会更大,导致公司的负债水平过高,使得公司的负债水平往往超过了公司的目标负债

率,即过度负债,而企业从银行渠道获得的过多的信贷融资一方面会加大公司对高风险项目的投资,另一方面也会加大公司自身的财务风险,从而导致更多资本运作的发生。

表6 稳健性检验——工具变量法

变量	(1)	(2)
	<i>Finstr</i>	<i>Operation</i>
<i>Finstr</i>	— —	3.769 ** (2.13)
<i>Oldratio</i>	-0.002 *** (-3.15)	— —
<i>Size</i>	-0.010 *** (-3.52)	0.112 *** (5.03)
<i>BM</i>	0.028 ** (2.53)	-0.551 *** (-5.30)
<i>ROA</i>	-0.018 (-0.46)	-1.510 *** (-3.00)
<i>Growth</i>	0.000 (0.04)	0.263 *** (3.29)
<i>Soe</i>	-0.020 *** (-3.86)	-0.207 * (-1.93)
<i>Fcf</i>	0.000 (0.30)	0.049 *** (2.87)
<i>Age</i>	0.001 ** (2.22)	-0.009 *** (-3.06)
<i>Dual</i>	0.001 (0.26)	0.024 (0.67)
<i>Mngmhltn</i>	-0.023 * (-1.91)	0.263 *** (2.58)
<i>PPE</i>	0.066 *** (4.72)	-0.591 *** (-5.17)
<i>Gdp</i>	0.003 (0.94)	-0.018 (-0.71)
常数项	0.756 *** (13.84)	-2.127 (-1.45)
行业固定效应	YES	YES
年份固定效应	YES	YES
观测值	11 215	11 215
Wald 外生性检验	3.16	—
Wald 卡方值	—	497.53

注:***、**和*分别表示在 $p < 0.01$, $p < 0.05$, $p < 0.10$ 有统计学意义;括号内是基于公司层面进行聚类稳健标准误调整后的 z 值。

为进一步研究过度负债是否在地区金融结构市场化程度与公司资本运作之间发挥了中介效应,本文依据温忠麟等^[36]提出的中介效应检验方法进行检验,在主回归模型检验的基础上,增加了模型(2)和模型(3)进行检验。首先,对模型(2)进行了回归,检验地区金融结构市场化程度对公司过度负债的影响,主要关注*Finstr*的系数 a_1 的显著性,预期金融结构市场化程度越低,则该地区公司的过度负债程度会越高,因而预计 a_1 显著为正;

其次,依据模型(3)进行回归,如果公司过度负债在地区金融结构市场化程度与公司资本运作之间发挥了中介效应作用,那么,模型(3)中 *Overdebt* 的回归系数应当显著为正。

$$Overdebt_{i,t} = a_0 + a_1 Finstr_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Operation_{i,t} = b_0 + b_1 Finstr_{i,t} + b_2 Overdebt_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

在模型(2)中, *Overdebt* 代表了公司过度负债程度,等于企业的实际负债率减去目标负债率,该指标越大则公司过度负债水平越高。参考陆正飞等^[37]的计算方法,对模型(4)分年度进行 Tobit 回归,计算企业的目标负债率,实际负债率 = 账面资产负债率 = 总负债/总资产,用实际负债率减去目标负债率,得到过度负债程度 (*Overdebt*)。

$$LEVB_t = c_0 + c_1 SOE_{t-1} + c_2 ROA_{t-1} + c_3 IND_LEVB_{t-1} + c_4 GROWTH_{t-1} + c_5 FATA_{t-1} + c_6 SIZE_{t-1} + c_7 FIRST_{t-1} + \varepsilon \quad (4)$$

模型(4)中, *SOE* 表示公司产权性质,国企为 1,非国企为 0; *ROA* 表示公司盈利能力,用营业利润/总资产衡量; *IND_LEVB* 表示公司所在行业的资产负债率的中位数; *GROWTH* 表示公司成长性,用(本期末总资产 - 上期末总资产)/上期末总资产衡量; *FATA* 表示公司固定资产占比,用固定资产/总资产衡量; *SIZE* 表示公司规模,用期末总资产的自然对数衡量; *FIRST* 表示公司第一大股东持股比例。

表 7 第(1)列报告了模型(2)的回归结果,可以看出,社融贷款比 (*Finstr*) 的回归系数为 0.043,且在 1% 的水平上显著,与预期一致,表明地区金融结构市场化程度的下降确实会提高当地公司的过度负债程度。表 7 第(2)列报告了模型(3)的回归结果, *Overdebt* 的系数为 0.889,且在 1% 的水平上显著,同时, *Finstr* 的回归系数为 0.367,在 5% 的水平上显著,在加入中介变量 *Overdebt* 后, *Finstr* 的回归系数有所减小,且 Sobel 检验的 P 值 < 0.01。以上结果说明,公司过度负债在地区金融结构市场化程度与公司资本运作之间发挥了部分中介效

应,即在金融结构市场化程度越低的地区,企业所处融资环境中的信贷融资占比越高,从而加剧企业过度负债程度,进而导致企业越可能进行资本运作,与预期一致。

表 7 中介效应检验

变量	(1)	(2)
	<i>Overdebt</i>	<i>Operation</i>
<i>Finstr</i>	0.043 *** (3.92)	0.367 ** (2.16)
<i>Overdebt</i>	— —	0.889 *** (4.65)
<i>Size</i>	-0.007 ** (-2.15)	0.162 *** (3.82)
<i>BM</i>	0.000 (0.02)	-0.944 *** (-5.63)
<i>ROA</i>	-0.381 *** (-9.11)	-3.023 *** (-5.16)
<i>Growth</i>	0.053 *** (9.24)	0.541 *** (5.04)
<i>Soe</i>	-0.007 (-1.09)	-0.572 *** (-7.41)
<i>Fcf</i>	0.013 *** (8.73)	0.094 *** (4.27)
<i>Age</i>	0.001 ** (2.36)	-0.013 ** (-2.35)
<i>Dual</i>	0.009 * (1.82)	0.055 (0.82)
<i>Mngmhltn</i>	-0.043 *** (-2.97)	0.419 ** (2.12)
<i>PPE</i>	0.028 (1.49)	-0.781 *** (-3.86)
<i>Gdp</i>	0.002 (0.42)	-0.027 (-0.64)
常数项	-0.036 (-0.48)	1.467 (1.44)
行业固定效应	YES	YES
年份固定效应	YES	YES
观测值	11 215	11 215
Sobel 检验 P 值	0.000	
adj. R ² /pseudo R ²	0.068	0.058

注:***、**和*分别表示在 $p < 0.01$, $p < 0.05$, $p < 0.10$ 有统计学意义;括号内是基于公司层面进行聚类稳健标准误调整后的 t 值或 z 值。

此外,本文采用“(吸收权益性投资收到的现金 + 发行债券收到的现金)/期初期末平均总资产”作为企业直接融资水平进行中介效应检验,进一步检验了企业“直接融资”在金融结构市场化程度与企业资本运作之间的中介效应。表明一个地区的“直接融资”比例的上升能够比较合理、有效地配置给该地区的所有企业,从而不会导致该地区企业由于获得过多的直接融资而更可能进行资

本运作。这也进一步支持了本文“优化金融结构(提升金融结构市场化程度)——减少企业过度负债——减少资本运作”这一逻辑的合理性。

(二)截面效应检验

1. 基于企业产权性质的截面效应检验

国企具有特殊的性质作用,并非纯粹经济组织,具有特殊的治理机制。国有企业的经营和管理受政府的干预约束,在投资决策方面往往会放弃净现值大于零的高风险性项目而倾向于更稳健的投资项目。此外,国有企业可以得到政府补贴和政策优惠,受外部环境的影响也较小^[38],非国有企业受到外部金融生态环境的影响相对于国有企业较高。基于以上分析,预测地区金融结构市场化程度的降低对非国有企业带来的影响更大,即金融结构市场化程度对资本运作的负向影响在非国企中更显著。通过构建公司所有权(*Soe*)与社融贷款比(*Finstr*)的交乘项,来检验地区金融结构市场化程度对公司资本运作的影响是否受企业所有权性质的影响,表8第(1)列的回归结果显示, $Finstr \times Soe$ 的系数在5%的水平下显著为负,说明地区金融结构市场化程度越低,公司进行资本运作的可能性越大这一效应在非国企中表现更强。

2. 基于企业成长性的截面效应检验

企业作为一个持续经营发展的整体,其价值构成除了目前的经营收益,还包括未来可能出现的成长机会,企业未来的成长机会对风险债务的代理成本具有显著影响,在成熟领域经营、拥有较低增长前景的高负债企业,可能倾向于对风险项目过度投资以提升企业的未来成长空间;相反,拥有良好经营前景的高负债企业,可能为避开风险而放弃新投资,这样的投资路径显然会影响企业绩效并进而影响财务危机的可能性^[39]。那么,对于成长性高的企业来说,其具有较好的发展机会,也会更加规避风险项目的投资,财务危机发生的可能性也较低,因而预测在成长性较高的企业中,地区金融结构市场化程度对公司资本运作的负向影响较小。通过构建企业成长性(*Growth*)与社融贷款比(*Finstr*)的交乘项,来检验地区金融结构市

场化程度对公司资本运作的影响是否受企业成长性的影响,表8第(2)列的回归结果显示, $Finstr \times Growth$ 的系数在5%的水平下显著为负,说明地区金融结构市场化程度越低,公司进行资本运作的可能性越大这一效应在成长性较低的公司中表现更强。

3. 基于企业管理层持股比例的截面效应检验

在当前中国上市企业中,无论是民营上市企业还是国有上市企业,管理层均拥有较高的权力,公司一些经营决策往往由管理层决定,管理层持股比例较高的企业,管理层提出的重大决策也更容易通过,因而预测在管理层持股比例较高的企业中,地区金融结构市场化程度对公司资本运作的负向影响较大。通过构建企业管理层持股比例(*Mngmhldn*)与社融贷款比(*Finstr*)的交乘项,来检验地区金融结构市场化程度对公司资本运作的影响是否受企业管理层持股比例的影响,表8第(3)列的回归结果显示, $Finstr \times Mngmhldn$ 的系数在5%的水平下显著为正,说明地区金融结构市场化程度越低,公司进行资本运作的可能性越大这一效应在管理层持股较高的公司中表现更强。

4. 基于企业机构投资者持股比例的截面效应检验

赵国宇等^[40]的研究发现机构投资者持股不仅可以抑制大股东掏空行为,还可以增强高管激励的力度;王国安^[41]认为机构投资者为主体的多元化股权结构可以克服个人股比重过高、股权过分分散而引起的“搭便车”以及股东追求短期利益的倾向,也可以消除由于国有股比例过高而导致的行政过度干预的弊端。现有研究普遍认为拥有较高持股比例的机构投资者,对公司的生产经营、投资决策会更加关注,既可以助力公司的发展,也可以加强对管理者等的监督,能够对公司的治理产生积极的作用,因而预测在机构投资者持股比例较低的企业中,地区金融结构市场化程度对公司资本运作的负向影响较大。*Ins*代表机构投资者持股比例,通过构建企业机构投资者持股比例(*Ins*)与社融贷款比(*Finstr*)的交乘项,来检验地区金融结构市场化程度对公司资本运作的影响是否受企

业机构投资者持股比例的影响,表 8 第(4)列的回归结果表明, $Finstr \times Ins$ 的系数在 10% 的水平下显著为负,说明地区金融结构市场化程度越低,公司进行资本运作的可能性越大这一效应在机构投资者持股比例较低的公司中表现更强。

表 8 截面效应检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Operation	Operation	Operation	Operation
$Finstr \times Soe$	-0.746 ** (-2.48)	—	—	—
$Finstr \times Growth$	—	-0.967 ** (-2.38)	—	—
$Finstr \times Mngmhldn$	—	—	1.923 ** (2.10)	—
$Finstr \times Ins$	—	—	—	-0.011 * (-1.70)
Ins	—	—	—	-0.004 (-0.84)
$Finstr$	0.833 *** (3.38)	0.485 *** (2.74)	0.273 (1.48)	0.996 *** (2.61)
Soe	-0.078 (-0.36)	-0.577 *** (-7.49)	-0.580 *** (-7.53)	-0.515 *** (-6.57)
$Growth$	0.598 *** (5.50)	1.246 *** (4.11)	0.596 *** (5.50)	0.586 *** (5.44)
$Mngmhldn$	0.385 * (1.94)	0.371 * (1.87)	-0.896 (-1.44)	-0.573 ** (-2.30)
$Size$	0.149 *** (3.49)	0.154 *** (3.61)	0.152 *** (3.56)	0.232 *** (5.21)
BM	-0.923 *** (-5.42)	-0.945 *** (-5.54)	-0.936 *** (-5.50)	-1.094 *** (-6.38)
ROA	-3.371 *** (-5.80)	-3.368 *** (-5.80)	-3.368 *** (-5.81)	-2.745 *** (-4.69)
Fcf	0.108 *** (4.89)	0.107 *** (4.88)	0.107 *** (4.87)	0.106 *** (4.77)
Age	-0.012 ** (-2.09)	-0.012 ** (-2.15)	-0.012 ** (-2.10)	-0.021 *** (-3.54)
$Dual$	0.063 (0.93)	0.064 (0.95)	0.061 (0.90)	0.049 (0.72)
PPE	-0.755 *** (-3.75)	-0.761 *** (-3.77)	-0.761 *** (-3.77)	-0.747 *** (-3.67)
Gdp	-0.029 (-0.69)	-0.026 (-0.61)	-0.032 (-0.75)	-0.037 (-0.87)
常数项	1.143 (1.11)	1.297 (1.26)	1.515 (1.46)	0.807 (0.79)
行业固定效应	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES
观测值	11 215	11 215	11 215	11 203 ^①
pseudo R ²	0.056	0.056	0.056	0.061

注:***、**和* 分别表示在 $p < 0.01$, $p < 0.05$, $p < 0.10$ 有统计学意义;括号内是基于公司层面进行聚类稳健标准误调整后的 z 值。

(三)经济后果检验:基于控股股东代理成本视角

在股权结构高度集中、且大股东控制权和现金流权严重偏离的情况下,处于优势地位的大股东和中小股东之间经常出现严重的利益冲突。在中国,大股东是比较普遍存在的,公司大股东及其经理人员往往控制董事会和公司的经营管理,公司治理结构失衡、缺少监督以及损害中小股东利益的现象时有发生。

张晓宇等^[1]以限售股解禁前后大股东的资本运作为视角,研究发现大股东在限售股解禁前后进行资本运作的原因是,希望借助资本运作提高股价,高位减持套现,获取高额收益。郑志刚等^[2]的研究表明,随着金字塔结构复杂程度的增加,处在金字塔式控股结构下的上市公司的股票更具有“彩票股”的特征、非金融企业的金融资产配置更多,且会进行更多的关联资本运作,但这些行为并没有带来预期的企业绩效改善,而在很大程度上演化为以实现控股股东及其背后实际控制人财富短期快速增值为目的的机会主义资本运作行为。那么,资本运作很可能成为股东、管理层谋求利益的手段,从而增加控股股东代理成本,即第二类代理成本。本文借鉴罗进辉^[42]和李文贵等^[43]的研究,以期末其他应收款占期末总资产的比重衡量控股股东代理成本(Sc)。 Sc 值越大,代表大股东与中小股东间的代理成本越高,即大股东掏空越严重。

通过表 9 的回归结果可以看出, $Operation$ 和 $Finstr$ 的交乘项在 5% 的显著性水平下,对 Sc 的影响显著为正,说明金融结构市场化程度越低的地区,公司进行资本运作增加控股股东与中小股东之间代理成本的负面作用越大。

五、研究结论与启示

研究发现,金融结构市场化程度越低的地区,公司进行资本运作的可能性越大。而且,公司过度负债在金融结构市场化程度对公司资本运作的影响中发挥了部分中介效应,即在金融结构市场

① 删除了机构投资者持股比例(Ins)缺失的样本,导致观测值发生变化。

化程度越低的地区,企业所处融资环境中的信贷融资占比越高进而加剧企业过度负债程度,从而导致公司越可能进行资本运作;金融结构市场化程度对公司资本运作的负向影响在非国有企业、成长性较低、管理层持股比例较高以及机构投资者持股比例较低的公司中更为显著;金融结构市场化程度的降低会加剧公司资本运作增大控股股东与中小股东之间的代理成本的作用。

表 9 经济后果检验

变量	(1)
	Sc
<i>Operation × Finstr</i>	0.004 ** (2.03)
<i>Operation</i>	0.000 (0.03)
<i>Finstr</i>	-0.002 (-0.76)
<i>Size</i>	0.001 *** (2.80)
<i>BM</i>	-0.001 (-0.40)
<i>ROA</i>	-0.039 *** (-7.56)
<i>Growth</i>	-0.000 (-0.36)
<i>Soe</i>	-0.003 *** (-3.16)
<i>Fcf</i>	-0.000 (-0.08)
<i>Age</i>	0.000 *** (3.58)
<i>Dual</i>	0.000 (0.58)
<i>Mngmhlnd</i>	-0.003 * (-1.75)
<i>PPE</i>	-0.020 *** (-11.76)
<i>Gdp</i>	-0.001 *** (-2.73)
常数项	0.014 * (1.87)
行业固定效应	YES
年份固定效应	YES
观测值	11 111 ②
<i>adj. R</i> ²	0.123

注:***、**和*分别表示在 $p < 0.01$, $p < 0.05$, $p < 0.10$ 有统计学意义;括号内是基于公司层面进行聚类稳健标准误调整后的t值。

本文的研究对于提升金融结构市场化程度,从而提升金融助力实体经济发展能力具有重要的

启示意义:首先,要提高地区金融结构市场化程度,加强金融市场基础设施建设,提高直接融资比重,优化金融结构,推进金融双向开放,完善资本市场的制度建设,使得资本市场能够提供更有效的金融服务来满足不同主体对资金的需求,为企业提供多渠道的直接融资服务。其次,要降低企业的资本运作行为,企业的资本运作行为会增大控股股东代理成本,地区金融结构市场化程度的降低会加剧资本运作增大控股股东代理成本的作用,因此更应当关注金融结构市场化程度较低地区的企业的资本运作行为。最后,应当关注、重视社会融资规模数据所衡量的金融结构指标,提升该指标在金融结构市场化程度对微观企业影响研究中的适用性,建议在宏观调控中更加关注社会融资结构(金融结构)这一指标。

参考文献:

- [1] 张晓宇,徐龙炳.限售股解禁、资本运作与股价崩盘风险[J].金融研究,2017(11):158-174.
- [2] 郑志刚,郇珍,黄继承,等.金字塔式控股结构与上市公司资本运作的机会主义倾向[J].金融研究,2021(11):153-169.
- [3] CHENG X, DEGRYSE H. The impact of bank and non-bank financial institutions on local economic growth in China [J]. Journal of financial services research, 2010 (37): 179-199.
- [4] 左良.直接融资促进经济增长的内在机理研究[J].金融与经济,2015(12):38-42.
- [5] AHMED A D, WAHID A N M. Financial structure and economic growth link in African countries: a panel cointegration analysis [J]. Journal of economic studies, 2011, 38 (3): 331-357.
- [6] 范学俊.金融体系与经济增长:来自中国的实证检验[J].金融研究,2006(3):57-66.
- [7] 林毅夫,孙希芳,姜烨.经济发展中的最优金融结构理论初探[J].经济研究,2009,44(8):4-17.
- [8] 张成思,刘贯春.最优金融结构的存在性、动态特征及经济增长效应[J].管理世界,2016(1):66-77.
- [9] CASTRO F, KALATZIS A E G, MARTINS-FILHO C. Financing in an emerging economy: does financial development or financial structure matter? [J]. Emerging markets review,

② 删除了控股股东代理成本(Sc)缺失的样本,导致观测值发生变化。

2015(23): 96-123.

[10] KHAN M K, HE Y, AKRAM U, et al. Financing and monitoring in an emerging economy: can investment efficiency be increased? [J]. China economic review, 2017 (45): 62-77.

[11] BROWN J R, MARTINSSON G, PETERSEN B C. Law, stock markets, and innovation[J]. The journal of finance, 2013, 68(4): 1517-1549.

[12] HSU P H, TIAN X, XU Y. Financial development and innovation: Cross-country evidence[J]. Journal of financial economics, 2014, 112(1): 116-135.

[13] KHAN M K, HE Y, AKRAM U, et al. Firms' technology innovation activity: does financial structure matter? [J]. Asia-Pacific journal of financial studies, 2018, 47(2): 329-353.

[14] 应晓妮, 宁卉. 金融结构、金融功能与创新发展[J]. 宏观经济研究, 2022(5): 35-47, 59.

[15] 刘波, 胡宗义, 龚志民. 金融结构、研发投入与区域经济高质量发展[J]. 云南社会科学, 2021(3): 84-92, 188.

[16] WANG C B, HUANG Z. Econometric analysis of the impact of financial structure on innovation based on the fixed effects panel model[J]. Mathematical problems in engineering, 2021, 2021: 1-19.

[17] 李展, 王淑娟, 叶蜀君. 金融结构与制造业成长: 基于产业异质性视角[J]. 经济经纬, 2022, 39(1): 88-97.

[18] 谭小芬, 李源, 王可心. 金融结构与非金融企业“去杠杆”[J]. 中国工业经济, 2019(2): 23-41.

[19] 史贞, 李向阳, 刘伟燕, 等. 金融结构与非金融企业杠杆率关系研究[J]. 国际金融研究, 2022(2): 86-96.

[20] 陆蓉, 兰袁. 大股东股权质押与上市公司资本运作[J]. 金融研究, 2021(4): 169-186.

[21] 秦帅, 谭劲松, 谭燕. 控股股东股权质押: 上市公司股份回购动因[J]. 会计研究, 2021(12): 95-106.

[22] 何威风, 李思昊, 周子露. 控股股东股权质押与股份回购[J]. 中国软科学, 2021(7): 106-119.

[23] WANG Z. Controlling shareholders' equity pledge and listed companies' stock repurchase[J]. Discrete dynamics in nature and society, 2022, 2022.

[24] TANG Y, FANG H. Does bank shareholding affect corporate debt restructuring? evidence from financially distressed firms in China [J]. Applied economics, 2022, 54(60): 6919-6937.

[25] 罗韵轩. 金融生态环境、异质性债务治理效应与债务重组: 基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2016

(3): 43-49, 95.

[26] 李善民, 陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应[J]. 经济研究, 2002(11): 27-35, 93.

[27] JIANG J, LIU B, YANG J. The impact of debt restructuring on firm investment: evidence from China [J]. Economic modelling, 2019(81): 325-337.

[28] 杨振峰. 我国上市公司资本结构与财务风险研究[J]. 山西师大学报(社会科学版), 2012, 39(S1): 32-34.

[29] 许晓芳, 陆正飞. 企业杠杆、杠杆操纵与经济高质量发展[J]. 会计研究, 2022(6): 3-15.

[30] 朱志标, 张楠. 债务代理成本形成机理分析[J]. 财会通讯, 2010(29): 50-51.

[31] 王义中, 陈丽芳, 宋敏. 中国信贷供给周期的实际效果: 基于公司层面的经验证据[J]. 经济研究, 2015, 50(1): 52-66.

[32] 陈煦. 资本结构与信用风险相关性的实证研究[J]. 商业时代, 2012(33): 74-75.

[33] 何捷, 张会丽, 陆正飞. 货币政策与集团企业负债模式研究[J]. 管理世界, 2017(5): 158-169.

[34] 杨继军, 张二震. 人口年龄结构、养老保险制度转轨对居民储蓄率的影响[J]. 中国社会科学, 2013(8): 47-66, 205.

[35] 董丽霞, 赵文哲. 人口结构与储蓄率: 基于内生人口结构的研究[J]. 金融研究, 2011(3): 1-14.

[36] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004(5): 614-620.

[37] 陆正飞, 何捷, 窦欢. 谁更过度负债: 国有还是非国有企业? [J]. 经济研究, 2015, 50(12): 54-67.

[38] 佟爱琴, 李孟洁. 产权性质、纵向兼任高管与企业风险承担[J]. 科学学与科学技术管理, 2018, 39(1): 118-126.

[39] 俞富坤, 盛宇华. 资本结构影响企业盈亏风险的多样性研究: 基于我国 A 股制造业民营公司的实证研究[J]. 财经理论与实践, 2021, 42(3): 42-48.

[40] 赵国宇, 翟秋玲. 机构投资者持股、高管激励与大股东掏空抑制[J]. 金融理论与实践, 2020(2): 88-96.

[41] 王国安. 上市公司资本结构对公司治理影响的研究[J]. 前沿, 2011(1): 133-136.

[42] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用: 双重代理成本视角[J]. 金融研究, 2012(10): 153-166.

[43] 李文贵, 余明桂, 钟慧洁. 央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效[J]. 管理世界, 2017(8): 123-135, 153.

(本文责编: 海 洋)