

终极控股股东超额控制与现金持有量价值的实证研究*

○ 沈艺峰 况学文 聂亚娟

摘要 文章以我国资本市场 2002 年非金融类 A 股公司为样本, 实证研究了终极控股股东控制权与现金流权分离对公司现金持有量水平及其市场价值的影响。研究结果发现: (1) 当终极控股股东为国有股东时, 控制权 / 现金流权系数与现金持有量水平显著正相关; 而当终极控股股东为非国有股东时, 控制权 / 现金流权系数与现金持有量水平虽然正相关, 但不能通过显著性检验。表明在两权分离的情况下, 国有终极控股股东对高现金持有量水平具有较高的偏好; (2) 当终极控股股东为国有股东, 且其控制权与现金流权存在分离时, 现金持有量的价值为 0.769 元; 而当终极控股股东控制权与现金流权不存在分离或虽存在分离但终极控股股东为非国有股东时, 现金持有量的价值为 1.206 元。从而表明在两权分离的情况下, 国有终极控股股东对高现金持有量水平的偏好是一种控股股东利益侵占动机。

关键词 控制权; 现金流权; 现金持有量; 终极控股股东

* 本文为国家自然科学基金重点项目“公司财务管理若干基础问题研究”(70632001)的阶段性成果

引言

自 Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer 提出控股股东的“利益侵占”假说以来,^[1] 控股股东的行为日益受到人们的关注。理论观点普遍认为, 在股权集中的上市公司, 控股股东会利用自身的控制地位转移公司的资源以获取控制权私利。实证研究也表明, 控股股东的控制权与现金流权分离程度越大, 其转移公司资源的动机越强。^[2-5]

在我国资本市场上, 由于缺乏保护小股东利益的法律机制, 加之约束大股东行为的相应市场机制尚未建立, 大股东控制更多地导致侵害小股东利益的“利益侵

占”现象的发生。目前, 国内的相关研究主要是围绕上市公司控股股东的持股比例对公司绩效的影响这一主题展开, 间接验证控股股东“利益侵占”的存在性。从文献上看, 现有研究较少从上市公司的控股股东直接追踪到终极控股股东, 也较少从控股股东控制权与现金流权分离的角度来考察其对公司绩效的影响。^[3-8]

本文主要沿袭 Claessens, Djankov, Fan 和 Lang 的研究思路与方法,^[2] 根据 2002 年中国 A 股市场上市公司的数据, 从上市公司的控股股东追踪其终极控股股东, 分别计算其控制权和现金流权, 进而构建控制权 / 现金流权系数, 研究终极控股股东两权分离对公司现金持有量水平及其市场价值的影响。我们之所以借助公司现金持有量这一特殊的公司资产进行研究, 主要基于以下考虑: 其一, 现金资产是公司资产中流动性最强的资产, 很容易受到公司内部人的侵蚀或转移, 而外部投资者较难进行监督。因此, 较多的流动性资产会导致较严重的代理问题。^[9-11] 当前我国资本市场上控股股东疯狂占用上市公司资金的现象就充分说明现金持有量存在严重的代理问题; 其二, 我国上市公司普遍持有大量的现金资产,^[12,13] 这些现金资产的价值构成了公司价值的很大一部分。^[14] 因此, 通过研究终极控股股东两权分离对公司现金持有量价值的影响, 可以从另一个角度为“股权结构与公司价值”之间的关系提供更为直接的经验证据, 同时也避开了股权结构与公司价值之间的内生性问题。^[15-17] 因此, 本文有两个较为显著的特点: 其一是追踪上市公司的终极控股股东, 构建其两权分离系数; 其二是从现金持有量的特殊角度来研究股权结构对公司价值的影响。

一、文献回顾与研究假设

Holderness 和 Sheehan 发现, 在美国证券市场上有

100 多家存在绝对控股股东的上市公司。^[18]而在英、美以外的其它国家,集中的所有权更是一种普遍现象。^[19,20]大公司典型地被控股股东所控制,他们拥有充分的控制力从而能够把他们的意愿强加于管理者。^[21]因此,在公司股权结构比较集中的环境中,特别是在股权结构高度集中、金字塔式和交叉持股控制模式普遍存在的情况下,控股股东与中小股东之间的矛盾成为现代公司利益冲突的主要来源,^[22]控股股东对中小股东的利益侵占问题成为公司主要的代理问题。^[23]

经典代理理论认为,控制公司资源的内部人会利用公司的资源追求自身利益最大化。^[9]在股权集中的上市公司,控股股东能够利用其自身的超强控制性地位攫取大量的控制权私利,而这种控制权私利的获取却是以牺牲小股东的利益为代价。^[24]Shleifer 和 Vishny 也指出,控股股东可以利用小股东无法分享的控制权,通过侵害小股东利益来获取私利。^[23]Claessens, Djankov 和 Lang 实证研究表明,东亚国家公司治理的主要问题正是控股股东对小股东的“利益侵占”问题。^[19]

控股股东与小股东之间代理问题的产生主要是源于控股股东的控制权与现金流权的分离。^[25]Bebchuck、Kraakman 和 Triantis 指出,控股股东通过金字塔式持股、交叉持股以及双重股份结构这三种方式来分离现金流权和控制权,这样他们只需拥有上市公司少量的现金流权就可以有效地掌握公司的投票权。因此,即使他们通过关联交易、转移利润、转移公司投资机会、支付高额报酬等方式侵占小股东利益,其它股东也难以制止和监督,这就造成了大股东的代理成本问题。^[25]Wolfezen 研究发现,控股股东可以利用很少的资源获取公司的控制权,从而降低了侵占小股东利益可能带来的对控制权共享收益的抵消作用。^[26]因此,一旦控股股东以较少的资源掌握了公司的控制权,就可以通过各种手段转移公司资源以增加自身财富,这样,上市公司就成为控股股东侵占小股东利益、攫取控制权私利的工具。

无论控股股东通过何种方式侵占上市公司的利益,上市公司是否有足够的现金通常是控股股东能否实现其控制权私利的重要前提。^[27]一般说来,控股股东偏好于流动性资产的投资,这是因为,流动性资产比固定资产更容易用来以牺牲其他股东利益为代价而增加控股股东的财富。^[10]Dittmar, Mahrt-Smith 和 Servaes, Kalcheva 和 Lins 实证经验表明,控股股东偏好于在流动性资产上进行过度投资。^[28,29]Pinkowitz、Stulz 和 Williamson 认为,在投资者权益保护较弱的国家,控股股东可能不会从公司价值最大化的角度来管理公司,因

为较弱的投资者权利保护使得控股股东更容易侵占公司的资源以满足他们的私人利益。在借鉴 Myers 和 Rajan 观点的基础上,他们所建立的模型表明,当制度较差时,控股股东会选择持有更多的现金以便较容易地攫取这些现金。^[30]而且,控股股东的控制权与现金流权分离程度越高,公司越倾向于分配较少的股利而积累较多的现金。^[31,32]据此,我们提出本文第一个研究假设:

假设 1: 在其它条件相同的情况下,终极控股股东的控制权与现金流权分离程度越大,其利益侵占的动机越强,对高现金持有量水平的偏好越强

控股股东的所有权性质不同,其对公司绩效的影响也存在差异。^[33]在我国资本市场发展过程中,由于国家控股的所有权模式、剥离非核心资产的改制方式等造成了国有上市公司在上市初期往往存在一个重要关联方,即上市公司的母公司或集团公司,由于上市公司是母公司剥离出优质资产注入的,因此在公司上市后,有沉重历史负担的母公司必然要求从上市公司中获取更多的回报,特别表现在侵占和挪用上市公司的资金。^[34]王化成和胡国柳在考察国有股东在公司治理中的作用时发现,国有股东具有“攫取之手”。^[35]我国上市公司的国有控股股东存在天然的“攫取”动机,而较弱的投资者保护环境进一步给这些国有控股股东掠夺公司资源提供了适宜的制度背景。^[36,37]白重恩、刘俏、陆洲、宋敏和张俊喜认为,政府控股的公司经营上缺乏效率,并且发生“利益侵占”的可能性较大;^[38]相比之下,民营上市公司则往往由原有企业发起设立,并无资产剥离这种“形离神不离”现象,并不存在天然的母公司,而且,由于资本市场向民营企业开放为时不久,民营上市公司中的大股东资产侵害问题并不严重。孙永祥和张俊喜、张华实证检验表明,非国有上市公司的治理效率要优于国有上市公司,尤其表现在股权集中程度、其他大股东对第一大股东的制约力、高级管理人员持股比例和董事会中外董事比例等四大机制上。^[39,40]王鹏和周黎安的实证研究发现,在给定其它条件不变时,当上市公司为私人控股时,其资金占用率和资金净占用率都显著低于国有控股的公司。^[41]Cheung, Jing, Rau, 和 Stouraitis 利用中国上市公司关联交易数据考察控股股东的“利益侵占”行为时发现,掠夺性的关联交易往往发生在上市公司与其地方政府控股股东之间,而在与非国有控股股东的关联交易中,则不存在这种掠夺性的关联交易,^[42]从而支持了 Shleifer 和 Vishny 的“政府掠夺之手”假说。^[43]基于以上分析,我们提出本文第二个研究假设:

假设 2: 在其它条件相同的情况下,当控制权与现

金流权存在分离时,相对于非国有终极控股股东,国有终极控股股东具有更强的利益侵占动机,对高现金持有量水平具有更强的偏好

按照“利益侵占”假说的理论预测,当控股股东具有通过上市公司积累大量现金资源以便择机对这些资源进行转移的动机时,理性的投资者会对此做出相应的反应,他们会对公司所持有的现金赋予较低的价值。Pinkowitz、Stulz 和 Williamson 的实证结果表明,在投资者利益保护较差而控股股东利益侵占较严重的国家,一美元现金的价值被一致认为低于 0.65 美元;而在投资者利益保护较好而控股股东利益侵占成本较高的国家,一美元现金相当于一美元公司价值。^[14,30] 因为投资者利益保护较差国家的公司持有大额现金不是控股股东最大化公司价值而是最大化自身私人利益决策的结果。然而,他们同时也认为,在投资者保护较差的国家,其金融市场的发展水平较低,公司外部融资的成本较高,为了避免这种高昂的外部融资成本,控股股东也会要求上市公司持有较高的现金资产;另一方面,在法律制度较差的国家,公司经营风险较大,控股股东出于谨慎动机也会要求上市公司持有较高的现金资产,因而,公司持有较高的现金资产是控股股东最大化公司价值的行为。基于以上分析,我们提出本文另两个相对立的研究假设:

假设 3:在其它条件相同的情况下,如果终极控股股东对高现金持有量水平的偏好是一种利益侵占动机,则现金持有量具有较低的市场价值

假设 4:在其它条件相同的情况下,如果终极控股股东对高现金持有量水平的偏好是一种最大化公司价值的谨慎动机时,则现金持有量具有较高的市场价值

二、样本选择与数据来源

本文以我国上市公司为研究样本,选择沪深 A 股市场 826 家公司 2002 年的数据。我们之所以选择 2002 年为样本期间,主要是基于以下考虑:在 2001 年,控股股东资金占用问题开始浮现,2002 年这一现象空前严重,2002 年底中国证监会曾对 1175 家上市公司进行普查,发现 676 家公司存在大股东占款现象,占款总额为 967 亿元。2003 年及以后年份,随着相关政策措施出台(2003 年、2004 年、2005 年),控股股东资金占用现象逐年明显下降。2005 年,证监会下发“关于集中解决上市公司资金被占用和违规担保问题的通知”,国务院批转“证监会关于提高上市公司质量的意见”,提出清理资金占用工作的最后时限,要求确保在 2006 年底全部偿还所占用资金。截至 2006 年底,未能解决资金

被违规占用的上市公司仅有 17 家。

在样本选取过程中,我们剔除了以下公司:(1)金融类公司;(2)ST 公司;(3)所需数据不足的公司。

本研究使用的财务数据来源于由北京大学中国经济研究中心和北京色诺芬公司联合开发的“CCERTM 中国证券市场财务数据库”,上市公司终极控股股东控制权、现金流权数据主要由笔者根据《中国证券报》、中国证券监督管理委员会网站、巨潮资讯网等门户网站上的信息加以整理获得。

三、控制权 / 现金流权分离与现金持有量水平

1. 变量定义

(1) 解释变量:控制权 / 现金流权系数 ($Rcrcfr$)

根据 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny, Claessens, Djankov, Fan 和 Lang 关于控制权和现金流权的定义和终极控股股东的原则,^[2,21] 本文按以下方式定义和计算终极控股股东及其控制权和现金流权:第一,控股股东为终极控股股东,即不再为其它股东所控制;控制权包含直接控制和间接控制;在每一条控制链中,有效的控制权为链条中的最小值;为了保证控股股东的有效控制,按照大多数研究所采用的标准,本文以 10% 为控制权标准;第二,现金流权:首先计算出每条控制链(包含直接控制和间接控制)中控制权的乘积,然后将此乘积进行相加。具体计算如下:

$$\text{控制权} : Cr = \sum \min_i(C_{i1}, C_{i2}, \dots, C_{in}) \quad (1)$$

$$\text{现金流权} : Cfr = \sum \prod C_{ii} \quad (2)$$

$$\text{控制权 / 现金流权系数} : Rcrcfr = Cr / Cfr \quad (3)$$

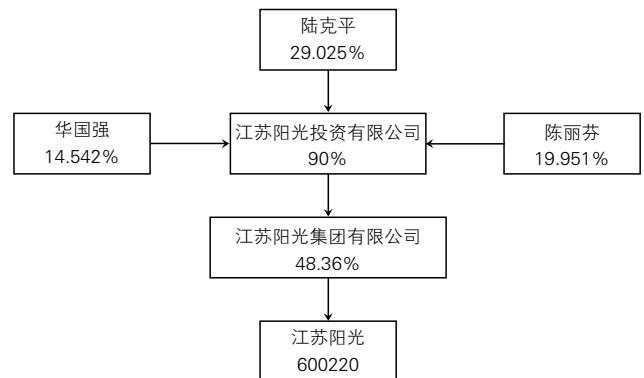


图1 江苏阳光股份有限公司控股结构图

如图 1 江苏阳光的控股结构图所示,江苏阳光股份有限公司的终极控股股东为自然人陆克平先生,其对江苏阳光股份有限公司的控制权为 $Cr=29.025\%$,而现金

流权为 $Cfr=48.36\% \times 90\% \times 29.025\%=12.63284\%$ ，则其控制权 / 现金流权系数为 $Crcfr=29.025\% \div 12.63284\%=2.298$ 。

(2) 被解释变量：现金持有量水平 ($Rcash$) 和行业调整的现金持有量水平 ($Incash$)

按照国内外相关研究文献，^[12,44] 我们把货币资金和短期投资定义为现金持有量水平，并用总资产进行平减。另外，为了消除行业因素的影响，我们也按照中国证监会行业分类标准对现金持有量水平进行调整。具体调整方法为：行业调整的现金持有量水平 = 公司现金持有量水平 - 公司所在行业现金持有量水平的均值。

(3) 控制变量

Bennedsen 和 Wolfenzon, Cronqvist, Henrik 和 Mattias 研究了多个大股东的存在对于抑制控股股东利益侵占行为的作用，他们认为，多个大股东的存在可以起到相互监督、制衡的作用，从而有效地限制控股股东的利益侵占行为。^[45,46] 我们以股权制衡度 (Dr) 反映多个大股东的监督和制衡作用。Opler、Pinkowitz、Stulz 和 Williamson (以下简称 OPSW) 实证研究发现，公司资产负债率 ($Leverage$)、公司规模 ($Size$)、资本支出 ($Capex$)、营业现金流量 ($Cflow$)、净营运资本 (Nwc)、股利支付哑变量 (Div) 以及公司成长性 ($Sgrowth$) 对公司现金持有量水平具有较大影响。^[44]

表1 变量定义表

变量代码	变量名称	变量定义
$Rcash$	现金持有量水平	(期末货币资金+期末短期投资)/本期总资产
$Incash$	行业调整现金持有量水平	(期末货币资金+期末短期投资)/本期总资产-行业平均值
$Crcfr$	控制权/现金流权系数	控制权/现金流权
Dr	股权制衡度	第二至五大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
$Leverage$	资产负债率	期末总负债/期末总资产
$Size$	公司规模	公司销售收入的自然对数
$Capex$	资本支出	购建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金/期末总资产
$Cflow$	现金流量	(本期净利润+本期折旧与摊销)/期末总资产
Div	股利支付哑变量	本期发放现金股利时=1; 其它=0
Nwc	净营运资本	(期末净营运资本-期末货币资金-期末短期投资)/期末总资产
$Sgrowth$	主营业务收入增长率	(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入

2. 回归模型

为了检验上市公司终极控股股东控制权与现金流权分离对公司现金持有量水平的影响，本文在借鉴 OPSW 模型的基础上建立如下回归模型：

$$Rcash = \beta_0 + \beta_1 Crcfr + \beta_2 Dr + \beta_3 Leverage + \beta_4 Size + \beta_5 Capex + \beta_6 Cflow + \beta_7 Nwc + \beta_8 Div + \beta_9 Sgrowth + \varepsilon \quad (4)$$

$$Incash = \beta_0 + \beta_1 Crcfr + \beta_2 Dr + \beta_3 Leverage + \beta_4 Size + \beta_5 Capex + \beta_6 Cflow + \beta_7 Nwc + \beta_8 Div + \beta_9 Sgrowth + \varepsilon \quad (5)$$

该模型与 OPSW 模型存在以下差异：(1) 模型加入了本文研究的主要测试变量 ($Crcfr$) 和反映股权制衡的代理变量 (Dr)；(2) 按照陆正飞、叶康涛的方法，^[47] 模型以公司主营业务收入增长率作为公司成长性的指标，OPSW 模型用市场价值 / 账面价值比作为公司成长性的代理变量；(3) 由于中国上市公司研发支出数据较难获得，因此，模型没有加入此项变量。

3. 实证结果及分析

(1) 变量的描述性统计

表2 变量的描述性统计

	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差
$Rcash$	0.169	0.146	0.003	0.706	0.111
$Incash$	0.000	-0.023	-0.158	0.358	0.107
$Crcfr$	1.230	1.000	1.000	4.327	0.574
Dr	0.486	0.252	0.003	3.036	0.559
$Leverage$	0.454	0.449	0.088	0.872	0.171
$Size$	20.341	20.350	14.752	24.067	1.222
$Capex$	0.064	0.044	0.000	0.277	0.061
$Cflow$	0.051	0.052	-0.169	0.164	0.050
Nwc	-0.046	-0.046	-0.463	0.435	0.166
Div	0.540	1.000	0.000	1.000	0.499
$Sgrowth$	0.240	0.148	-0.724	3.649	0.532

从表 2 的描述性统计结果中可以发现，2002 年，我国上市公司平均持有的现金占总资产的 16.9% (中位数为 14.6%)。而在 2000 年，法国为 12.3% (8.4%)、英国为 10.3% (5.5%)、德国为 9.4% (4.9%)、日本为 19.4% (17.2%)，1975-1994 期间美国为 8% (5%)。^[48,49] 从现金持有量水平的最大值 (70.6%) 和最小值 (0.3%) 看，现金持有量水平在上市公司之间存在较大差异。行业调整的现金持有量水平的均值为 0 (中位数 -2.3%)，最大值为 35.8%，最小值为 -15.8%，表明近一半的公司现金持有量水平没达到行业平均持有水平，但现金持有量水平在公司间存在较大差异。从表 2 中可知，我国上市公司终极控股股东控制权 / 现金流权系数均值为 1.230 (中位数为 1)，最大值为 4.327，最小值为 1，这表明终极控股股东两权分离程度在公司间存在较大差异。另外，从横向来看，相对于东亚九国 (地区) 两权分离程度的平均值 1.340，^[19] 我国上市公司控股股东两权分离的程度相对较低。

表3 控制权/现金流权分离与现金持有量水平的回归结果

因变量: 模型(1)为 <i>Rcash</i> 模型(2)为 <i>Incash</i>	全样本		国有终极控股股东样本		非国有终极控股股东样本	
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
<i>Constant</i>	0.102 (0.112)	-0.053 (0.420)	0.056 (0.466)	-0.107 (0.163)	0.194 (0.129)	0.056 (0.688)
<i>Rrcfr</i>	0.015** (0.015)	0.011* (0.062)	0.022** (0.027)	0.022** (0.025)	0.005 (0.624)	0.001 (0.922)
<i>Dr</i>	-0.001 (0.834)	-0.003 (0.655)	-0.005 (0.507)	-0.006 (0.422)	-0.005 (0.726)	-0.007 (0.629)
<i>Leverage</i>	-0.282*** (0.000)	-0.293*** (0.000)	-0.299*** (0.000)	-0.295*** (0.000)	-0.273*** (0.000)	-0.289*** (0.000)
<i>Size</i>	0.009*** (0.004)	0.009*** (0.007)	0.012*** (0.003)	0.011*** (0.004)	0.005 (0.399)	0.004 (0.524)
<i>Capex</i>	-0.325*** (0.000)	-0.314*** (0.000)	-0.353*** (0.000)	-0.354*** (0.000)	-0.204 (0.144)	-0.215 (0.125)
<i>Cflow</i>	0.046 (0.513)	-0.022 (0.799)	-0.019 (0.816)	-0.013 (0.894)	0.038 (0.806)	0.030 (0.848)
<i>Nwc</i>	-0.174*** (0.000)	-0.166*** (0.000)	-0.170*** (0.000)	-0.168*** (0.000)	-0.154*** (0.003)	-0.173*** (0.003)
<i>Div</i>	-0.004 (0.578)	-0.003 (0.638)	-0.005 (0.557)	-0.005 (0.551)	0.003 (0.863)	0.004 (0.837)
<i>Sgrowth</i>	0.003 (0.820)	0.010 (0.131)	0.018* (0.069)	0.014 (0.110)	0.005 (0.399)	0.004 (0.727)
<i>Adjusted R²</i> 观察值数量	0.157 826	0.157 826	0.166 661	0.164 661	0.119 165	0.122 165

注:***表示在1%水平上显著;**表示在5%水平上显著;*表示在10%水平上显著;括号里的数字表示p值

(2) 多变量回归结果

为了检验本文假设1,我们首先对全样本进行回归分析。表3的回归结果表明,在模型(1)中,*Rrcfr*的回归系数为0.015,且在5%的水平上显著;而在模型(2)中,*Rrcfr*的回归系数为0.011,且在10%的水平上显著。这与我们的假设1相一致,表明终极控股股东两权分离程度越大,其对高现金持有量水平的偏好越强。

在检验本文假设2时,我们把全样本划分为国有终极控股股东和非国有终极控股股东两个样本。从表3的回归结果可以发现,当终极控股股东为国有股东时,*Rrcfr*的回归系数在模型(1)和(2)中均为0.022,且在5%的水平上显著;而当终极控股股东为非国有股东时,*Rrcfr*的回归系数在模型(1)和(2)中分别为0.005和0.001,但不能通过显著性检验。这表明当其控制权与现金流权存在分离时,国有终极控股股东对高现金持有量水平具有较强的偏好,而非国有控股股东则没有表现出这种偏好。这与本文假设2基本一致。

同时,表3的回归结果也表明,在所有的回归模型中股权制衡度在统计上均不显著,这可能源于股改前我国上市公司股权高度集中、“一股独大”较为严重,导致其它大股东难以发挥监督、制衡作用。另外,公司资产负债率、净营运资本与现金持有量水平存在负相关关系,且在1%水平上显著。而公司规模(资本支出)仅在全样本和国有终极控股股东样本中与现金持有量水平正(负)相关,且在1%水平上显著,而在非国有终极控股

股东样本中均不显著。营业现金流、股利支付哑变量在所有的样本中均不显著,而主营业务增长率仅在国有控股股东样本的模型(1)中在10%的显著性水平上与现金持有量水平呈正相关。

四、控制权/现金流权分离与现金持有量价值

1. 变量定义

(1) 解释变量:现金持有量水平(*Rcash*)

在检验现金持有量的市场价值时,我们使用货币资金和短期投资之和作为现金持有量水平,同时,为了消除公司规模的影响,我们按照Fama和French的研究思路,用总资产对现金持有量水平进行平减。^[50]

(2) 被解释变量:公司价值与非流动性资产账面价值差额(V_n)

按照Fama和French的作法,^[50]我们用公司市场价值减去公司非现金资产账面价值的差额作为我们公司价值的代理变量。其原因主要有:其一,Fama和French把公司总资产的账面价值作为公司为取得市场价值的成本进行处理,用市场价值减去总资产的账面价值反映公司新增价值;其二,我们认为,公司非现金资产相对较少受到控股股东的侵蚀,其价值比较稳定;而现金资产更容易受到控股股东的侵蚀,其价值具有不确定性。因此,用公司市场价值减去非现金资产的账面价值能更好地估计现金持有量对公司新增价值的边际贡献。

(3) 控制变量

按照 Fama 和 French 的思想, 为了控制公司盈利能力对公司价值的影响, 我们加入了公司当前、过去和未来的盈余变量 (E 、 dE_1 和 dE_2), 同时我们用非现金资产的变化 (dNa_1 和 dNa_2) 作为预期净现金流的净投资的代理变量以反映公司投资对公司价值的影响, 用当前股利支付水平 (D) 和利息支出水平 (I) 反映公司股利政策和融资政策对公司价值的影响, 用股利支付水平的变化 (dD_1 和 dD_2) 和利息支出水平的变化 (dI_1 和 dI_2) 反映公司股利支付和利息支出的预期增长对公司价值的影响。^[50]

表4 变量定义表

变量	定义	计算方法
V	市场价值	2002年期末考虑非流通因素的总市值+2002年期末总负债账面价值
dV	市场价值变化	2003年市场价值-2002年市场价值
E	息前税后利润	2002年息前税后利润
$dE_1(dE_2)$	息前税后利润变化	2002(2003)年息前税后利润-2001(2002)年息前税后利润
$Cash$	现金持有量	2002年期末货币资金+2002年期末短期投资
Na	非现金资产	2002年期末总资产-2002年期末货币资金-2002年期末短期投资
$dNa_1(dNa_2)$	非现金资产变化	2002(2003)年净资产-2001(2002)年净资产
D	现金股利	2002年支付的普通股现金股利总额
$dD_1(dD_2)$	现金股利变化	2002(2003)年普通股现金股利-2001(2002)年普通股现金股利
I	利息支出	2002年利息支出总额
$dI_1(dI_2)$	利息支出变化	2002(2003)年利息支出-2001(2002)年利息支出

注: 本表中所有变量均除以 2002 年期末总资产

2. 回归模型

为了检验上市公司终极控股股东控制权与现金流权分离对现金持有量价值的影响, 本文在借鉴 Fama 和 French 模型的基础上建立如下回归模型:^[50]

$$V_n = \beta_0 + \beta_1 Cash + \beta_2 E + \beta_3 dE_1 + \beta_4 dE_2 + \beta_5 dNa_1 + \beta_6 dNa_2 + \beta_7 D + \beta_8 dD_1 + \beta_9 dD_2 + \beta_{10} I + \beta_{11} dI_1 + \beta_{12} dI_2 + \beta_{13} dV + \varepsilon \quad (6)$$

为了考察现金持有量的价值效应, 该模型在 Fama 和 French 模型的基础上, 把公司总资产分为现金资产和非现金资产。同时, 由于中国上市公司研发支出数据较难获得, 因此, 模型没有加入此项变量。模型中所有变量均以 2002 年期末总资产进行平减。

3. 实证结果及分析

(1) 变量的描述性统计

从表 5 中可知, 2002 年我国上市公司的市场价值的均值为 1.454(中位数为 1.326), 最大值为 5.515, 而最小值为 0.896, 从标准差来看, 市场价值在公司间存在较大差异。同时, 如前所述, 现金持有量水平的均值为 16.9%(中位数为 14.6%), 最大值为 70.6%, 最小值为 0.3%, 表明现金持有量水平在公司间存在较大差异。

息前税后利润的均值为 3.6%(中位数为 2.4%), 最大值为 26.8%, 而最小值为 -48.7%。股利支付水平的均值为 1.3%(中位数为 0.5%), 最大值为 11.3%, 最小值为 0。利息支出水平的均值为 1.2%(中位数为 1.1%), 最大值为 8.4%, 最小值为 -0.2%。

表5 变量的描述性统计

变量	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差
V	1.454	1.326	0.896	5.515	0.445
$Cash$	0.169	0.146	0.003	0.706	0.111
dV	0.059	0.024	-1.551	4.575	0.423
E	0.036	0.042	-0.487	0.268	0.055
$dE_1(dE_2)$	0.004 (0.010)	-0.000 (0.004)	-0.577 (-0.244)	2.048 (0.432)	0.099 (0.056)
Na	0.832	0.855	0.294	0.997	0.110
$dNa_1(dNa_2)$	0.077 (0.151)	0.076 (0.102)	-0.968 (-0.596)	0.775 (5.119)	0.157 (0.314)
D	0.013	0.005	0.000	0.113	0.017
$dD_1(dD_2)$	-0.001 (-0.000)	0.000 (0.000)	-0.154 (-0.070)	0.103 (0.079)	0.015 (0.011)
I	0.012	0.011	-0.002	0.084	0.009
$dI_1(dI_2)$	0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	-0.087 (-0.080)	0.031 (0.138)	0.007 (0.008)

(2) 多变量回归结果

本文第三部分实证结果表明, 当控制权与现金流权存在分离时, 国有终极控股股东对高现金持有量水平具有较强的偏好, 而非国有终极控股股东则不存在这种偏好。因此, 我们把不存在两权分离的公司样本与存在两权分离但终极控股股东为非国有股东的样本合并为一个样本, 然后与存在两权分离的国有终极控股股东的样本进行比较, 以检验假设 3 和假设 4。

表 6 的回归结果表明, 当终极控股股东为国有股东, 且其控制权与现金流权分离系数大于 1 时, 现金持有量水平的回归系数为 0.769, 且在 5% 的水平上显著, 而控制权与现金流权分离系数等于 1 以及控制权与现金流权分离系数大于 1 但终极控股股东为非国有股东时, 现金持有量水平的回归系数为 1.206, 且在 1% 的水平上显著。我们对第 (2) 组样本中现金持有量水平的回归系数 1.206 进行 Wald-Test 检验, 检验结果表明, 回归系数 1.206 与 0.769 之间存在显著差异, Chi-Square 值为 10.08972, 显著性水平为 1%。这表明, 当终极控股股东为国有股东, 且其控制权与现金流权存在分离时, 现金持有量的市场价值为 0.769 元; 而当终极控股股东控制权与现金流权不存在分离或虽存在分离但终极控股股东为非国有股东时, 现金持有量的市场价值为 1.206 元。实证结果表明, 国有终极控股股东对公司高现金持有量

表6 控制权/现金流权分离与现金持有量价值的回归结果

因变量 (V_n)	全样本		(1) $Rercfr > 1$ 且终极控股股东为国有股东		(2) $Rercfr = 1$ 或 $Rercfr > 1$ 但终极控股股东为非国有股东	
	系数	P值	系数	P值	系数	P值
<i>Constant</i>	0.301***	0.000	0.452***	0.001	0.288***	0.000
<i>Cash</i>	1.172***	0.000	0.769**	0.034	1.206***	0.000
<i>E</i>	0.949***	0.007	2.285	0.130	1.085***	0.004
dE_1	1.040***	0.000	-0.956	0.313	1.058***	0.000
dE_2	1.960***	0.000	0.557	0.507	2.196***	0.000
dNa_1	-0.328***	0.001	-0.419	0.246	-0.320***	0.002
dNa_2	0.776***	0.000	0.736***	0.007	0.743***	0.000
<i>I</i>	1.862	0.327	-3.731	0.552	2.125	0.295
dI_1	-5.228**	0.011	5.277	0.440	-5.942***	0.006
dI_2	-0.978	0.613	-2.737	0.727	-1.160	0.567
<i>D</i>	-0.649	0.521	-3.615	0.230	-0.731	0.498
dD_1	-0.673	0.496	2.621	0.385	-0.786	0.458
dD_2	-1.834	0.141	-5.662*	0.069	-1.173	0.400
<i>dV</i>	-0.705***	0.000	-0.718***	0.000	-0.685***	0.000
<i>Adjusted R²</i>	0.368		0.267		0.378	
观察值数量	825		92		733	

注:***表示在1%水平上显著;**表示在5%水平上显著;*表示在10%水平上显著

表7 控制权/现金流权分离与现金持有量水平的回归结果

因变量: 模型(1)为 <i>Rcash</i> 模型(2)为 <i>Incash</i>	全样本		国有终极控股股东样本		非国有终极控股股东样本	
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
<i>Constant</i>	3.940*** (0.000)	3.090*** (0.000)	3.464*** (0.000)	2.445 (0.000)	5.114*** (0.000)	4.763*** (0.000)
<i>Rercfr</i>	0.071*** (0.008)	0.063** (0.021)	0.093** (0.026)	0.102** (0.013)	0.029 (0.536)	0.004 (0.930)
<i>Dr</i>	0.011 (0.680)	-0.010 (0.749)	0.019 (0.561)	-0.002 (0.945)	-0.052 (0.444)	-0.087 (0.235)
<i>Leverage</i>	-0.889*** (0.000)	-0.690*** (0.000)	-1.024*** (0.000)	-0.795*** (0.000)	-0.522* (0.057)	-0.450 (0.126)
<i>Size</i>	-0.153*** (0.000)	-0.134*** (0.000)	-0.129*** (0.000)	-0.103*** (0.000)	-0.212*** (0.000)	-0.214*** (0.000)
<i>Capex</i>	-0.772*** (0.004)	-0.850*** (0.002)	-0.958*** (0.001)	-1.053*** (0.000)	0.025 (0.971)	0.070 (0.923)
<i>Cflow</i>	-0.695* (0.057)	-0.826** (0.026)	-0.650 (0.111)	-0.814** (0.044)	-1.502* (0.082)	-1.489 (0.108)
<i>Nwc</i>	-0.538*** (0.000)	-0.348*** (0.001)	-0.553*** (0.000)	-0.363*** (0.001)	-0.530* (0.056)	-0.336 (0.256)
<i>Div</i>	0.027 (0.382)	0.015 (0.638)	0.035 (0.276)	0.015 (0.642)	-0.008 (0.922)	0.010 (0.909)
<i>Sgrowth</i>	-0.047 (0.117)	-0.063** (0.039)	-0.001 (0.783)	-0.028 (0.4370)	-0.104* (0.076)	-0.112* (0.075)
<i>Adjusted R²</i>	0.257		0.252		0.284	
观察值数量	826		661		165	

注:***表示在1%水平上显著;**表示在5%水平上显著;*表示在10%水平上显著;括号里的数字表示p值

水平的偏好不是一种追求公司价值最大化的行为,而是一种追求自身利益最大化的利益侵占行为,从而支持本文的假设3而拒绝本文假设4。

五、稳健性检验

Dittmar, Mahrt-Smith 和 Servaes 认为,在考察公司现金持有量水平时,用公司销售收入作为分母进行平

减要优于用总资产为分母进行平减, 因为销售收入更少受到会计保守主义的影响。^[28] 为了检验我们的研究结论对现金持有量水平变量定义的敏感性, 我们也用公司销售收入对公司现金持有量水平进行平减。检验结果如表 7 所示。从表 7 中, 我们发现, $Rcrcfr$ 回归系数在全样本中均为正, 且至少在 5% 的水平上显著, 同时在国有终极控股股东样本中, $Crcfr$ 的回归系数在模型 (1) 和 (2) 中也均为正, 且均在 5% 的水平上显著, 而在非国有终极控股股东的样本中, $Crcfr$ 的回归系数虽然为正, 但在两模型中均不能通过显著性水平检验。因此, 用销售收入对公司现金持有量水平进行平减并不影响我们的研究结论。

六、研究结论和启示

本文主要沿袭 Claessens, Djankov, Fan 和 Lang 的研究思路,^[2] 根据 2002 年中国 A 股市场上市公司的数据, 从上市公司的控股股东追踪其终极控股股东, 分别计算其控制权和现金流权, 进而构建控制权 / 现金流权系数, 研究终极控股股东两权分离对公司现金持有量水平及其价值的影响。主要研究结论表明:

1. 当终极控股股东为国有股东时, 控制权 / 现金流权系数与现金持有量水平在 5% 上显著正相关; 而当终极控股股东为非国有股东时, 控制权 / 现金流权系数与现金持有量水平虽然为正相关, 但在 10% 水平上不能通过显著性检验。表明在两权分离的情况下, 国有终极控股股东对高现金持有量水平具有较高的偏好。

2. 当终极控股股东为国有股东, 且其控制权与现金流权存在分离时, 现金持有量的市场价值为 0.769 元; 而当终极控股股东控制权与现金流权不存在分离或虽存在分离但终极控股股东为非国有股东时, 现金持有量的市场价值为 1.206 元。从而表明在两权分离的情况下, 国有终极控股股东对高现金持有量水平的偏好是一种控股股东利益侵占动机。

另外, 我们还发现, 股权制衡度无论对现金持有量水平还是公司价值均不存在显著影响, 这可能源于我国资本市场在股权分置改革之前的“一股独大”现象, 其他股东难以对控股股东发挥相当的制衡作用。

控股股东和实际控制人违规占用上市公司的资金, 是对上市公司法人财产权的侵犯, 是严重损害上市公司和广大中小股东权益的违法行为, 已经构成对上市公司健康发展的巨大障碍。自 2003 年以来, 随着相关部门陆续出台一些政策措施, 控股股东和实际控制人违规占用上市公司资金的现象得到一定的遏制。尽管如此, 监

管部门仍然需要对“先清后欠”保持足够的警惕, 切实建立防止非经营性资金占用的长效机制, 防止出现非经营性资金占用“回潮”。

本文研究也存在一定的局限性。我们没有深入研究相关政策措施出台之后终极控股股东两权分离对现金持有量水平及其市场价值的影响是否发生变化, 没有深入考察非国有控股公司尤其是民营上市公司现金持有量价值较高的原因。我们初步推断, 民营上市公司现金持有量价值较高可能与其面临的外部融资约束有关。^[5] 因此, 我们的后续研究将集中考察融资约束与公司现金持有量价值之间的关系。

参考文献

- [1] Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Tunneling. *American Economic Review*, 2000, (90): 22-27.
- [2] Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., Lang, L., H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholding. *Journal of Finance*, 2002, (57): 2741-2771.
- [3] 韩忠雪, 朱荣林, 王宁. 超额控制、董事会构成与公司多元化折价. *南开管理评论*, 2007, (1): 16-20.
- [4] 牛建波, 李胜楠. 控股股东两权偏离、董事会行为与企业价值: 基于中国民营上市公司面板数据的比较研究. *南开管理评论*, 2007, (2): 31-37.
- [5] 武立东, 张云, 何力武. 民营上市公司集团治理与终极控制人侵占效应分析. *南开管理评论*, 2007, (4): 58-66.
- [6] 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值. *经济研究*, 2003, (8): 36-45.
- [7] 谷祺, 邓德强, 路倩. 现金流权与控制权分离下的公司价值. *会计研究*, 2006, (4): 30-36.
- [8] 邓建平, 曾勇. 上市公司家族控制与股利政策研究. *管理世界*, 2005, (7): 139-147.
- [9] Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 1986, (76): 323-329.
- [10] Myers, S., Rajan, R.. The Paradox Of Liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, 1998, (113): 733-771.
- [11] Harford. Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *Journal of Finance*, 1999, (54): 1969-1997.
- [12] 张人冀, 刘春江. 股权结构、股东保护与上市公司现金持有量. *财贸经济*, 2005, (2): 3-9.
- [13] 彭桃英, 周伟. 中国上市公司高额现金持有动因研究. *会计研究*, 2006, (5): 42-49.
- [14] Dittmar, A., Mahrt-Smith, J.. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 2007, (83): 599-634.

- [15] Demsetz, H.. The Structure of Equity Ownership and Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, 1983, (26): 375-390.
- [16] Demsetz, Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 1985, (93): 1155-1177.
- [17] Kole, Stacey R., Kenneth Lehn. Deregulation, the Evolution of Corporate Governance Structure, and Survival. *American Economic Review*, 1997, (87): 421-425.
- [18] Holderness, C., Sheehan D.. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exporatory Analysis, *Journal of Financial and Economics*, 1988, (20): 317-346.
- [19] Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Larry H. P. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 2000, (58): 81-112.
- [20] Faccio, M., Lang, L. H. P.. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 2002, (65): 365-395.
- [21] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 1999, (54): 471-517.
- [22] Pagano, M., Roell, A.. The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public. *Quarterly Journal of Economics*, 1998, (113): 187-225.
- [23] Shleifer, A., Vishny, R. W.. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 1997, (52): 737-784.
- [24] Dyck, A., Zingales, L.. Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance*, 2004, (59): 537-600.
- [25] Bebchuck, Kraakman, Triantis, Stock Pyramids. Cross-ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights, in Randall K. Morck, ed.: *Concentrated Corporate Ownership* Chicago: University of Chicago Press, 2000.
- [26] Wolfenzon. A Theory of Pyramidal Structures, Manuscript. Harvard University, 1999.
- [27] 李增泉, 孙铮, 任强. 所有权安排与现金股利政策. *中国会计与财务研究*, 2004, (4): 48-93.
- [28] Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, H. Servaes. International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, (38): 111-133.
- [29] Kalcheva, I., Lins, K.. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. *Review of Financial Studies*, 2007, (4): 1087-1112.
- [30] Pinkowitz, L., Stulz, R. y R. Williamson. Do Firms in Country with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash? *Journal of Finance*, 2006, (27): 2725-2751.
- [31] Faccio, M., Lang, L. H. P., Young, L.. Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 2001, (91): 54-78.
- [32] Gugler, K., Yurtoglu, B. B.. Corporate Governance and Dividend Payout Policy in Germany. *European Economic Review*, 2003, (47): 731-758.
- [33] 徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析. *经济研究*, 2003, (2): 64-74.
- [34] 陈清泰. 国有控股公司和上市公司关系的改善与公司治理. *南开管理评论*, 2001, (5): 4-5.
- [35] 王化成, 胡国柳. 股权结构在公司治理中的作用及效率. *湖南大学学报*, 2004, (3): 42-47.
- [36] 胡国柳, 蒋国洲. 股权结构, 公司治理与企业业绩: 来自中国上市公司的新证据. *财贸研究*, 2004, (4): 83-89.
- [37] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组: 来自我国上市公司的经验证据. *经济研究*, 2005, (1): 95-105.
- [38] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究. *经济研究*, 2005, (2): 81-91.
- [39] 孙永祥. 所有权、融资结构与公司治理机制. *经济研究*, 2001, (1): 45-53.
- [40] 张俊喜, 张华. 民营上市公司的经营绩效, 市场价值和治理结构. *世界经济*, 2004, (11): 1-13.
- [41] 王鹏, 周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效. *金融研究*, 2006, (2): 88-98.
- [42] Cheung, S., Jing, L., Rau, P., Stouraitis, A.. How Does the Grabbing Hand Grab? Tunneling Assets from Chinese Listed Companies to the State, Working Paper, City University of Hong Kong, 2006.
- [43] Shleifer, Andrei, Robert W. Vishny. *The Grabbing Hand*. Cambridge: Harvard Univ. Press, 1998.
- [44] Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 1999, (52): 3-46.
- [45] Bennedsen, M., Wolfenzon, D.. The Balance of Power in Closely Held Corporations. *Journal of Financial Economics*, 2000, (58): 113-139.
- [46] Cronqvist, Henrik and Mattias Nilsson, Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, (38): 695-719.
- [47] 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析. *经济研究*, 2004, (5): 50-59.
- [48] Guney, Y., Ozkan, A., Ozkan, N.. Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings, Working Paper, 2003.
- [49] Kim, Chang-Soo, Mauer, D. C., Sherman, A. E.. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1998, (33): 305-334.

(下转第 38 页)

反映股权制衡对公司治理效率的影响。本文借鉴了这一观点。

- ⑦ 表 5 的注解详细地解释了“试错法”的过程,这里限于篇幅试错的具体过程表不能全部列出,有兴趣的读者可以邮件联系。

作者简介 饶育蕾,中南大学商学院金融系教授,博士生导师,研究方向为行为金融学、公司治理与公司金融;张媛、彭叠峰,中南大学商学院硕士研究生,研究方向为公司治理与行为资产定价

Holding Proportion, Over Guarantee and Tunneling: Evidence from the Guarantee of Chinese Listed Companies to Their Subsidiaries

Rao Yulei, Zhang Yuan, Peng Diefeng

Abstract Based on the tunneling model of LLSV, we model the way controlling shareholders tunnel the listed companies by guarantees to the subsidiaries, and put forward a section-function to analyze the relationship between the holding proportion of shareholdings and tunneling. The sample of this paper includes 386 deals of guarantees which were provided by the listed companies to their subsidiaries in Chinese A-Share markets of Shanghai and Shenzhen in 2004. By dividing the sample into two sets as over guarantees and appropriate guarantees, the paper uses the event study method to examine the market reaction of the guarantee events, and finds that over guarantees has a significantly negative relation with CAR, while appropriate guarantees has a positive but not significant relation with CAR. We can then infer that controlling shareholders tend to transport benefit from the listed companies by over guarantees to their subsidiaries. We conduct a regression analysis between the share proportion and CAR. The results show that 60% of share proportion is a turning point for the relationship between tunneling and the holding proportion of the first largest shareholders or state-owned shareholders. It means that when the holding proportion of the largest shareholders is lower than 60%, there exists the tunneling from the listed companies by guarantees to subsidiaries. While when the proportion is higher than 60%, it can result in an alignment effect which effectively restrains the controlling shareholders from tunneling. Combining the classifying variables and critical variables of shareholdings, we find that: (1) the state-owned listed companies have a higher possibility of tunneling by over guarantees, and; (2) compared with the variables between holding proportion of the largest shareholders and the state-owned shareholdings, we find the latter has more significant relationship between the share proportion and CAR.

Key Words Listed Company; Subsidiary Company; Holding proportion; Over Guarantee; Tunneling

(上接第 23 页)

- [50] Fama, Eugene F., Kenneth R.. French, Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance*, 1998, (53): 819-843.
[51] Faulkender, M., Wang, R.. Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *Journal of Finance*, 2006, (61): 1957-1990.

作者简介 沈艺峰,厦门大学管理学院副院长,教授、博士生导师,研究方向为公司财务;况学文,厦门大学管理学院博士研究生,南昌大学经济与管理学院讲师,研究方向为公司财务;聂亚娟,厦门大学管理学院硕士研究生

The Impact of Excess Control of Ultimate Controlling Shareholders on the Value of Cash Holdings

Shen Yifeng, Kuang Xuewen, Nie Yajuan

Abstract In this paper, we investigate the impact of the separation of control rights from cash flow rights of ultimate controlling shareholders on firm value under the settings of concentrated ownership structure by focusing on the effect of the separation of the two rights on the market value of corporate cash holdings. We first construct an index of the separation of control rights from cash rights of ultimate controlling shareholders using the 2002-year-end data from A-share listed companies in China; we then empirically examine the effects of the separation of control rights from cash flow rights of ultimate controlling shareholders on the level and value of corporate cash holdings. The empirical results show: (1) after controlling the effects of other factors that influence the level of corporate cash holdings, the ratio of control rights to cash flow rights is positively related to the level of corporate cash holdings when the ultimate shareholders are state shareholders; however, the ratio of control rights to cash flow rights is not significantly related to the level of corporate cash holdings when the ultimate controlling shareholders are non-state shareholders. These results show that state ultimate controlling shareholders show higher preference for large corporate cash holdings; (2) The value of corporate cash holdings is about ¥ 0.769 when the ratio of control rights to cash flow rights is above 1 and the ultimate controlling shareholders are state shareholders; but it is about ¥ 1.206 when the ratio of control rights to cash flow rights is equal to 1 or above 1 but the ultimate controlling shareholders are non-state shareholders. These results show that the higher preference for large cash holdings of state ultimate controlling shareholders is a kind of motive for expropriation under the context of the separation of control rights from cash flow rights. These results are consistent with the “grabbing hand” hypothesis advanced by Shleifer and Vishny.

Key Words Control Rights; Cash Flow Rights; Cash Holdings; Ultimate Controlling Shareholders