

子公司自主性与股权融资能力*

——基于电力行业的经验证据

徐向艺^{1,2}, 方政^{1,2,3}

- (1. 山东大学管理学院, 山东 济南 250100;
2. 全球能源互联网(山东)协同创新中心, 山东 济南 250061;
3. 山东大学管理科学与工程博士后流动站, 山东 济南 250100)

内容提要:本文选取电力行业A股上市公司作为研究对象,研究发现,电力行业中子公司自主性的提升有助于强化其股权融资能力,降低股权融资成本。同时,企业绩效成长性作为子公司自主性积极治理效应的有效信号,在子公司自主性对于股权融资成本的积极治理效应中发挥着中介作用,即具有一定自主性的子公司可以凭借绩效成长性获得集团母公司和资本市场的认可。

关键词:子公司自主性;股权融资能力;企业绩效成长性;电力行业

中图分类号:F31 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)10—0055—11

一、引言

在一个集团公司内部,由于内部资本市场支持以及母公司的资源支持,隶属于集团公司的子公司在以更低廉的成本获得相应资源的同时,需要放弃部分自主权以换取母公司资源配置过程中的有利位置(Tong等,2012)。但是,为了应对外部市场环境日益增加的不确定性,子公司逐渐被赋予一定程度的自主性(Ambos & Mahnke, 2010),旨在强化子公司对于外部环境变化的适应能力。随着子公司自主性增强,子公司高管团队获得了更大的自主性空间,这就可能引起两种迥异的治理效果,即子公司高管积极制衡母公司过度控制行为,从而提升治理机制的有效性;或者子公司高管摆脱母公司干预后凭借“内部人控制”侵占股东的利益。由于中国情境下的代理问题主要表现为控制性股东的“剥夺”行为(Claessens等,2006; Peng等,2011),本文认为,子公司自主性虽然可能诱发高管的机会主义

行为,但也可以弱化控制性股东的影响,即呈现积极的治理效应。为了验证子公司自主性的积极治理效应,本文期望探析其对于股权融资能力的影响,即维持着较高水平的自主性,子公司获取来自于母公司及其内部资本市场支持的能力则相应减弱,是否依旧可以保持较强的股权融资能力?其作用机理为何?

长期以来,债务融资是电力行业的主要融资渠道(张健,2006;王含春等,2014),但是,随着中国上市公司债务结构失衡(段云、国瑶,2012),电力行业企业单纯依靠债务融资已经无法满足融资需求。而随着股权融资渠道的选择逐渐增多,股权融资成为缓解电力行业上市公司融资压力的可行路径,如何提高股权融资效率成为优化资本结构、降低融资成本的待解难题。由于自然垄断的行业性质以及上市公司大多隶属于集团公司的现状,电力行业上市公司(下文称“上市子公司”)需要进一步增强市场化水平,为主营业务寻求新的利润增长点(卢刚,

收稿日期:2016-06-27

* 基金项目:国家电网公司总部科技项目“全球能源互联网构建中宏观战略关键问题研究”(SGSDDK00KJJS1600067);国家自然科学基金面上项目“上市公司高管激励契约配置与协同——基于多层次情境因素的研究”(71272120);中国博士后科学基金面上项目“基于‘双向治理’视角的信息披露与代理成本分析”(2016M592205)。

作者简介:徐向艺(1956-),男,山东鄄城人,教授,研究方向为公司治理、企业组织与战略管理,E-mail:xyx@sdu.edu.cn;方政(1984-),男,山东烟台人,管理学博士,研究方向为公司治理,E-mail:flzh521@163.com。

2015;宫汝凯,2015),以营造良好的股权融资环境。基于对所处市场环境熟悉和认知程度,上市子公司如果能够获得必要的自主性空间,将有利于其构建新的利润增长点、获取市场的积极评价,进而增强其股权融资能力,降低股权融资成本。

本文的创新主要体现在以下几个方面:首先,在中国情境下,探析子公司自主性对于股权融资成本的治理效应。通过分析子公司自主性治理效应的影响因素,即实际控制人的主导地位、外部监管的强化以及业绩迎合动机的存在,本文认为,子公司高管团队机会主义动机能够得到约束,在获取一定自主性空间后,其更倾向于迎合市场和股东的业绩需求,从而积极优化治理机制的有效性,追求更优的业绩表现。因此,在中国情境下,子公司自主性能够呈现积极的治理效应。

其次,进一步探析子公司自主性对股权融资成本积极治理效应的作用路径,即企业绩效成长性作为有效信号发挥中介作用。由于自主性难以被外部市场和投资者直接量化或者观测,本文预期,子公司自主性需要一个能够向外部市场和投资者提供子公司自主性积极治理效应的有效信号,帮助具有较高自主性的子公司获取更加合理的市场评价,从而降低其股权融资成本。由于能够为外部投资者和实际控制人提供可量化的信息,同时,容易获得其积极评价,本文选取企业绩效成长性作为有效信号之一,证实了其在子公司自主性和股权融资成本的关系中所发挥的中介作用。

第三,结合中国电力行业的融资现状,以及电力企业脱胎于国有企业并且大多隶属于集团公司的特点,本文研究了中国电力企业的子公司自主性在增强股权融资能力方面是否发挥了积极的治理效应,具有一定的理论意义和实践价值,为电力企业优化融资能力提供了可行的治理路径。

二、文献回顾

子公司自主性研究主要集中于跨国公司管理研究中(Bradley等,2011;Filatotchev & Wright,2011;Tong等,2012;张晓燕,2012),现有研究更多关注子公司如何有效融入东道国市场,或者实现与母公司在战略、财务等管理层面的协同。在公司治理领域中,我国学者探析了强制性治理机制与自主性治理机制的交互治理效应(马连福、陈德球,

2008;陈德球等,2009;钱先航、曹廷求,2012),但是,研究视角集中于“单体公司治理”的范畴,并没有充分考虑中国普遍存在的集团公司或者金字塔结构现象。随着“双向治理”研究视角的提出(方政、徐向艺,2013),子公司自主性开始被引入公司治理研究,并且突破了单体公司治理的研究视角,以探究中国情境下母公司控制行为与子公司自主性互动的机理及其治理效应(方政、徐向艺,2013a;方政、徐向艺,2013b)。徐向艺、方政(2015)研究指出,随着自主性水平的提升,上市子公司的信息披露质量显著优化,同时,验证了母公司与子公司在信息披露优化过程中的互动性。

为了进一步深化子公司自主性治理效应研究,本文将探析上市子公司自主性对于其股权融资能力的影响。近年来,学者们关于股权融资成本影响因素的研究视角较为全面,并且提出了诸多提升股权融资能力的可行治理路径,例如投资者保护水平(Chen等,2009;姜付秀等,2008;王晓梅,2013)、实际控制人的影响(Boubakri等,2010;肖作平、尹林辉,2015)、信息披露(Francis等,2008;程新生等,2012;叶陈刚等,2015)、高管特征或持股(Huang等,2009;Suchard等,2012;Mishra,2015;邹颖等,2015)、财务政策(王志强、张玮婷,2012)、政治关联(于蔚等,2012)、外部审计师(张学勇等,2014)、社会责任(Ghoul等,2011)等,研究都认可了公司治理机制优化能够提升股权融资能力的结论。另外,还有学者探究了细分领域的股权融资成本问题,例如中小企业(陈建林,2014)、高新技术企业(周艳菊,2014)、文化传媒企业(戴钰,2015)等,为该领域研究提供了不同的情境化结论。尽管有学者探析了上市公司自主性某一个方面的影响,例如钱先航(2010)研究发现,上市公司如果采用的公司治理标准高于强制性标准,即自主性治理模式,则能够获得市场的正面评价,显著降低自身的股权融资成本的。但是,鲜有研究综合考虑子公司自主性的影响,即子公司自主性是源自实际控制人与子公司互动的结果,而且其影响可以体现在治理和管理等多个方面(自主性治理只是其中某一个方面)。针对这一不足,本期期望探析子公司自主性对于股权融资成本的治理效应及其作用机理,以验证中国情境下子公司自主性的积极治理效应。

虽然国内学者对于电力企业的公司治理机制

有效性进行了诸多有益的探索,肯定了公司治理机制的优化有助于提升电力企业的经营效率(卢刚,2015),例如,资本结构(杨华,2015)、监事会(徐向,2014)等的积极治理效应,但是,其研究范式大多还是集中于单体公司治理的范畴,并没有将中国资本市场普遍存在集团公司纳入研究框架,尤其缺乏对于实际控制人与子公司自主性互动的关注。电力行业的子公司自主性是否有助于股权融资能力的提升是一个有待检验的问题,这也体现了本文研究的必要性。

三、理论分析与假设提出

由于中国情境下实际控制人对于上市公司的干预,子公司自主性往往是实际控制人干预与子公司制衡之间的互动结果(徐向艺、方政,2015)。随着子公司自主性的增强,实际控制人与子公司在互动过程中的讨价还价能力可能发生此消彼长的变化,即实际控制人对于子公司的干预难度增大,导致实际控制人削减对于子公司的内部资本市场支持力度,以避免承担风险的不对称性。那么,随着自主性的提升,以及实际控制人干预能力弱化,母公司可能会减少对于自主性较强子公司的内部资本市场支持力度,那么子公司在内部资本市场的支持减少的情况下,其融资能力是否会受到影响?针对这一问题,本文认为,子公司自主性水平的提升虽然可能降低其借助内部资本市场融资的能力,但是自主性的提升依旧可以增强其股权融资能力,降低融资成本。首先,内部资本市场的支持作用虽然可能弱化,但是依旧存在。子公司自主性是实际控制人与子公司互动的适度自主性,而不是绝对的自主性(Tong等,2012),即子公司虽然获得了一定的自主性,但是,依旧处于实际控制人的控制之下,通过让渡部分自主性,还是可以获得内部资本市场的支持。此时,一方面,子公司服从于集团公司的整体利益分配,从而获得内部资本市场的支持;另一方面,具备制衡实际控制人过度干预的能力,提升子公司决策的科学性以及中小股东利益的保护水平。需要指出的是,具体到电力行业、尤其是国有电力公司,子公司大多是集团公司将其优质资产剥离上市,这就使得集团公司在实际运作中能够给予子公司的资本支持有限。但是,不容忽视的是,集团公司“隐形担保”角色却能够为上市子公司提供

类似于资本市场支持的信用背书,有助于子公司良好融资环境的营造。所以,当子公司维系较高水平自主性的时候,虽然内部资本市场的支持力度可能弱化,但是,在提供必要支持的同时,至少还发挥着信用背书的作用,有助于增强子公司股权融资能力,降低其融资成本。

其次,子公司自主性的提升有利于激发高管团队的能动性,提升自主性治理水平。子公司高管团队获得更大的自主性空间,可能引起两种迥异的治理效果:子公司高管积极制衡母公司过度控制行为从而提升治理机制的有效性,或者子公司高管摆脱母公司干预后凭借“内部人控制”侵占股东的利益。本文认为,子公司自主性虽然可能诱发高管的机会主义行为,但也可以弱化控制性股东的影响,依旧可能呈现积极的治理效应。原因主要体现在两个方面:第一,中国情境下的代理问题主要表现为实际控制人对于中小股东的“剥夺”行为(Claessens等,2006;Peng等,2011),说明实际控制人在子公司治理实践中的主导地位,包括高管的选聘与激励。实际控制人倾向于选聘更为信任的高管,借助信任关系约束高管团队的机会主义动机。同时,日益强化的外部监管不仅可以有效约束高管的机会主义行为,还可以降低实际控制人与高管团队合谋的可能性,即高管的机会主义行为面临着实际控制人和外部监管的双重约束。第二,子公司高管团队需要能够体现自身能力的业绩表现迎合市场、尤其是股东的业绩需求,这能够激励高管团队充分发挥能动性,不仅有助于提升治理结构与机制的合规性程度,还会借助自主性治理提升治理绩效(陈德球等,2009;钱先航、曹廷求,2012),进而呈现子公司自主性的积极治理效应。基于以上分析,本文提出如下假设:

H_1 : 子公司自主性的提升有利于提升股权融资能力

信号理论认为,信号发送者需要向外界发送可置信的信号,以实现分离均衡。当子公司维系较高水平自主性的时候,内部资本市场的支持力度可能弱化,这时,就需要子公司向资本市场释放能够证明自主性积极治理效应的信号,以获取更为积极的市场评价。具体来说,这个信号需要具备三个特点:第一,吸引外部投资者的积极关注,以消除外部投资者对于自主性可能导致“内部人控制”的担忧,

从而强化自身股权融资能力。第二,由于实际控制人控制和干预的弱化,实际控制人的担忧更多来自于资产增值能力以及风险承担方面,即担心可能衍生的子公司高管团队机会主义行为,侵占自身的合理收益以及提升经营风险。所以,子公司自主性的有效信号还需要能够消除实际控制人对于子公司自主性的忧虑,增强实际控制人对于子公司自主性的信心。第三,具有可量化、高易读性。无论是实际控制人还是外部投资者,其对于信号的解读能力都存在差异,子公司需要提供更量化、易读性更强的信号,以增强信号接收者对于信号的解读能力,避免由于解读能力差异导致的信号传递效率损失。

信息披露与自主性治理属于两个被证实能够降低股权融资成本的可能信号(徐向艺、方政, 2015; 钱先航, 2010),但是,二者都无法满足上述关于有效信号的条件。其中,信息披露虽然可以降低信息不对称,获得市场合理的评价(Francis等, 2008),也可以通过信息披露约束高管团队的机会主义行为(顾群、翟淑萍, 2013),但是,其可量化程度不足,可能导致信号传递的效率损失。而自主性治理则仅仅能够满足第一个条件,即向市场释放主动治理的信号,获取更为有利的融资环境,但是,自主性治理可能与实际控制人基于集团公司整体利益的治理水平冲突,且由于其难以量化、缺乏标准,也容易影响信号的有效性。本文认为,企业绩效成长性可以充当子公司自主性释放的有效信号。这是因为,公司绩效的提升可以通过声誉传递机制被外部投资者所获取(卢刚, 2015),还可以作为子公司自主性的治理效果向实际控制人传递信心,同时,还具有可量化、高易读性的特点,能够便捷地被外部投资者和实际控制人所获取。因此,本文提出如下假设:

H₂:企业绩效成长性充当子公司自主性的信号,在子公司自主性提升股权融资能力中发挥中介作用。

四、研究设计

1. 模型构建

为了探析子公司自主性对于股权融资能力的治理效应以及作用机理,本文构建模型如下:

模型 I

$$OJN_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Autonomy + \alpha_2 \sum Control + \varepsilon$$

模型 II

$$OJN_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Autonomy + \alpha_2 ROEG_{t+1} + \alpha_3 \sum Control + \varepsilon$$

其中,模型 I 用以检验子公司自主性对于股权融资能力的影响,即假设 H₁。模型 II 将验证子公司绩效成长性对于子公司自主性与股权融资成本的中介作用,即假设 H₂。

2. 变量定义

被解释变量:股权融资成本(OJN)。本文以股权融资成本度量子公司的股权融资能力,并采用 Ohlson-Juettner-Nauroth (2005) 的 OJN 模型进行计算。其优点在于,数据易得,依据事后风险管理原则更符合中国国情(叶陈刚等, 2015),得到了诸多学者认可(Attig等, 2008; Ghoul等, 2011; 邹颖等, 2015)。计算公式如下:

$$OJN = A + \sqrt{A^2 + \left[\frac{eps_1}{p_0} \right] \left[\frac{eps_2 - eps_1}{eps_1} - (\gamma - 1) \right]}$$

$$A = \frac{1}{2} \left[(\gamma - 1) + \frac{dps_0}{p_0} \right]$$

其中,OJN 表示股权融资成本; $\gamma - 1$ 表示长期盈余增长率(一般取值为 2%); eps_t 表示分析师预测的第 t 年每股收益; dps_0 表示第 $t - 1$ 年的每股现金股利; p_0 表示第 $t - 1$ 年的年末收盘价。

为了保证结果的稳健性,本文借鉴叶陈刚等(2015)、邹颖等(2015)的思路,还将采用 Easton (2003) 的 PEG 模型计量股权融资成本以进行稳健性检验。该模型也得到了国内学者的认可,在近年来的研究中多有使用(张学勇等, 2014)。其计算公式如下:

$$PEG = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{p_0}}$$

其中,PEG 表示股权融资成本; eps_t 表示分析师预测的第 t 年每股收益; p_0 表示第 $t - 1$ 年的年末收盘价。

另外,为了避免潜在的内生性问题,例如股权融资成本与子公司自主性的交互影响,本文采用股权融资成本的滞后一期变量进行实证检验,以保证研究结论的合理性。

解释变量:子公司自主性(Autonomy)。由于目前测度子公司自主性的量表主要来自于跨国公司研究(Birkinshaw等, 1998; Vachani, 1999; Tong等,

2012),其量表构成涉及到诸多东道国的宏观经济因素,并不适用于单个国家的研究情境。本文借鉴方政(2015)的处理方式,采用管理费用率作为子公司自主性的替代变量,因为子公司自主的突出表现为子公司高管团队的决策自主性,而管理费用率反映的恰恰是高管团队这一特征。同时,实际控制人难以有效控制该类支出,通常被学者们用以度量第一类代理成本(Ang等,2000)。

中介变量:企业绩效成长性。本文采用净资产收益增长率($ROEG$)度量企业绩效成长性,验证其是否能够作为子公司自主性积极治理效应的有效信号,强化子公司的股权融资能力。同时,本文还采用净利润增长率(NPG)作为补充变量,提供相关的稳健性检验,以确保结果的稳健性。

控制变量。借鉴现有关于股权融资成本的研究文献(叶陈刚等,2015;邹颖等,2015),本文选取两组可能显著影响股权融资成本的控制变量:公司治理变量和公司特征变量。其中,公司治理变量包括两职合一性($Duality$)、董事会规模($BSize$)、独立董事比例($BInd$)、第一大股东持股比例($First$);公司特征变量包括 β 系数($Beta$)、账面市值比(BM)、资产负债率(Lev)、公司规模($Size$,采用总资产的对数计量)、主营业务增长率($Growth$)、销售费用率($Sales$)和股票年度换手率($Change$,采用当年日换手率的均值计量)。同时,为了消除组间差异的影响,本文还对年份($Year$)进行控制。

3. 研究样本

本文选取电力行业的A股上市公司作为研究样本,探析电力行业上市子公司自主性对于股权融资能力是否具有积极的治理效应,为电力行业上市公司优化融资渠道和融资结构提供必要的理论探索。由于电力行业上市公司在2000年之前没有出现亏损,一直保持着蓝筹能源版块的形象,而在2000—2001年中期开始出现亏损和业绩大幅波动的情况,一定程度说明了电力行业市场化程度的加深。本文样本从2000年开始,以避免由于2000年之前“蓝筹”形象可能存在的组间差异对结果的扰动。通过参照2012年中国证监会的行业分类标准,本文选取电力、热力生产与供应(D01)分类下64家上市公司2000—2015年年报数据作为研究对象(共65家上市公司,剔除一家ST公司;根据上市公司披露的股权关系图显示,样本公司在股权结

构关系图中都存在实际控制人或者母公司,可以被认定为上市子公司)。样本数据全部直接取自国泰君安CSMAR数据库。

五、实证检验

1. 描述性统计

表1汇总了主要变量的描述性统计结果。股权融资成本(OJN_{t+1})的均值为0.181,且离散程度较低,说明电力行业上市公司的融资成本差别并不大。自主性($Autonomy$)的标准差为0.84,且最大值与最小值分别为17.737和0.001,说明电力行业上市公司的自主性水平差异较大,存在一定的离散程度。企业绩效成长性($ROEG_{t+1}$)的均值为-0.006,且离散程度较大,说明电力行业上市公司的绩效增长水平参差不齐,行业内的绩效水平存在较大差距。

其他控制变量方面,电力行业的上市公司董事会规模适中、独董比例勉强达到上市公司最低要求(虽然样本均值小于1/3,但在2003年之后基本达到最低要求)、第一大股东持股比例偏高(超过30%)、资产负债率较高(说明债权融资仍旧是主要的融资渠道)。另外, β 系数均值为1,说明电力行业上市公司股票存在较强的系统性风险,这可能与电力行业的竞争程度较低有关。

表1 主要变量描述性统计结果

| 变量 | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|--------------|-----|--------|-------|---------|--------|
| OJN_{t+1} | 796 | 0.181 | 0.126 | 0.020 | 0.717 |
| $Autonomy$ | 770 | 0.140 | 0.840 | 0.001 | 17.737 |
| $ROEG_{t+1}$ | 762 | -0.006 | 3.214 | -33.790 | 22.668 |
| $BSize$ | 782 | 10.430 | 2.359 | 4 | 19 |
| $BInd$ | 782 | 0.309 | 0.121 | 0 | 0.667 |
| $First$ | 819 | 0.317 | 0.220 | 0 | 0.849 |
| $Beta$ | 775 | 1.000 | 0.241 | -1.851 | 2.794 |
| BM | 780 | 1.603 | 1.440 | 0.125 | 8.651 |
| Lev | 798 | 0.519 | 0.204 | 0.008 | 1.556 |
| $Growth$ | 694 | 0.533 | 2.214 | -1.981 | 27.406 |
| $Size$ | 798 | 22.127 | 1.356 | 19.435 | 26.405 |
| $Sales$ | 777 | 0.014 | 0.030 | 0 | 0.292 |
| $Change$ | 785 | 0.019 | 0.017 | 0.001 | 0.174 |

资料来源:本文整理

表2列示了主要变量的 Spearman 等级相关系数检验结果。子公司自主性 (*Autonomy*) 与股权融资成本 (OJN_{t+1}) 显著负相关,说明自主性提升,有助于降低股权融资成本,与预期方向一致。同时,企业绩效成长性 ($ROEG_{t+1}$) 与股权融资成本显著负相关,说明子公司保持绩效成长性,有助于降低其股权融资成本,也与预期方向一致。而子公司自主

性 (*Autonomy*) 与企业绩效成长性 ($ROEG_{t+1}$) 的正向关系并不显著,还需要后续实证检验进一步验证。由于多数变量间存在显著的相关关系,本文继续检验了各变量的方差膨胀因子,结果显示, *VIF* 值最大为 1.80,均值为 1.28,说明主要变量间并不存在严重的多重共线性。

表2 主要变量 Spearman 等级相关系数检验结果

| 变量 | 1. OJN_{t+1} | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| 2. <i>Autonomy</i> | -0.22 ^ˆ | | | | | | | | | | | | |
| 3. $ROEG_{t+1}$ | -0.08* | 0.02 | | | | | | | | | | | |
| 4. <i>Duality</i> | 0.12 ^ˆ | -0.08* | -0.01 | | | | | | | | | | |
| 5. <i>BSize</i> | 0.07 | -0.24 ^ˆ | -0.03 | 0.16 ^ˆ | | | | | | | | | |
| 6. <i>BInd</i> | 0.05 | 0.20 ^ˆ | -0.01 | -0.04 | -0.17 ^ˆ | | | | | | | | |
| 7. <i>First</i> | 0.18 ^ˆ | -0.23 ^ˆ | 0.03 | 0.02 | -0.07* | -0.10** | | | | | | | |
| 8. <i>Beta</i> | -0.16 ^ˆ | 0.23 ^ˆ | -0.04 | -0.11** | -0.12 ^ˆ | 0.08* | -0.02 | | | | | | |
| 9. <i>BM</i> | 0.19 ^ˆ | -0.31 ^ˆ | 0.16 ^ˆ | 0.12 ^ˆ | 0.07 | -0.12 ^ˆ | 0.08* | -0.24 ^ˆ | | | | | |
| 10. <i>Lev</i> | 0.12 ^ˆ | -0.22 ^ˆ | 0.10** | 0.02 | 0.06 | -0.03 | -0.09** | -0.14 ^ˆ | 0.47 ^ˆ | | | | |
| 11. <i>Growth</i> | -0.16 ^ˆ | 0.05 | -0.06 | -0.17 ^ˆ | -0.14 ^ˆ | 0.01 | -0.02 | 0.15 ^ˆ | -0.08* | 0.12 ^ˆ | | | |
| 12. <i>Size</i> | 0.47 ^ˆ | -0.42 ^ˆ | 0.01 | 0.15 ^ˆ | 0.18 ^ˆ | -0.09* | 0.29 ^ˆ | -0.29 ^ˆ | 0.56 ^ˆ | 0.21 ^ˆ | -0.17 ^ˆ | | |
| 13. <i>Sales</i> | -0.18 ^ˆ | 0.36 ^ˆ | -0.06 | -0.01 | -0.07 | 0.05 | -0.20 ^ˆ | 0.16 ^ˆ | -0.16 ^ˆ | -0.08* | 0.08* | -0.31 ^ˆ | |
| 14. <i>Change</i> | -0.23 ^ˆ | 0.22 ^ˆ | -0.12 ^ˆ | -0.13 ^ˆ | -0.23 ^ˆ | 0.12 ^ˆ | -0.21 ^ˆ | 0.38 ^ˆ | -0.44 ^ˆ | -0.05 | 0.15 ^ˆ | -0.39 ^ˆ | 0.14 ^ˆ |

注: ˆ表示 1% 显著性水平, **表示 5% 显著性水平, *表示 10% 显著性水平

资料来源: 本文整理

2. 子公司自主性与股权融资能力

为了验证子公司自主性与股权融资能力的关系以及企业绩效成长性的中介作用, 本文通过 Hausman 检验选择了随机效应模型进行相关回归分析, 检验结果如表3所示。第(1)列结果显示, 子公

司自主性 (*Autonomy*) 与股权融资成本 (OJN_{t+1}) 显著负相关, 且显著性水平为 5%, 说明子公司自主性对于股权融资成本的治理效应主要体现为积极的治理效应, 即随着自主性水平的提升, 子公司的股权融资能力更强、成本更低, 假设 H_1 得到了验证。

表3 子公司自主性与股权融资能力检验结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|-----------------|----------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------|----------------------------|
| | OJN_{t+1} | $ROEG_{t+1}$ | OJN_{t+1} | NPG_{t+1} | OJN_{t+1} |
| <i>Autonomy</i> | -0.003** (-2.37) | 0.009^ˆ (3.03) | -0.002** (-2.50) | 0.011** (2.27) | -0.002** (-2.28) |
| $ROEG_{t+1}$ | | | -0.003^ˆ (-3.06) | | |
| NPG_{t+1} | | | | | -0.002* (-1.69) |

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|--------------------------|--------------------------------|------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|
| | OJN_{t+1} | $ROEG_{t+1}$ | OJN_{t+1} | NPG_{t+1} | OJN_{t+1} |
| <i>Beta</i> | -0.030 (-1.08) | -0.659 (-1.06) | -0.026 (-0.94) | 0.099 (0.18) | -0.027 (-0.98) |
| <i>Duality</i> | 0.040* (1.76) | -0.706 (-1.18) | 0.041* (1.71) | -0.419 (-1.07) | 0.042* (1.73) |
| <i>BSize</i> | -0.002 (-0.54) | -0.010 (-0.17) | -0.002 (-0.53) | -0.006 (-0.11) | -0.002 (-0.51) |
| <i>BInd</i> | -0.159 (-1.07) | 1.767 (0.80) | -0.161 (-1.08) | -4.201* (-1.79) | -0.161 (-1.07) |
| <i>BM</i> | -0.006 (-1.21) | 0.010 (0.07) | -0.006 (-1.13) | -0.064 (-0.45) | -0.006 (-1.18) |
| <i>Lev</i> | 0.036 (0.87) | 1.016 (1.42) | 0.034 (0.81) | -0.200 (-0.14) | 0.037 (0.87) |
| <i>Growth</i> | -0.002 (-0.43) | -0.079 (-1.01) | -0.002 (-0.46) | -0.019 (-0.29) | -0.001 (-0.39) |
| <i>Size</i> | 0.032 ^ˆ (4.35) | 0.124 ^ˆ (2.57) | 0.033 ^ˆ (4.46) | -0.009 ^{**} (-1.96) | 0.032 ^ˆ (4.31) |
| <i>Sales</i> | -0.031 (-0.26) | -2.985 (-1.03) | -0.037 (-0.32) | 2.369 (0.59) | -0.032 (-0.27) |
| <i>First</i> | -0.034 (-0.17) | 1.985 (0.81) | -0.019 (-0.09) | -6.307 ^{**} (-2.35) | -0.018 (-0.08) |
| <i>Change</i> | 0.783 ^{**} (2.06) | -1.045* (-1.91) | 0.762 ^{**} (2.03) | -1.749 (-1.22) | 0.765 ^{**} (2.02) |
| <i>Year</i> | 控制 | | | | |
| <i>Cons</i> | -0.605 ^ˆ (-3.52) | 3.520 ^ˆ (3.48) | -0.622 ^ˆ (-3.55) | 1.987 ^ˆ (2.59) | -0.618 ^ˆ (-3.43) |
| <i>Wald</i> | 165.94 ^ˆ | 95.67 ^ˆ | 357.34 ^ˆ | 43.55 ^ˆ | 206.74 ^ˆ |
| <i>Adj-R²</i> | 0.3369 | 0.0437 | 0.3500 | 0.1057 | 0.3345 |
| <i>Group</i> | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| <i>N</i> | 510 | 508 | 510 | 506 | 510 |

注: ^ˆ表示 1% 显著性水平, ^{**}表示 5% 显著性水平, *表示 10% 显著性水平

资料来源:本文整理

第(2)列和(3)列汇报了企业绩效成长性中介作用的检验结果。第(2)列结果显示,子公司自主性(*Autonomy*)与企业绩效成长性($ROEG_{t+1}$)呈显著正相关关系,且显著性水平为1%,说明子公司自主性在企业绩效成长方面发挥着积极的治理效应,使得绩效成长性可能在强化股权融资能力过程中承担有效信号的作用。第(3)列结果则显示,在企业绩效成长性引入子公司自主性与股权融资成本的关系中以后,两个方面的结果证实了企业绩效成长性的部分中介作用:一方面,子公司自主性与股权

融资成本依旧呈现显著负相关关系,且显著性水平为5%,但是,系数较第(1)列略有降低;另一方面,企业绩效成长性与股权融资成本呈显著相关关系,且显著性水平为1%,说明随着企业绩效成长性的提升,上市公司的股权融资能力能够得到显著优化。因此,分析结果符合中介效应检验标准(温忠麟等,2004),企业绩效成长性的部分中介作用得到证实,即假设 H_2 得到验证。表3的第(4)列和(5)列则采用净利润增长率(NPG_{t+1})作为企业绩效成长性的替代变量进行补充检验,检验结果与前文分析基本一致。

3. 稳健性检验

(1) 替代变量检验。为了确保检验结果的稳健性,采用 PEG 方法计算的股权融资成本(PEG_{t+1})作为替代变量引入模型,进行稳健性检验,结果如表 4 所示。稳健性检验结果与前文分析及结果一致,证实了子公司自主性对于股权融资能力的积极治理效应以及企业绩效成长性的中介作用。

表 4 子公司自主性与股权融资能力稳健性检验结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|--------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | PEG_{t+1} | PEG_{t+1} | PEG_{t+1} |
| <i>Autonomy</i> | -0.003** (-2.20) | -0.002** (-2.28) | -0.002** (-2.11) |
| $ROEG_{t+1}$ | | -0.003* (-2.96) | |
| NPG_{t+1} | | | -0.002* (-1.77) |
| <i>Controls</i> | 控制 | | |
| <i>Cons</i> | -0.648 [^] (-3.66) | -0.664 [^] (-3.67) | -0.662 [^] (-3.56) |
| <i>Wald</i> | 177.42 [^] | 353.83 [^] | 216.05 [^] |
| <i>Adj-R²</i> | 0.3106 | 0.3226 | 0.3080 |
| <i>Group</i> | 61 | 61 | 61 |
| <i>N</i> | 510 | 510 | 510 |

注:[^]表示 1% 显著性水平,**表示 5% 显著性水平,*表示 10% 显著性水平

资料来源:本文整理

(2) 内生性处理。为了避免可能存在的内生性问题,本文主要采取了两种处理办法。首先,针对可能存在的逆向相关关系问题,即股权融资能力是否可能影响子公司自主性的获得问题,本文通过交换股权融资能力与子公司自主性在模型中的位置,进行了逆向相关关系检验,检验结果并没有呈现显著的相关关系,说明并不存在显著的逆向相关关系。

其次,变量的内生性预处理。由于子公司自主性存在实际控制人的内生性影响,所以,在变量构建过程中,需要选择一个合适的自变量作为子公司自主性的替代变量,而这个变量既要能够体现子公司高管团队的决策自主性,还需要能够独立于实际控制人的控制(即实际控制人不愿意干预或者难以干预的变量)。而管理费用率作为子公司自主性的替代变量,既能够反映子公司高管团队的决策自主

性,实际控制人又难以有效控制该类支出。

六、研究结论及管理启示

本文选取电力行业 A 股上市公司作为研究对象,研究了随着自主性水平提升,子公司在获取母公司及其内部资本市场支持的能力可能相应减弱的情况下,是否依旧可以保持较强的股权融资能力及其作用机理,主要研究结论体现在两个方面:

第一,电力行业中,子公司自主性的提升有助于强化其股权融资能力、降低股权融资成本。潜在原因主要源自于两个方面:①集团公司对于子公司的内部资本市场支持作用虽然可能弱化,但是其提供的信用背书依旧存在。也就是说,子公司虽然获得了一定的自主性,强化了其对于集团公司的讨价还价能力,也能够一定程度的制衡集团母公司或者实际控制人的干预行为,但是依旧处于实际控制人的控制之下,通过让渡部分自主性,还是可以获得内部资本市场的支持。同时,集团公司所提供的信用背书不会因为子公司自主性提升而得到弱化,可以继续子公司股权融资中扮演着担保人的角色,有助于营造良好的股权融资环境。②子公司高管团队能动性的发挥。由于实际控制人倾向于选聘更为信任的高管,辅以日益强化的外部监管,能够有效约束高管团队的机会主义动机以及与实际控制人合谋的可能,即高管面临着实际控制人和外部监管的双重约束,其侵占股东利益的动机也就在“双重约束”下被弱化。同时,在机会主义动机被约束的同时,为了获取必要的收益,以及良好的声誉激励和晋升,高管团队还存在迎合动机,尤其体现在对于股东业绩需求的迎合,即子公司高管团队需要能够体现自身能力的业绩表现迎合市场、尤其是股东的业绩需求,这能够激励高管团队充分发挥能动性,进而呈现子公司自主性的积极治理效应。

第二,企业绩效成长性作为子公司自主性积极治理效应的有效信号,在子公司自主性对于股权融资成本的积极治理效应中发挥着中介作用。由于子公司维系一定水平的自主性可能弱化其获得内部资本市场支持的能力,这就需要子公司向外部市场释放自主性积极治理效应的信号,一方面,获得市场的合理评价;另一方面,还能够增强母公司实际控制人对于子公司自主性的信心,从而营造良好的外部融资环境、强化股权融资能力。针对自主性

积极治理效应的有效信号,本文提出了有效信号的三个标准:①吸引外部投资者的积极关注,以消除外部投资者对于自主性可能导致“内部人控制”的担忧,从而强化自身股权融资能力。②强化实际控制人对于子公司自主性的信心,通过降低实际控制人风险的方式,获取更为有利的自主性空间。③具有可量化、高易读性的信号,以增强信号接收者对于信号的解读能力,避免由于解读能力差异导致的信号传递效率损失。企业绩效成长性,作为满足以上三个标准的有效信号,不仅能够获得外部投资者的认可,还可以强化实际控制人对于子公司自主性提升的信心,从而,从资本市场和集团公司两个层面营造有利于子公司的外部融资环境,所以,其作为子公司自主性积极治理效应的有效信号引入研究框架,并且证实了其对于子公司自主性和股权融资能力的中介作用。

基于本文研究结论,可以获得如下管理启示:一是集团母公司要转变控制理念,由传统的对于子

公司单向管控转向适应市场变化需求的母公司与子公司的双向协同。这就要求母公司赋予子公司适度的自主性空间,寻求传统管控模式与子公司高管团队能动性的合理耦合,同时,依靠集团公司的支持,进一步强化子公司自主性的积极治理效应。电力行业集团公司应该给予成长性较强的上市公司更大的自主性空间,在外部资本市场认可的同时,强化对于子公司的信用背书以及内部资本市场的支持,为上市公司营造良好的外部融资环境,弱化电力行业上市公司对于债务融资的过度依赖。

二是子公司高管团队在获取适度自主性的同时,应通过企业成长等向集团母公司或者外部资本市场提供自主性的有效信号,有利于构建良好的外部融资环境。如果具有适度自主性的子公司能够表现出较强的企业成长能力,一方面,能够弱化对于集团母公司的过度依赖;另一方面,也能增强母公司以及外部资本市场的信心,在集团公司之外进一步拓宽融资渠道,强化子公司的股权融资能力。

参考文献:

- [1] Ambos B, Mahnke V. How Do MNC Headquarters Add Value[J]. *Management International Review*, 2010, 50, (1): 403 - 412.
- [2] Ang J, Cole R, Lin J. Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Finance*, 2000, 55, (1): 81 - 106
- [3] Attig N, Guedhami O, Mishra D. Multiple Large Shareholders, Control Contests, and Implied Cost of Equity[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14, (5): 721 - 737.
- [4] Birkinshaw J, Hood N, Jonsson S. Building Firm-specific Advantages in Multinational Corporations: The Role of Subsidiary Initiative[J]. *Strategic Management Journal*, 1998, 19, (3): 221 - 241.
- [5] Bradley S, Aldrich H, Shepherd D, Wiklund J. Resources, Environmental Change, and Survival: Asymmetric Paths of Young Independent and Subsidiary Organizations[J]. *Strategic Management Journal*, 2011, (32): 486 - 509.
- [6] Boubakri N, Guedhami O, Mishra D. Family Control and the Implied Cost of Equity: Evidence before and after the Asian Financial Crisis[J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41, (3): 451 - 474.
- [7] Chen K, Chen Z, Wei K. Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15, (3): 273 - 289.
- [8] Claessens S, Fan J, Lang L. The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia[J]. *Emerging Markets Review*, 2006, 7, (1): 1 - 26.
- [9] Easton P. PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital[J]. *Accounting Review*, 2003, 79, (1): 73 - 95.
- [10] Filatotchev I, Wright M. Agency Perspectives on Corporate Governance of Multinational Enterprises[J]. *Journal of Management Studies*, 2011, 48, (2): 471 - 486.
- [11] Francis J, Nanda D, Olsson P. Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital[J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46, (1): 53 - 99.
- [12] Ghou S, Guedhami O, Kwok C, Mishra D. Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2011, 35, (9): 2388 - 2406.
- [13] Huang H, Wang Q, Zhang X. The Effect of Ceo Ownership and Shareholder Rights On Cost of Equity Capital[J]. *Corporate Governance*, 2009, 9, (3): 255 - 270.
- [14] Mishra D. The Dark Side of CEO Ability: CEO General Managerial Skills and Cost of Equity Capital[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 29, (12): 390 - 409.
- [15] Ohlson J, Juettner-Nauroth B. Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value[J]. *Review of Accounting Studies*,

2005,10,(2):349-365.

- [16] Peng W, Wei K, Yang Z. Tunneling or Propping: Evidence from Connected Transactions in China[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17, (2): 306-325.
- [17] Suchard J, Pham P, Zein J. Corporate Governance and the Cost of Capital: Evidence From Australian Firms[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2012, 24, (3): 84-93.
- [18] Tong C, Wong A, Kwok E. Major Determinants Affecting the Autonomy of Multi National Corporation Subsidiaries in China[J]. Journal of Management Research, 2012, 4, (1): 1-33.
- [19] Vachani S. Global Diversification's Effect on Multinational Subsidiaries' Autonomy[J]. Journal of International Business Studies, 1999, 8, (5-6): 535-560.
- [20] 陈德球, 马连福, 钟响珈. 自主性治理、投资行为与股票收益——基于上市公司投资者关系管理的研究视角[J]. 武汉: 经济评论, 2009, (2).
- [21] 陈建林. 家族治理与中小企业私募股权融资的互动关系研究述评[J]. 成都: 软科学, 2014, (6).
- [22] 程新生, 谭有超, 刘建梅. 非财务信息、外部融资与投资效率——基于外部制度约束的研究[J]. 北京: 管理世界, 2012, (7).
- [23] 戴钰. 中国文化传媒上市公司投融资行为影响因素研究[J]. 长沙: 财经理论与实践, 2015, (5).
- [24] 段云, 国瑶. 政治关系、货币政策与债务结构研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2012, (5).
- [25] 方政. 金字塔结构下的子公司自主性研究[D]. 济南: 山东大学, 2015.
- [26] 方政, 徐向艺. 金字塔结构、股权制衡与上市公司股价信息质量[J]. 北京: 经济管理, 2013, (3).
- [27] 方政, 徐向艺. 金字塔结构与股价信息含量——基于审计师声誉的调节效应研究[J]. 合肥: 华东经济管理, 2013, (7).
- [28] 方政, 徐向艺. 母子公司治理研究脉络梳理与演进趋势探析[J]. 上海: 外国经济与管理, 2013, (7).
- [29] 宫汝凯. 经济体制改革与中国电力行业增长: 1999-2010[J]. 北京: 经济学(季刊), 2015, (3).
- [30] 顾群, 翟淑萍. 信息披露质量、代理成本与企业融资约束——来自深圳证券市场的经验证据[J]. 北京: 经济与管理研究, 2013, (5).
- [31] 姜付秀, 支晓强, 张敏. 投资者利益保护与股权融资成本——以中国上市公司为例的研究[J]. 北京: 管理世界, 2008, (2).
- [32] 卢刚. 公司治理与公司绩效的互动关系研究——基于中国电力上市公司的经验证据[J]. 广州: 科技管理研究, 2015, (12).
- [33] 马连福, 陈德球. 强制性治理与自主性治理问题探讨与比较[J]. 上海: 外国经济与管理, 2008, (6).
- [34] 钱先航. 自主性治理与股权融资成本——基于公司治理自查报告的实证分析[J]. 北京: 经济管理, 2010, (2).
- [35] 钱先航, 曹廷求. 强制性与自主性治理: 法律、公司特征的交互效应[J]. 北京: 管理评论, 2012, (9).
- [36] 王含春, 秦曦, 郑凯. 我国电力上市公司股权融资成本的测算与分析——基于三阶段剩余收益贴现模型[J]. 北京: 管理现代化, 2014, (1).
- [37] 王晓梅. 投资者利益保护与股权融资成本研究——基于原始股东视角看融资[J]. 北京: 经济与管理研究, 2013, (5).
- [38] 王志强, 张玮婷. 上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略[J]. 北京: 管理世界, 2012, (7).
- [39] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 北京: 心理学报, 2004, (5).
- [40] 肖作平, 尹林辉. 终极所有权性质与股权融资成本——来自中国证券市场的经验证据[J]. 深圳: 证券市场导报, 2015, (7).
- [41] 徐向. 电力上市企业监事会治理研究[J]. 北京: 经济研究参考, 2014, (50).
- [42] 徐向艺, 方政. 子公司信息披露研究——基于母子公司“双向治理”研究视角[J]. 北京: 中国工业经济, 2015, (9).
- [43] 杨华. 资本结构与公司价值非线性门限关系研究——来自A股电力行业2003-2013年的经验证据[J]. 北京: 经济研究参考, 2015, (20).
- [44] 叶陈刚, 王孜, 武剑锋, 李惠. 外部治理、环境信息披露与股权融资成本[J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (5).
- [45] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 北京: 经济研究, 2012, (10).
- [46] 张健. 电力企业融资方式分析及路径选择[J]. 太原: 经济问题, 2006, (9).
- [47] 张晓燕. 跨国公司子公司自主性活动研究——从有限理性角度的分析[J]. 北京: 管理评论, 2012, (1).
- [48] 张学勇, 何姣, 陶醉. 会计师事务所声誉能有效降低上市公司权益资本成本吗[J]. 北京: 审计研究, 2014, (5).
- [49] 周艳菊, 邹飞, 王宗润. 盈利能力、技术创新能力与资本结构——基于高新技术企业的实证分析[J]. 北京: 科研管理, 2014, (1).
- [50] 邹颖, 汪平, 张丽敏. 股权激励、控股股东与股权资本成本[J]. 北京: 经济管理, 2015, (6).

Subsidiary's Autonomy and the Capacity of Equity Financing: A Empirical Research on Electric Power Sector

XU Xiang-yi^{1,2}, FANG Zheng^{1,2,3}

(1. School of Management, Shandong University, Jinan, Shandong, 250100, China;

2. Collaborative Innovation Center for Global Energy Interconnection (Shandong), Jinan, Shandong, 250061, China;

3. Postdoctoral Station of Management Science and Engineering, Shandong University, Jinan, Shandong, 250100, China)

Abstract: Because of the support of parent companies' internal capital market, subsidiaries could obtain much cheaper resources, while should voluntarily abandon the autonomy to attract the parent companies' attention and allocation. However, subsidiaries are starting to be endowed the growing degree of autonomy so that to strengthen the adaptability, which could be helpful for subsidiaries to absorb the increasing uncertainty. Along with the increasing degree of autonomy, subsidiary's executives would find more flexible operation options, which might lead to two totally different governance effects. First, subsidiary's executives could proactively check and balance parent companies' excessive controlling behaviors, then increase the efficiency of subsidiaries' governance mechanisms. Second, getting rid of the parent company's intervention, subsidiary's executives might take the advantage of insider control to grab shareholders' interests. Taking the Chinese context into consideration, agency cost is mainly from actual controllers' tunneling behaviors. Then, although with executives' potential opportunistic behaviors, this paper points out that autonomy's main function is to decrease actual controllers' negative governance effects. Aiming to testify the positive governance effect of subsidiary's autonomy, this paper introduces the cost of equity capital into framework to explore the governance effect of subsidiary's autonomy, because the subsidiary maintaining higher degree of autonomy might lead to the decreasing capacity to obtain support from parent company. Then, could the subsidiary maintaining higher degree of autonomy still hold the stronger equity financing capacity? What is the functional mechanism?

This paper takes the listed firms of electric power sector as example to test the autonomy's positive governance effect. The reasons are from two aspects: first, debt financing is the main financing channel of electric power sectors' companies in the long term. However, as increasing imbalance in the debt structure and debt defaults, the electric power sector enterprise's debt financing pressure may be increased substantially. Then, equity financing channels' importance is growing. Equity financing may become viable paths and alleviate the financing pressure of listed firms in electric power industry. Then, electric power sector offers a good context for us to test the governance effect of subsidiary's autonomy. Second, because most of power production firms have been listed and the power grid operators are about to be listed, this paper would supply some valuable exploration to strengthen the electric power companies' equity financing capacity.

Through testing the data of Chinese electric power sector's A-share listed firms during 2000-2015, this paper achieves several conclusions: First, in electric power sector, subsidiary's autonomy could strengthen the equity financing capacity and reduce the equity financing cost. The potential explanations are the function of executives' subjective initiative, which might increase the efficiency of autonomy's positive governance effect. Meanwhile, parent company's credit endorsement might also exist, which could strengthen the efficiency of autonomy. Second, the performance growth capacity is a proper signal and the mediator of subsidiary's autonomy and equity financing capacity, which means the performance growth capacity, is an effective signal of subsidiary autonomy's positive governance effect. As a good signal, the performance growth capacity could attract outside investor's attention and obtain the reasonable valuation, meanwhile endow confidence to actual controllers that subsidiary autonomy could give them more profits, rather less. Then, the subsidiary maintaining higher degree of autonomy could achieve better financing environment from two aspects, parent company's internal capital market and external capital market.

This paper also presents several practice implications: first, parent companies should shift the control model from traditional "top-down" control to the two-way collaboration, which contains not only "top-down", but also "bottom-up". Parent companies should seek the balance of traditional control and subsidiaries autonomy. Then, parent companies also should offer necessary support to subsidiaries so that to enhance the positive governance effects of subsidiaries' autonomy. With respect to electric power sector, the subsidiaries that maintains higher degree of growth should be given more autonomy, then strengthen their capacity of equity financing. Second, in electric power sector, parent companies should select the firms, that maintain higher degree of growth, to be listed. Meanwhile, parent companies should endow proper autonomy to the executives, which could construct a much better external financing environment for the subsidiaries and decrease the cost of equity financing.

Key Words: subsidiary's autonomy; equity financing capacity; corporate performance growth capacity; electric power sector

(责任编辑:弘毅)