

上海新金融研究院工作论文系列

No. SFIWP0026

国有控股、战略产业与跨国企业资本结构：

来自中国 A 股上市公司的证据

向东 张睿 张勋

2013 年 12 月 23 日

说明：上海新金融研究院是为支持上海国际金融中心建设而成立的非营利性金融类专业学术研究机构，由中国金融四十人论坛举办，并与上海市黄浦区人民政府展开战略合作。

本工作论文是上海新金融研究院研究人员在工作期间形成的、尚未公开发表的研究成果，文中观点仅代表作者本人，不代表本研究院。未经书面同意，谢绝任何形式的转载和复制。

国有控股、战略产业与跨国企业资本结构：

来自中国A股上市公司的证据^①

向东 张睿 张勋

摘要：本文运用A股上市公司的数据，从国有控股和战略产业的角度研究中国跨国企业的资本结构，试图辨析我国跨国企业的风险承受能力。本文实证研究表明：总体上跨国企业的负债率低于本土企业，而国有控股因素显著提高了跨国企业的负债率。战略产业中的跨国国有控股企业，由于其战略背景和股东的国有部门背景，信用等级有所提高，债务融资成本较低，负债率显著高于非战略产业中的跨国国有控股企业，也拉高了跨国国有控股企业的整体负债率。

关键词：资本结构；跨国企业；国有控股；战略产业

JEL 分类号：D22, G32, G38 文献标识码：A 文章编号：2012-0894

一、引言

2000年以来，我国对外直接投资发展势头迅猛，迅速成为对外直接投资大国：2011年我国对外直接投资流量和存量分别占全球总量的4.4%和2%，位居全球第6位和第13位；至2011年底，我国境内投资者在境外设立对外直接投资企业共计1.8万家。^②随着越来越多的企业“走出去”，一大批具有国际影响力的跨国企业也相继出现。在《财富》杂志每年评选的世界500强跨国企业中，我国企业数量从2000年的11家上升到2011年的69家。但由于国际经济环境的复杂性，对企业而言，跨国经营不仅有机遇，也有风险。^③总体上，我国跨国企业面临宏观风险、政治风险和产业风险等（易纲，2012），理解并应对这些风险具有重要意义。而资本结构作为公司的重要经营特征，与企业所面对的风险密切相关：在均衡情形下，企业所面对的风险越大，则企业所能承受的负债率越低。因此，通过对比我国跨国企业与本土企业^④资本结构的差异，可以在一定程度上反映我国企业在“走出去”过程中面临的风险以及应对风险的能力。另一方面，由于目前尚未有研究探讨我国跨国企业的资本结构，结合我国现实情况进行这方面的分析也具有很强的现实意义。

不同于国外发达国家的情况，我国国有控股企业在国民经济中起主导地位。以往研究表明，国有控股企业在融资偏好、融资约束、经营目标等方面与私有企业均有显著差异。研究通常认为国有控股企业有预算软约束，具有较为严重的代理问题，这些特征会影响其融资能力和融资行为，因此国有控股因素也可能对跨国企业的资本结构产生影响。此外，国家将一部分跨国国有控股企业作为实现国家海外战略目标的载体，使得这部分企业所形成的资本结构可能有别于其他企业。因此，跨国经营和国有控股两方面效应的结合可能反映了国家战略目标对资本结构的影响。

综合以上考虑，我们从以下三个层次展开讨论：第一，我们从实证角度分析我国跨国企业的资本结构特征，发现总体上我国跨国企业的长期负债率低于本土企业的长期负债率，这表明我国跨国企业在经营过程中面临更大的风险；第二，我们将国有控股因素纳入考虑，发现国有控股因素显著

^①作者简介：向东，经济学博士，中国人民大学财政金融学院，Email: xiangdong@ruc.edu.cn；张睿，经济学博士，北京大学国家发展研究院中国经济研究中心（CCER），Email: rayzhangrui23@gmail.com；张勋，经济学博士，北京大学国家发展研究院中国经济研究中心（CCER），上海新金融研究院，Email: zhangxun@pku.edu.cn。

* 本文即将发表于《金融研究》杂志。作者感谢北京大学国家发展研究院中国经济研究中心沈艳教授、张黎教授、徐建国副教授、余森杰副教授、赵波博士、陈秋霖博士和刘晓光博士，西安交通大学沈悦教授，新泽西理工大学管理学院闫志鹏副教授，Loyola大学Tom Nohel教授、第六届（2013）中国金融评论国际研讨会，第十三届中国青年经济学者论坛的参会同仁以及《金融研究》匿名审稿人对本文提出的宝贵建议，感谢中国国家留学基金委的资助，文中错误和不精确之处由作者自己完全负责。

^② 数据来自《2011年度中国对外直接投资统计公报》。

^③ 例如上汽集团收购的韩国双龙汽车最终因整合不善，在金融危机的冲击下破产，这一事件使得上汽集团遭遇40亿元的损失。

^④ 本文中“跨国企业”与“本土企业”的差别在于跨国经营程度的大小。跨国经营程度很低或不进行跨国经营的企业称为“本土企业”。

提高了跨国企业的负债率；第三，我们进一步探究国有控股提高跨国企业负债率的原因，发现战略产业中的跨国国有控股企业，由于其战略背景和股东的国有部门背景，信用等级有所提高，债务融资成本较低，负债率显著高于其他企业，从而拉高了跨国国有控股企业的整体负债率。

本文结构安排如下：第二部分为相关文献回顾；第三部分定义研究变量并呈现数据样本；第四部分进行实证分析，讨论跨国企业与本土企业间的资本结构差异以及国有控股、战略产业与跨国企业资本结构的联系，并进一步从融资成本的角度论证了这些因素对资本结构的影响；第五部分做总结性讨论。

二、相关文献回顾

自 Miller 和 Modigliani (1958) 以来，资本结构一直是公司金融领域的一个经典理论问题。主要的资本结构理论包括税盾理论 (Modigliani 和 Miller, 1963)、考虑了财务困境成本和代理成本的权衡理论 (Baxter, 1967; Myers, 1977; Jensen 和 Meckling, 1976)、优序融资理论 (Myers, 1984; Myers 和 Majluf, 1984) 等。对企业资本结构影响因素的实证研究发现，总体而言，非债务税盾、公司独特性、公司规模、有形资产、M/B 比例 (市值账面比) 和获利能力普遍与企业的资本结构相关 (Bradley 等, 1984; Titman 和 Wessels, 1988; Rajan 和 Zingales, 1995; Wald, 1999)。对中国企业的有关研究发现行业、有形资产、规模、成长性、M/B 比例、获利能力和非债务税盾与企业资本结构相关 (郭鹏飞和孙培源, 2003; 肖作平, 2004; 肖泽忠和邹宏, 2008; Huang 和 Song, 2006)。此外，宏观政策对企业的资本结构也有显著影响 (姜付秀和刘志彪, 2005; 赵冬青, 朱武祥和王正位, 2008)。

跨国企业的资本结构还受到跨国经营这一因素的影响。理论上，由于不同国家和地区之间的市场状况具有差异性，跨国经营能够更好地实现经营分散化，平抑现金流的波动，因此跨国企业的经营状况会更加稳定，可以承受比本土企业更高的负债率。Chkir 和 Cosset (2001) 发现美国跨国企业的负债率随着经营地域和产品的多元化而提高；Mittoo 和 Zhang (2008) 发现加拿大企业中跨国企业的负债率更高，在国际资本市场融资的能力也与企业的负债率正相关。然而，Lee 和 Kwok (1988)，Fatemi (1988) 和 Burgman (1996) 却发现美国跨国企业的负债率显著低于本土企业。为了解释这一与理论预测相悖的实证现象，Lee 和 Kwok (1988) 从代理成本和破产成本的角度进行了分析，指出跨国企业面临更高的代理成本，抵消了跨国经营带来的分散化优势；Burgman (1996) 则认为虽然跨国企业能够更好地分散经营风险，但却面临政治风险和汇率风险等额外风险，因此跨国企业的负债率更低。由此可见，跨国经营如何影响资本结构尚无定论，需要根据具体的经济环境具体分析。

股权所有者特征对资本结构也有显著影响。国外的研究多从管理层持股、控股的角度论证不同所有者对企业资本结构的影响 (Jensen 和 Meckling, 1976; Jensen, 1986; Leland 和 Pyle, 1977; Agrawal 和 Nagarajan, 1990; Ang 等, 2000; Berger 等, 1997; Friend 和 Lang, 1988; 等)。具体到中国，国有控股和非国有控股两类企业的经营目的、效率、融资特点等方面存在显著的区别。有关研究普遍发现国有控股 (或国有股权) 对企业绩效和企业价值的负面影响 (周其仁, 2001; Bai 等, 2004; Chen 等, 2006; 田利辉, 2005)，因此在研究我国企业资本结构时，国有控股这一制度因素对资本结构的影响也要被纳入考虑。许多研究分析了国有控股 (国有股权) 对资本结构的影响。谢德仁 (1999) 提出并解读了“国有企业负债率悖论”，即国有企业负债率偏低的命题。黄少安和张岗 (2001) 提出我国企业存在“股权融资偏好”，形成这一现象的一个重要原因是，国有控股下握有实权的内部人通过避免债务融资来减少破产风险，维持个人效用。肖泽忠和邹宏 (2008) 实证发现国有控股企业的长期负债率更高；Huang 和 Song (2006) 则发现国有股权因素对中国企业资本结构的影响并不显著。这些不一致的结果显示国有控股因素对企业资本结构的影响比较复杂。此外，随着经济全球化，跨国国有控股企业，特别是战略产业中的跨国国有控股企业可能获得更多的政策优惠，从而提升了跨国国有控股企业整体能承受的负债率。因此本文不仅考虑跨国经营、国有控股两种因素可能与资本结构的联系，还考虑跨国经营与国有控股的交互作用，以及战略产业对资本结构产生的影响。

三、主要研究变量与数据样本

(一) 主要研究变量

1. 因变量

资本结构一般用负债与权益的比重衡量。本文主要研究企业的融资性负债，因此我们参照

Burgman (1996) 的做法, 将长期负债率作为因变量。长期负债与权益均采用账面价值。计算方法见式 (1):

$$\text{长期负债率} = \text{长期负债} / (\text{长期负债} + \text{权益}) \quad (1)$$

2. 主要解释变量

(1) 跨国企业: Fatemi (1984) 利用海外销售收入占总收入的比例衡量跨国经营程度, 据此划分跨国企业和本土企业。Lee 和 Kwok (1988) 和 Burgman (1996) 认为这一划分标准无法区分出口销售和真实的海外分公司销售, 提出用海外纳税额占总纳税额的比例来衡量跨国经营程度。但由于国家间的所得税率不同, 这一指标会低估企业在低所得税率国家的跨国经营程度。

我们在定义跨国企业时, 综合了两种方法的优势进行了修正。具体来说, 我们使用了上市公司财务报表附注来计算海外销售额, 把涉及贸易出口的销售额去除, 这使得绝大部分海外销售收入反映了海外分公司的销售收入, 避免了 Lee 和 Kwok (1988) 提出的偏差, 然后采用海外销售收入占总收入的比例衡量跨国经营的程度。我们设置 MNC 虚拟变量, 将海外销售占总销售收入 10% 以上的企业作为跨国企业, MNC 取值为 1, 10% 及以下的企业作为本土企业, MNC 取值为 0。

(2) 国有控股: 参照 Bai 等 (2004)、于鹏 (2007) 的做法, 我们设置 SOE 虚拟变量, 将国有股 (含国有法人股) 占总股数比例在 50% 以上 (即绝对控股) 的企业作为国有控股企业, SOE 取值为 1; 将在 50% 及以下的企业作为非国有控股企业, SOE 取值为 0。

3. 控制变量

参照以往资本结构决定理论和实证研究 (Deangelo 和 Masulis, 1980; Myers, 1984; Rajan 和 Zingales, 1995; 王正位、赵冬青和朱武祥, 2007; 肖泽忠和邹宏, 2008; 胡援成, 2002), 我们选择了若干理论认可度高, 实证表现也较稳健的控制变量, 如盈利能力、非债务税盾、市场价值/账面价值 (即 M/B 比例), 公司规模, 固定资产比 (即固定资产与总资产比值)。

根据优序融资理论, 公司优先选择内部融资, 因此盈利能力降低了负债率; 折旧、摊销等减少税前利润, 却不产生实际现金流出, 也有抵税效应, 因此非债务税盾应与负债率成反比; M/B 比例即市场价值与账面价值之比, 该比例越高, 增长机会和投资机会越多, 由于投资不足问题, 其负债率会较低; 企业规模越大, 经营越稳健, 负债率应越高; 固定资产可用于抵押, 因此高固定资产比会带来高负债率; 另外我们按照《证监会上市公司行业分类标准》, 将样本中的企业划分为 13 个大类, 使用虚拟变量进行标记。

(二) 数据样本描述

本文所用数据来自国泰安 CSMAR 数据库中的 2003-2010 年 A 股上市公司财务报表和附注。金融、保险业由于主要从事负债经营, 资本结构特殊而被排除。因变量, 解释变量和控制变量缺失的样本以及销售收入, 资产和海外销售比例为负的样本也被排除。

表 1 跨国企业与本土企业长期负债率及其差异

年份	跨国企业	本土企业	差异
2003	11.43	11.01	0.42
2004	12.85	11.19	1.65
2005	10.66	12.03	-1.37
2006	10.96	12.53	-1.57
2007	9.70	12.07	-2.37**
2008	9.66	12.79	-3.13***
2009	11.36	14.99	-3.64***
2010	11.46	15.40	-3.93***
全样本平均	10.90	12.89	-1.98***
企业数量	1502	8264	

注释: *, **, ***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著 (下同)。

表 1 报告了不同年份跨国企业和本土企业的长期负债率及两者间的差异, 直观而言, 总体上, 我国跨国企业的长期负债率在 1% 的水平上显著低于本土企业。在样本期间, 本土企业的长期负债率呈上升趋势, 跨国企业的长期负债率则波动较大。

表 2 跨国企业中国有控股企业与非国有控股企业长期负债率及其差异

年份	国有控股企业	非国有控股企业	差异
2003	14.86	9.63	5.23**
2004	14.47	12.11	2.36
2005	14.33	9.13	5.20***
2006	13.53	10.46	3.07
2007	9.57	9.72	-0.15
2008	17.48	8.67	8.81***
2009	16.07	10.92	5.15*
2010	9.35	11.55	-2.20
全样本平均	14.33	10.30	4.03***
企业数量	225	1277	

我们进一步将跨国企业划分为跨国国有控股企业和跨国非国有控股企业。表 2 显示，在跨国企业中，总体上国有控股企业的长期负债率在 1% 的水平上显著高于非国有控股企业，在大多数年份中，国有控股企业的长期负债率也高于非国有控股企业。这表明跨国企业中，国有控股这一因素也会带来资本结构的差异，因此研究国有控股对跨国企业资本结构的影响也很有必要。

四、实证分析

(一) 跨国企业资本结构特征

本节研究跨国企业和本土企业的资本结构是否存在显著差异。为此我们构造计量模型式 (2)：

$$\text{长期负债率}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{MNC}_{it} + \sum \delta_k \times X_{itk} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

式 (2) 中，若跨国企业 (MNC) 虚拟变量的系数估计值显著，说明在控制了其他资本结构决定因素之后，跨国企业与本土企业的资本结构存在显著差异。 X_{itk} 为模型的控制变量； α_i 代表企业的个体效应；为了控制宏观因素的影响，我们控制了年份效应 γ_t ；此外为了控制宏观因素对跨国企业和本土企业资本结构可能的不同影响，跨国企业变量与年份虚拟变量的乘积也被作为控制变量。由于感兴趣的变量跨国企业为虚拟变量，且对每个企业该变量在样本期间基本无变动，基本为常数 (0 或 1)，^① 固定效应回归难以估计出有效系数。为了保证系数估计的有效性，我们采用随机效应回归 (RE) 进行分析，我们同时报告最小二乘法 (OLS) 的回归结果。

表3 跨国企业资本结构特征

因变量：长期负债率	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MNC	-0.0198*** (-4.74)	-0.000987 (-0.24)	-0.00751** (-2.01)	-0.00371 (-0.67)	-0.0191** (-2.13)
控制变量：					
盈利能力			-0.00954** (-2.04)		-0.00583*** (-2.64)
非债务税盾			0.00589 (1.45)		0.00491 (1.47)
M/B比例			-0.000533 (-1.35)		-0.000465 (-1.44)
公司规模			0.0217*** (19.50)		0.0211*** (9.97)
固定资产比			0.215*** (19.81)		0.128*** (6.46)

^① 对该变量而言，所有的 9766 个个体中，仅 8.07% 的个体产生变动；在后面的分析中加入交叉项和三次交叉项之后，对交叉项和三次交叉项而言，分别仅有 1.63% 和 1.21% 的个体产生变动。

个体效应	No	No	No	Yes	Yes
年份效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9766	9766	9766	9766	9766
R ²	0.002	0.139	0.223	0.135	0.216

注释：括号中为T统计量；为避免异方差的影响，标准差采用稳健标准差（下同）。表中（1）、（2）、（3）列采用OLS估计方法，（4）、（5）列采用RE估计方法（表5与表6同）。

表3显示，相比于本土企业，总体上跨国企业长期负债率更低。具体表现为：单变量 OLS 回归（第1列）中，跨国企业的系数的估计在1%的水平上显著为负；在仅控制年份和行业效应时，OLS 和 RE 的估计（第2列和第4列）也得到了负的跨国企业的系数估计；OLS 与 RE 的全模型估计（第3列与第5列）显示，跨国企业的系数估计均在5%水平上显著为负。各项控制变量也与理论预期一致。可能的解释是，对于我国企业来说，虽然跨国经营可以更好地实现现金流的分散化，但却面临额外风险和成本，这些额外的风险和成本超过了跨国经营分散现金流带来的收益，反而减少了跨国企业经营的稳健性，使得相比于本土企业，跨国企业的长期负债率更低。

（二）国有控股与跨国企业资本结构

本节进一步分析国有控股是否提高了跨国企业的负债率，为此我们构造计量模型式（3）：

$$\text{长期负债率}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{MNC}_{it} \times \text{SOE}_{it} + \beta_2 \times \text{MNC}_{it} + \beta_3 \times \text{SOE}_{it} + \sum \delta_k \times X_{itk} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

式（3）采用 DID 方法（Difference in Difference），将国有控股虚拟变量（SOE）加入，考虑交互效应，我们将该变量与跨国企业变量相乘形成交叉项。其他控制变量和回归设定如前。

表4 国有控股对跨国企业资本结构的影响

因变量：长期负债率	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
MNC×SOE	0.0320** (2.38)	0.0422*** (3.34)	0.0591*** (5.39)	0.0293** (2.27)	0.0304** (2.37)
MNC	-0.0241*** (-5.51)	-0.00756* (-1.76)	-0.0174*** (-4.38)	-0.00832 (-1.49)	-0.0206** (-2.31)
SOE	0.00822* (1.86)	0.000639 (0.14)	-0.0172*** (-4.06)	-0.00875 (-1.52)	-0.0125** (-2.24)
控制变量：					
盈利能力			-0.00946** (-2.03)		-0.00578*** (-2.62)
非债务税盾			0.00586 (1.44)		0.00490 (1.46)
M/B比例			-0.000530 (-1.34)		-0.000463 (-1.42)
公司规模			0.0224*** (19.80)		0.0214*** (10.10)
固定资产比			0.217*** (19.98)		0.129*** (6.51)
个体效应	No	No	No	Yes	Yes
年份效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9766	9766	9766	9766	9766

R ²	0.003	0.141	0.226	0.136	0.218
线性关系检验:					
原假设: $\beta_1 + \beta_2 = 0$	0.00797 (0.63)	0.0346*** (2.90)	0.0417*** (4.08)	0.209 (1.60)	0.00982 (0.62)
原假设: $\beta_1 + \beta_3 = 0$	0.0403*** (3.16)	0.0428*** (3.58)	0.0419*** (4.09)	0.0205 (1.60)	0.0179* (1.86)

表 4 显示, 国有控股因素显著地提高了跨国企业的长期负债率。在所有回归中, 跨国企业与国有控股企业交叉项系数 (β_1) 的估计均在至少 5% 水平上显著为正, 这显示跨国国有控股企业的长期负债率有显著提高, 使得与本土企业相比, 跨国企业中国有控股企业与非国有控股企业间的长期负债率差距大大缩小。跨国企业 (MNC) 的系数仍显著为负, 即在非国有控股企业中, 跨国企业的长期负债率显著低于本土企业, 与表 4 一致。

我们进一步严格检验国有控股因素是否提高了跨国企业的负债率, 这有赖于跨国企业与国有控股企业交叉项的系数 (β_1) 和国有控股企业的系数 (β_2) 之和是否等于 0 的线性检验。表 5 显示, $\beta_1 + \beta_2$ 基本显著为正, 表明国有控股因素显著提高了跨国企业的负债率, 我们将在第三小节详细探讨产生这一现象的原因。此外, 我们也比较了国有控股企业中跨国企业与本土企业的负债率。表 5 显示, 跨国企业与国有控股企业交叉项的系数 (β_1) 和跨国企业的系数 (β_2) 之和均为正, 因此, 不同于非国有控股企业的情形, 在国有控股企业中, 跨国企业的长期负债率与本土企业持平甚至更高。这表明跨国企业与本土企业资本结构差异在国有控股企业与非国有控股企业中的模式不同。

(三) 国有控股提高跨国企业负债率的原因——战略产业

以上分析发现, 国有控股因素提高了跨国企业的负债率, 接下来我们进一步讨论可能的原因。

一方面, 在“走出去”进程中, 国有控股企业是对外直接投资的主力 (易纲, 2012); 而从投资目的来看, 我国企业对外直接投资主要是为了获取资源和寻求战略性资产, 以增强国内的生产能力 (Huang和Wang, 2011; 黄益平, 2012)。另一方面, 国有控股企业在某种程度上是实现国家战略目标的载体。在这种国有控股企业为主, 投资目的鲜明的“走出去”进程中, 部分跨国国有控股企业往往承担着国家重要的海外战略目标, 使得这些跨国国有部门获得比本土部门更多的政策优惠, 使跨国经营带来的额外风险和成本被抵消, 融资能力增强, 负债率更高。^①

国家在战略产业中具有战略目标, 并且通过战略产业中的国有控股企业来实现这些战略目标。因此, 我们从行业出发, 将“负有海外国家战略目标”这一抽象特征具体化为处在战略产业中、跨国企业、国有控股企业三个具体特征。在本文中, 我们把以往有关文献选择的我国的战略产业的交集定义为我国的战略产业, 包括煤炭、石油天然气、原材料、纺织、电子制造、汽车制造、钢铁冶炼、生物医药等行业 (胥何平, 2001; 顾明, 2012; 张芳玲和罗泽举, 2011; 张喆和罗泽举, 2011; 等)。行业的划分依据《证监会上市公司行业分类标准》中的行业二级代码。^②我们设置SI虚拟变量来代表战略产业, 若上市企业处于战略产业, 则SI取值为 1; 反之, 则SI取值为 0。为了估计担负海外战略目标对企业资本结构的影响, 我们采用Figlio (2006) 的DID方法 (Difference in Difference in Difference), 加入了三次交叉项SI×MNC×SOE。计量模型式 (4) 用于检验上述猜想:

$$\begin{aligned} \text{长期负债率}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times SI_{it} \times MNC_{it} \times SOE_{it} + \beta_2 \times MNC_{it} \times SOE_{it} + \beta_3 \times SI_{it} \times SOE_{it} \\ & + \beta_4 \times MNC_{it} \times SI_{it} + \beta_5 \times MNC_{it} + \beta_6 \times SOE_{it} + \beta_7 \times SI_{it} + \sum \delta_k \times X_{ik} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

表5 是否处于战略产业对资本结构的影响

因变量: 长期负债率	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
SI×MNC×SOE	0.0624** (2.49)	0.0510** (2.16)	0.0458** (2.17)	0.0514** (2.18)	0.0493** (2.16)

^① 类似的观点被穆迪投资者服务公司应用于对“政府相关发行人” (Governmental-related issuers) 的评级实践中 (见《政府相关发行人: 评级方法更新》, 2010年7月22日出版), 穆迪认为较高的政府所有权水平意味着潜在的支持, 且经济重要性和获得支持的可能性之间也有直接联系。在少数“政府相关发行人”与政府整合程度很高的情况下, 甚至会有“信用替代” (Credit Substitution) 的情况, 即这些发行人被授予相等于或非接近于政府评级的评级。

^② 限于篇幅这里不报告具体的行业分类结果, 感兴趣的读者请联系作者索取。

MNC×SOE	-0.0188 (-1.02)	-0.000461 (-0.03)	0.0211 (1.28)	-0.0106 (-0.58)	-0.00819 (-0.45)
SI×SOE	0.0377*** (4.26)	0.0422*** (4.93)	0.0347*** (4.27)	0.0254** (2.27)	0.0278** (2.57)
MNC×SI	-0.000638 (-0.07)	0.00149 (0.16)	-0.00852 (-0.97)	-0.000791 (-0.07)	0.00134 (0.12)
MNC	-0.0199** (-2.47)	-0.00716 (-0.90)	-0.0104 (-1.40)	-0.00683 (-0.74)	-0.0204* (-1.87)
SOE	-0.0128* (-1.95)	-0.0238*** (-3.52)	-0.0372*** (-5.60)	-0.0235** (-2.46)	-0.0286*** (-3.06)
SI	-0.0176*** (-4.27)	-0.00508 (-1.00)	0.00168 (0.35)	-0.00230 (-0.21)	-0.00789 (-0.81)
控制变量:					
盈利能力			-0.00938** (-2.02)		-0.00573** (-2.57)
非债务税盾			0.00591 (1.44)		0.00493 (1.46)
M/B比例			-0.000534 (-1.34)		-0.000467 (-1.43)
公司规模			0.0220*** (19.60)		0.0214*** (10.13)
固定资产比			0.218*** (19.88)		0.129*** (6.52)
个体效应	No	No	No	Yes	Yes
年份效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9766	9766	9766	9766	9766
R ²	0.008	0.144	0.229	0.139	0.221
线性关系检验:					
原假设: $\beta_1 + \beta_2 + \beta_4 + \beta_7 = 0$	0.0818*** (3.76)	0.0897*** (4.33)	0.0737*** (4.04)	0.0738*** (2.95)	0.0706*** (2.98)
原假设: $\beta_2 + \beta_7 - a * (\beta_3 + \beta_7) = 0$	-0.0506*** (-3.19)	-0.0296* (-1.94)	-0.0109 (-0.77)	-0.0312 (-1.60)	-0.0404* (-1.89)

注释: a 为本土国有控股企业中, 处于战略产业的企业所占的比例; 下同。

表 5 的系数估计结果表明, 处于战略产业中的跨国国有控股企业长期负债率较高, 表现为 β_1 的估计均在 5% 水平上显著为正。而控制了战略产业效应之后, β_2 的估计均在 10% 的水平上不显著, 因此并不是所有跨国国有控股企业均有更高的负债率。 β_3 的估计均在至少 5% 的水平上显著为正, 而 β_4 以及 β_7 的估计基本在 10% 的水平上不显著。在控制了战略产业效应之后, RE 的全模型估计 (第 5 列) 中, 跨国企业的效应 (β_5) 在 10% 水平下显著为负, 这表明在非国有控股企业中, 跨国企业的长期负债率更低, 与之前结果一致。国有控股企业的效应 (β_6) 均至少在 10% 的水平上显著为负。

我们进一步严格检验战略产业中跨国国有控股企业是否为拉高跨国国有控股企业整体长期负债率的主要原因。这需要两方面的检验。首先, 处于战略产业中的跨国国有控股企业的长期负债率必须高于非战略产业中的跨国国有控股企业, 即 $\beta_1 + \beta_2 + \beta_4 + \beta_7$ 是否为正, 表 7 显示,

$\beta_1 + \beta_2 + \beta_4 + \beta_7$ 均在 1%的水平上显著为正；其次，我们还需检验拉高效应是否足够显著，一种间接的检验方法是考察处于非战略产业中的跨国国有控股企业的长期负债率是否低于本土国有控股企业，即 $\beta_2 + \beta_3 - a * (\beta_1 + \beta_7)$ 是否为负（其中 a 为本土国有控股企业中，处于战略产业的企业所占的比例），表 6 显示在大部分回归中， $\beta_2 + \beta_3 - a * (\beta_1 + \beta_7)$ 至少在 10%的水平上显著为负。

以上结果表明，担负海外战略目标是国有控股跨国企业负债率较高的原因。接下来需要探讨的问题是，为什么担负海外战略目标会导致较高的负债率？首先，从产业特点来讲，战略产业一般都是资本密集型行业。这些行业的特点是固定资产比例高，海外投资规模大，资金需求量较大，因而借债需求较大。其次，对于战略产业中的跨国国有控股企业，尽管国家并不对这类企业直接提供债务融资，国家很可能给予其各种优惠政策。张芳玲和罗泽举（2011）和顾明（2012）均认为战略产业对发展国民经济、保持国家竞争力有重大的意义和作用，这暗示了战略产业中的企业会受到国家的支持，享受国家的优惠政策。均衡状态下，这些信号会传递到市场中，因此战略产业中的跨国国有控股企业的信用等级会得到提高，进而融资成本更低，从而负债率较高。

我们从融资成本的角度对上述观点进行论证，以进一步考察战略产业中的跨国国有控股企业的资本结构特征。我们参考了李广子和刘力（2009）、蒋琰（2009）、赵自强和顾丽娟（2012）的研究，将企业债务融资成本定义为：（利息支出+资本化利息+财务费用手续费+其他财务费用）/长短期债务总额平均值。设计计量回归式（5）：

$$\text{融资成本}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times SI_{it} \times MNC_{it} \times SOE_{it} + \beta_2 \times MNC_{it} \times SOE_{it} + \beta_3 \times SI_{it} \times SOE_{it} + \beta_4 \times MNC_{it} \times SI_{it} + \beta_5 \times MNC_{it} + \beta_6 \times SOE_{it} + \beta_7 \times SI_{it} + \sum \delta_k \times X_{itk} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

X_{itk} 为控制变量； α_i 为企业的个体效应； γ_t 为年份效应。控制变量的选取来自李广子和刘力（2009）、蒋琰（2009）、赵自强和顾丽娟（2012），包括现金流量能力（经营性活动产生的净现金流量/总资产），资产收益率，资产周转率，公司规模，资产成长率，资产有形性等。我们选取负有长期负债且因变量、主要解释变量和控制变量不为缺失的样本进行面板随机效应回归。计算企业债务融资成本的数据来自 Wind 数据库中的报表附注部分。我们意在检验处于战略产业的跨国国有控股企业融资成本是否比处于非战略产业的跨国国有控股企业低，因此我们主要考察线性组合 $\beta_2 + \beta_3 + \beta_4 + \beta_7$ 之和的显著性。

表6 不同类型企业债务融资成本对比

因变量：债务融资成本	(1)	(2)	(3)	(4)
SI×MNC×SOE	-0.000433 (-0.09)	0.000202 (0.04)	-0.00101 (-0.20)	0.000493 (0.10)
MNC×SOE	-0.00326 (-0.80)	-0.00396 (-0.98)	-0.00351 (-0.83)	-0.00437 (-1.08)
SI×SOE	0.00303 (1.11)	0.00334 (1.25)	0.00316 (1.18)	0.00305 (1.14)
MNC×SI	-0.00558** (-1.97)	-0.00617** (-2.20)	-0.00679** (-2.37)	-0.00637** (-2.27)
MNC	0.00667*** (2.87)	0.00773*** (3.35)	0.00817*** (3.53)	0.00805*** (3.48)
SOE	-0.00784*** (-3.58)	-0.00733*** (-3.41)	-0.00308 (-1.45)	-0.00700*** (-3.26)
SI	-0.00497** (-2.30)	-0.00473** (-2.24)	-0.00410* (-1.92)	-0.00429** (-2.03)
控制变量：				
现金流量能力			-0.000236 (-1.13)	-0.000226 (-1.31)

资产收益率		-0.0242***	-0.0250***	-0.0232***
		(-3.26)	(-3.51)	(-3.08)
资产周转率		-0.00241*	-0.00142	-0.00222
		(-1.70)	(-1.03)	(-1.57)
公司规模		0.000601	-0.00143**	0.000767
		(0.90)	(-2.48)	(1.16)
资产成长率		-0.0144***	-0.0145***	-0.0144***
		(-6.13)	(-6.13)	(-6.15)
资产有形性			-0.0140	-0.0259***
			(-1.39)	(-2.62)
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	No	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	7640	7640	7640	7640
<i>R</i> ²	0.079	0.117	0.080	0.120
线性关系检验:				
原假设: $\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	-0.0079*	-0.0074*	-0.0087**	-0.0071*
	(-1.81)	(-1.73)	(-1.97)	(-1.67)

注释：表中所有列均采用RE估计方法。

表 6 显示，战略产业中的跨国国有控股企业与非战略产业中跨国国有控制企业相比，债务融资成本较低，表现为线性检验系数在 10% 的水平上显著为负。这一结果支持了“战略产业中的跨国国有控股企业，由于其战略背景和国有控股性质，在一定程度上享受了国家信用，债务融资成本较低”的说法；另一方面，跨国企业（MNC）的系数在 1% 的水平上显著为正，表明其他因素不变，总体上跨国企业的融资成本仍然较高。这与前文“跨国企业总体负债率较低”的发现一致。此外，控制变量系数与主要参考文献一致。

综上，我们在实证部分有以下发现：首先，总体上我国跨国企业的长期负债率低于本土企业；其次，国有控股因素提高了跨国企业的长期负债率；最后，战略产业中的跨国国有控股企业是造成跨国国有控股企业整体拥有较高长期负债率的原因，战略产业中的跨国国有控股企业信用等级较高，融资成本较低，从而负债率较高，同时整体上跨国企业的融资成本较高，使得其负债率较低。

（四）稳健性检验

上述实证分析可能受变量设定的影响，因此我们对上述分析进行稳健性检验。我们从跨国企业的划分标准、国有控股企业的划分标准、资本结构的衡量、企业规模的衡量等方面进行稳健性检验。^①

1. 跨国企业划分标准

我们采用另外四种标准划分跨国企业和本土企业：1) 海外销售额占总销售额 15% 以上为跨国企业，15% 以下为本土企业；2) 海外销售额占总销售额 10% 以上为跨国企业，1% 以下为本土企业；3) 海外销售额占总销售额 15% 以上为跨国企业，1% 以下为本土企业；4) 以海外销售占比作为解释变量。^②在不同划分标准的基础上，分别重复文中计量回归式的估计，结果显示主要结论并无改变。

2. 国有控股企业划分标准

前文将国有股和国有法人股占比超过 50%（即国有绝对控股）的企业作为国有控股企业。而为稳健计，我们将国有控股企业的概念扩展为“实际控制人为国有部门”的企业。上市公司实际控制人性质的数据来自国泰安 CSMAR 数据库，其中实际控制人的认定办法遵循证监会所颁布的《上市公

^① 限于篇幅，我们仅列出稳健性检验的做法及结论，而省略具体实证结果，感兴趣的读者请联系作者索取。

^② 事实上，海外销售比与资本结构间可能并不存在严格的连续线性关系，我们之所以采用虚拟变量划分跨国企业与本土企业，也是意图突出本土企业到跨国企业，即量变到质变从而产生显著区别的两个群体。但为稳健性计，我们仍以海外销售占比作为解释变量进行估计。

司收购管理办法》。我们将实际控制人性质为：（1）国有企业；（2）国有机构；（3）省、地区级政府的企业定义为国有控股企业，重新估计文中的计量回归式。结果显示主要结论并无改变。

3. 权益市场价值衡量的资本结构

权益价值有两种衡量方法：账面价值和市场价值。为稳健性计，我们也使用权益市场价值计算企业资本结构。我们使用以下两种权益市场价值以避免股价的大幅变动造成的误差：

1) 权益市场价值 1=流通股股数*每年最后一个交易日收盘价+非流通股股数*每股净资产

2) 权益市场价值 2=流通股股数*每年最后十个交易日平均收盘价+非流通股股数*每股净资产

我们分别计算两种基于权益市场价值的长期负债率，并将这两种长期负债率作为因变量重新估计文中计量回归式，结果显示主要结论并无改变。

4. 企业规模的稳健性检验

我们也采用企业总资产取对数作为规模的衡量，分别估计文中的计量回归式，结果显示主要结论并无改变。

五、结论

我们利用 2003-2010 年我国 A 股上市公司数据，研究了国有控股、战略产业与我国跨国企业资本结构的关系，本文的研究支持了以下结论：

第一，总体上，我国跨国企业与本土企业间存在资本结构差异，跨国企业的长期负债率显著低于本土企业，这表明我国的跨国企业能承受的长期负债率较低。

第二，由于国有控股企业在国民经济中的重要性，我们把国有控股因素纳入考虑，发现国有控股因素显著提高了跨国企业的负债率。此外，跨国企业与本土企业资本结构差异在国有控股企业与非国有控股企业中的模式不同：对于非国有控股企业来说，跨国企业的长期负债率低于本土企业；对于国有控股企业来说，跨国企业的长期负债率有显著提高，与本土企业持平甚至更高。

第三，担负海外战略目标的跨国国有控股企业，即战略产业中的跨国国有控股企业，由于其战略背景和国有控股性质，信用等级有所提高，债务融资成本较低，负债率显著高于其他企业；而非战略产业中跨国国有控股企业的长期负债率则低于本土国有控股企业，因此担负海外战略目标的跨国国有控股企业拉高了跨国国有控股企业整体的长期负债率。我们还从融资成本的角度验证了战略产业中跨国国有控股企业融资成本较低，从而能够承受较高的负债率的猜想。此外，从总体上，我国上市公司中的跨国企业融资成本仍然较高，因此能够承受的负债率显著低于本土企业。我们的分析从跨国企业的划分标准、国有控股企业的划分标准、资本结构的衡量、企业规模的衡量上通过了稳健性检验。

从企业的风险控制这一角度，我们的分析表明，总体上，我国跨国企业受到的跨国经营风险的影响较大，融资成本较高，因此与本土企业相比长期负债率更低；仅有处于战略产业的跨国国有控股企业由于其战略背景和国有控股背景，信用等级有所提高，从而抵消了这部分风险的干扰，融资成本有所降低。这说明总体上，我国大部分跨国企业在“走出去”的过程中没有充分利用广阔的国际市场分散风险。易纲（2012）指出，由于对潜在风险和成本（包括社会、文化方面）评估不足、投资主体产权不明晰等原因，我国跨国企业的风险控制仍有不足，这一观点与我们基于资本结构的分析结论基本一致，这也为后续研究做出了启示：首先，风险控制的效果直接影响到企业资本结构的选择，在这种情况下，我国跨国企业如何进一步完善风险控制？其次，是否存在国家战略与效益的最优权衡？如何通过合理的激励和制度安排来实现这一最优权衡？

参考文献

- [1]. 顾明，2012，《基于 Weaver-Thomas 模型的四川省工业战略产业研究》，《重庆工商大学学报（自然科学版）》第 5 期 35-39 页。
- [2]. 郭鹏飞和孙培源，2003，《资本结构的行业特征：基于中国上市公司的实证研究》，《经济研究》第 5 期 66-93 页。
- [3]. 黄少安和张岗，2001，《中国上市公司股权融资偏好分析》，《经济研究》第 11 期 12-27 页。
- [4]. 黄益平，2012，《资本项目开放与对外直接投资》，《CMRC 中国经济观察》总第 29 期 11-19 页。
- [5]. 胡援成，2002，《中国企业资本结构与企业价值研究》，《金融研究》第 3 期 110-122 页。
- [6]. 姜付秀和刘志彪，2005，《经济波动中的资本结构与产品市场竞争》，《金融研究》第 12 期 73-85 页。

- [7]. 蒋琰, 2009, 《权益成本, 债务成本与公司治理: 影响差异性研究》, 《管理世界》第 11 期 144-155 页。
- [8]. 李广子和刘力, 2009, 《债务融资成本与民营信贷歧视》, 《金融研究》第 12 期 137-150 页。
- [9]. 田利辉, 2005, 《国有股权对上市公司绩效影响的 U 型曲线和政府股东两手论》, 《经济研究》第 10 期 48-58 页。
- [10]. 王正位、赵冬青和朱武祥, 2007, 《资本市场摩擦与资本结构调整——来自中国上市公司的证据》, 《金融研究》第 6 期 109-119 页。
- [11]. 肖泽忠和邹宏, 2008, 《中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好》, 《经济研究》第 6 期 119-144 页。
- [12]. 肖作平, 2004, 《资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据》, 《会计研究》第 2 期 36-41 页。
- [13]. 谢德仁, 1999, 《国有控股企业负债率悖论: 提出与解读》, 《经济研究》第 9 期 72-79 页。
- [14]. 胥何平, 2001, 《战略性竞争产业中的国有控股企业》, 《中国工业经济》第 5 期 28-35 页。
- [15]. 易纲, 2012, 《抓住机遇、防范风险, 以平常心看待企业“走出去”》, 《CMRC 中国经济观察》总第 30 期 9-20 页。
- [16]. 于鹏, 2007, 《股权结构与财务重述: 来自上市公司的证据》, 《经济研究》第 9 期 134-144 页。
- [17]. 张芳玲和罗泽举, 2011, 《山东省工业战略产业选择研究》, 《山东财政学院学报》第 4 期 117-121 页。
- [18]. 张喆和罗泽举, 2011, 《基于 Weaver-Thomas 模型的工业战略产业选择——以甘肃为例》, 《西安财经学院学报》第 1 期 52-56 页。
- [19]. 赵冬青, 朱武祥和王正位, 2008, 《宏观调控与房地产上市公司资本结构调整》, 《金融研究》第 10 期 78-92 页。
- [20]. 赵自强和顾丽娟, 2012, 《产品市场竞争, 会计稳健性与融资成本——基于中国上市公司的实证研究》, 《经济与管理研究》第 11 期 49-60 页。
- [21]. 周其仁, 2000, 《公有制企业的性质》, 《经济研究》第 11 期 3-12 页。
- [22]. Agrawal, A., and N., Nagarajan, 1990, “Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms,” *The Journal of Finance*, 45(4), pp.1325-31.
- [23]. Ang, J., R., Cole, and J., Lin, 2000, “Agency Costs and Ownership Structure,” *The Journal of Finance*, 55(1), pp.81-106.
- [24]. Bai C., Q. Liu, J. Lu, F. Song, and J. Zhang, 2004, “Corporate Governance and Market Valuation in China,” *Journal of Comparative Economics*, 32(4), pp.599-616.
- [25]. Baxter N., 1967, “Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital,” *The Journal of Finance*, 22(3), pp.395-403.
- [26]. Berger, G. P., E., Ofek and D. L., Yermack, 1997, “Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions,” *The Journal of Finance*, 52, pp.1411-1438.
- [27]. Bradley, M., G. A., Jarrell and E. H., Kim, 1984, “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence.” *The Journal of Finance*, 39, pp.857-880.
- [28]. Burgman T., 1996, “An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure,” *Journal of International Business Studies*, 27(3), pp.553-70.
- [29]. Chen G., M., Firth and O., Rui, 2006, “Have China's Enterprise Reforms Led to Improved Efficiency and Profitability?,” *Emerging Markets Review*, 7(1), pp.82-109.
- [30]. Chkir I., and Cosset, 2001, “Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations,” *Journal of Multinational Financial Management*, 11(1), pp.17-37.
- [31]. DeAngelo H., and R., Masulis, 1980, “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation,” *Journal of Financial Economics*, 8(1), pp.3-29.
- [32]. Fatemi A., 1984, “Shareholder Benefits from Corporate International Diversification,” *The Journal of Finance*, 39(5), pp.1325-44.
- [33]. Fatemi A., 1988, “The Effect of International Diversification on Corporate Financing Policy,” *Journal of Business Research*, 16(1), pp.17-30.
- [34]. Figlio David N., 2006, “Testing, Crime and Punishment,” *Journal of Public Economics*, 90(4-5), pp.837-51.

- [35].Friend, I., and L. H. P., Lang, 1988, “An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure,” *The Journal of Finance*, 43, pp.271-281.
- [36].Huang, G., & F. M., Song, 2006, “The Determinants of Capital Structure: Evidence from China,” *China Economic Review*, 17(1), pp.14-36.
- [37].Huang Y., and B. Wang, 2011, “Chinese Outward Direct Investment: Is There a China Model?,” *China & World Economy*, 19(4), pp.1-21.
- [38].Jensen, M., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76, pp.323–339.
- [39].Jensen M., and W., Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-60.
- [40].Lee K., and C., Kwok, 1988, “Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure,” *Journal of International Business Studies*, 19(2), pp.195-217.
- [41].Leland, H., and D., Pyle, 1977, “Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation,” *The Journal of Finance*, 32, pp.371-388.
- [42].Mittoo U., and Z. Zhang, 2008, “The Capital Structure of Multinational Corporations: Canadian Versus U.S. Evidence,” *Journal of Corporate Finance*, 14(5), pp.706-20.
- [43].Modigliani F., and M. H. Miller, 1958, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,” *The American Economic Review*, 48(3), pp.261-97.
- [44].Modigliani F., and M. H. Miller, 1963, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction,” *The American Economic Review*, 53(3), pp.433-43.
- [45].Myers S., 1977, “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp.147-75.
- [46].Myers S., 1984, “The Capital Structure Puzzle,” *The Journal of Finance*, 39(3), pp.575-92.
- [47].Myers, S. C., and N. S., Majluf, 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics*, 13, pp.187-221.
- [48].Rajan, R., and L., Zingales, 1995, “What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data,” *The Journal of Finance*, 50(5), pp.1421-1460.
- [49].Titman S., and R., Wessels, 1988, “The Determinants of Capital Structure Choice,” *The Journal of Finance*, 43(1), pp.1-19.
- [50].Wald, J. K., 1999, “How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison,” *Journal of Financial Research*, 22(2), pp. 161-187.

State-controlled Ownership, Strategic Industries and Multinational Enterprises Capital Structure —Evidence from Chinese A-listed Companies

Dong Xiang¹, Rui Zhang¹², Xun Zhang²³

1. School of Finance, Renmin University of China
2. National School of Development, Peking University
3. Shanghai Finance Institute

Abstract

This paper studies the capital structures of Chinese multinational enterprises (MNEs) from the perspectives of state-controlled ownership and strategic industries and tries to discriminate Chinese MNEs' risk bearing capacities using the data of Chinese A-listed companies. Empirical evidence supports the following conclusions: First, MNEs have lower leverages than domestic enterprises. Second, state-controlling

significantly increases MNEs' leverages. Finally, due to the influence of state strategies and state's shareholding, state-controlled MNEs in strategic industries enjoy higher credit and lower debt financing costs, have higher leverages than state-controlled MNEs in non-strategic industries, and increase leverages of all state-controlled MNEs.

Key Words: Capital Structure; Multinational Enterprises (MNE); State-controlling; Strategic Industry