



重庆工商大学财经文库

CHONGQING GONGSHANG DAXUE CAIJING WENKU

终极控制权、 股东性质与资本成本

Ultimate Control Rights, Shareholders' Characteristics
and the Cost of Capital

王雪梅 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press



重庆工商大学财经文库

CHONGQING GONGSHANG DAXUE CAIJING WENKU

西南财经大学出版社重庆工商大学分社 策划

重庆工商大学博士科研启动经费项目：

混合所有制控股模式对企业财务风险和资本成本的影响（编号：1455004）的研究成果

终极控制权、 股东性质与资本成本

Ultimate Control Rights, Shareholders' Characteristics
and the Cost of Capital

王雪梅 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

终极控制权、股东性质与资本成本/王雪梅著. —成都:西南财经大学出版社,2015. 12

ISBN 978 - 7 - 5504 - 2202 - 5

I. ①终… II. ①王… III. ①上市公司—股权结构—研究
IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 251043 号

终极控制权、股东性质与资本成本

ZHONGJI KONGZHIQUAN、GUDONG XINGZHI YU ZIBEN CHENG BEN

王雪梅 著

责任编辑:张明星

助理编辑:魏玉兰 朱娜

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
印 刷	四川五洲彩印有限责任公司
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	10.75
字 数	265 千字
版 次	2015 年 12 月第 1 版
印 次	2015 年 12 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 2202 - 5
定 价	59.00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

序

Preface

从 1796 年, Smith 就提出经营者与所有者之间思想可能不一致, 之后被 Berle 和 Means (1932) 发展, 到 1976 年, Ross 正式提出了委托代理问题, 但是真正将资本结构与委托代理问题联系起来并提出代理成本概念的是 Jensen 和 Meckling (1976); 之后, 有大量学者探讨经理人持股比例与公司价值之间的关系及股权集中度与公司业绩之间的关系, 结论不一而足。直到 1999 年, La Porta 等提出企业直接股权结构虽然看起来分散, 但是实际上企业背后存在一个终极控制股东来相对控股, 终极股权是相对集中的, 并因此衍生了第二类代理问题: 终极控制股东与中小股东之间的代理问题, 并展开了终极股权集中度与公司业绩之间的相关研究, 提出了利益侵害假设, 但是这跳过了“代理成本”, 终极股权结构究竟对企业的资本成本产生怎样的影响研究相对较少, 并且很多研究都没有将中国的企业纳入研究范畴。那么, 随着我国金融市场的不断完善, 我国已经初步具备了进行相关研究的基础, 基于此, 书中将展开终极股权结构相关变量与资本成本的相互关系研究, 并对比较研究直接股权结构变量与资本成本的关系。

第一章主要是对研究背景、研究意义、研究方法、研究方法、研究架构及技术路线等进行简单介绍, 帮助读者了解通篇内容。

第二章主要涉及两个方面的内容。一部分是对终极股权结构变量与公司价值、资本成本等相关文献进行回顾, 发现: 因

为样本选择的差异，计量方法的不同，结论差别较大。一部分是对常用的资本成本估算方法的回顾。

第三章整理了终极控制权、控制层级对资本成本产生影响的理论支撑——信息不对称理论、寻租理论等，以此为基础提出了研究假设并构建了研究模型。

第四章从终极股权结构的角度和直接股权结构角度分别对我国上市公司的股权结构现状进行了统计描述。书中选用股权结构图谱公布首年（2004年）至2011年的数据作为研究样本。首先，筛选掉没有终极控制股东和数据不全的样本，最终得到11 321个有效样本。通过大样本研究发现：有终极控制股东的上市公司的终极所有权与终极控制权之间存在两权分离，原因之一是控制层级超过1，也有近1/3的上市公司受多链条控制。我国政府更倾向于利用单链条实现对上市公司的控制，个人或家族终极控股的上市公司更倾向于选择金字塔结构。从数量上来看，从2004年到2011年，个人或家族终极控股的上市公司所占比重呈逐年递增的趋势，甚至在2011年，超过政府终极控股的上市公司数量。从直接股权结构来看，第一大股东是国家或国有法人的样本公司仍然占了一半以上，略低于终极控制股东是政府的上市公司所占的比重；此外，第一大股东的平均控股比例较高，为40.08%，整体上呈上升趋势，股权制衡度随年份呈U形变化，国有股比例递减，管理人员持股比例递增。

第五章采用 William. F. Sharpe 等提出的资本资产定价模型 (CAPM)、Ohlson 和 Juettner 提出的 OJ 模型和 Easton 提出的 ES 模型等对资本成本进行估算，并进行了统计分析。三模型估算的股权资本成本中，OJ 模型估算的结果最高，CAPM 模型估算的结果最低，ES 模型估算结果居中。筛选三模型共同样本，共得到 2 254 个有效样本，经计算得出我国上市公司的平均股权资本成本水平为 13.7%，这远高于一年定期存款的利

率。进一步检验终极控股比例区间、终极控制股东性质、政府层级、控股链条数、控制层级对平均股权资本成本划分的显著性,结果发现:不同政府层级控股的上市公司的平均股权资本成本是有显著差异的,省级政府资本成本水平最高,中央政府资本成本水平最低。并通过检验得出:金字塔结构的股权资本成本水平显著高于水平结构。第一大股东性质不同,上市公司的股权资本成本是没有显著差异的。根据第一大股东的持股比例,将第一股东分为不控股、相对控股和绝对控股,不同控股情况下,平均资本成本是有显著差异的。无论国家绝对控股、相对控股还是不控股,股权资本成本没有显著差异。

第六章包含两部分内容。第一部分是检验终极股权结构变量终极控制股东性质、终极控制权、控制层级、控股链条数、两权分离度等与资本成本的关系;第二部分是检验直接股权结构变量——第一大股东持股比例、股权制衡度、国有股比例和管理人员持股比例对资本成本的影响。通过多元线性回归发现:终极控制股东性质不同,结论就有差异。个人或家族终极控股的上市公司的平均股权资本成本与两权分离度在方向上是负向关系,与控制层级在方向上是正向关系;政府终极控股的上市公司的平均股权资本成本与两权分离度显著正线性相关,与控制层级显著负线性相关。终极控制权、控股链条数与平均股权资本成本的相关性不显著,并且稳健性检验得出的结论支持上述分析结果;同时,将股权资本成本与第一大股东持股比例、股权制衡度等进行多元线性回归,发现它们之间存在显著的正线性相关关系。

第七章主要是检验各直接股权结构变量、终极股权结构变量对公司价值的影响,一方面是考察与以往结论的一致性,另一方面检验与第六章结论的一致性。尽管按照股利折现模型,股权资本成本与公司价值是负向关系,但是根据资本成本与各直接股权结构变量和终极股权结构变量的关系推理假设:公司

价值与各直接股权结构、终极股权结构变量的关系，得出的实证结论却是与假设有差异的。如：终极控制股东性质不会对 *EVA* 产生显著影响，不同控制层级的 *EVA* 和托宾 *Q* 都是有显著差异的。第一大股东性质不同，*EVA* 和托宾 *Q* 值都是有显著差异的。管理人员持股比例与 *EVA* 没有显著的线性关系等。但是有些又是符合理论推理的。如：控制链条是单链条和多链条的 *EVA* 和托宾 *Q* 值是有显著差异的；终极控制权与 *EVA* 没有显著的线性关系等。此外，采用不同的公司价值评价指标 *EVA* 和托宾 *Q*，结论是有一定差异的，这一部分解释了目前学术界结论千差万别的原因。

前面几章的研究都是假设股权结构是外生变量，并依此在第六章、第七章进行了实证检验，第八章得出部分股权结构变量没有对资本成本和公司价值产生显著影响，所以第八章分析了假设股权结构内生情况下，股权结构的影响因素，为目前推行的国企混合所有制改革提供有益建议。

第九章是对本书全部研究结论的归纳总结，并提出研究的不足及对未来研究方向的展望。尽管书中详细讨论了终极控制股东问题，但是忽略了不同长度的控制链条可能导致控制力的差异；同时，因为控制链条相关资料的缺乏和计算难度，书中没有明确控制链条的计量；尽管讨论了影响混合所有制改革的影响因子，但是没有明确赋予各因子权重，这些内容都是未来研究有待完善并进一步进行深入讨论的。

此外，感谢首都经济贸易大学的汪平、高闯、戚聿东教授等对本书部分内容给予的指导，感谢重庆工商大学各位同仁及读博期间博士同学给予的帮助，感谢各位编审老师对正文内容的耐心审阅、指正。本书仍然存在不足之处，欢迎各位读者提出宝贵意见和建议，作者联系邮箱是 wangxmhi@163.com。

目录

Contents

第一章 引言 /1

第一节 研究背景与意义 /1

1.1.1 研究背景 /1

1.1.2 研究意义 /7

第二节 研究目标与研究方法 /8

1.2.1 研究目标 /8

1.2.2 研究方法 /9

1.2.3 相关概念的界定 /10

第三节 研究架构及技术路线 /26

1.3.1 研究架构 /26

1.3.2 技术路线 /29

第二章 文献综述 /32

第一节 股权结构理论 /35

2.1.1 企业产权理论 /35

第二节 终极控制股东性质、终极控制权与资本成本的关系 /38

2.2.1 终极控制股东性质与资本成本的关系 /40

2.2.2 终极控制权与资本成本的关系 /42

2.2.3 小结 /45

第三节 控制层级、两权分离度与资本成本的关系 /46

2.3.1 控制层级、控股链条数与资本成本的关系 /46

2.3.2 两权分离度与资本成本的关系 /49

2.3.3 小结 /52

第四节 政府层级与资本成本的关系 /52

第五节 股权资本成本估算技术 /53

2.5.1 CAPM 模型及其发展 /54

2.5.2 股利折现模型 /58

2.5.3 小结 /64

第六节 文献评价与本章小结 /64

第三章 终极控制权、控制层级与资本成本关系机理 /66

第一节 复杂的股权结构的相关理论 /68

3.1.1 股权结构复杂化的支持理论 /68

3.1.2 控制层级、实现控股链条数的两权分离
效应 /70

第二节 两权分离的代理成本效应 /74

3.2.1 信息不对称对控股股东和中小股东的影响 /77

3.2.2 终极控制股东寻租行为的发生 /78

第三节 终极控制权、控制层级与资本成本关系模型的
构建 /79

3.3.1 需要控制的影响股权资本成本的因素 /79

3.3.2 自变量和因变量定义 /85

3.3.3 模型构建 /88

第四章 我国上市公司股权结构现状分析 /90

第一节 有终极控制股东的上市公司股权结构案例

分析 /92

4.1.1 有终极控制股东的上市公司的股权结构研究 /92

4.1.2 有终极控制股东的上市公司股权结构案例 /93

第二节 我国上市公司的数量分布特征 /96

第三节 我国上市公司的股权结构随年份的变化趋势 /100

第四节 上市公司的股权结构特征描述 /109

4.4.1 终极控制股东性质对股权结构特征的影响 /109

4.4.2 控股链条数对上市公司的股权结构特征的影响 /123

4.4.3 控制层级对上市公司的股权结构特征的影响 /127

第五节 上市公司的直接股权结构特征 /130

4.5.1 上市公司的直接股权结构特征变量选择及数据来源 /134

4.5.2 上市公司的股权结构特征描述 /135

4.5.3 上市公司的直接股权结构特征随年份的变化趋势 /148

第六节 小结 /162

第五章 有终极控制股东上市公司的股权资本成本现状 /166

第一节 有终极控制股东的上市公司的资本成本 /166

5.1.1 样本选择 /167

5.1.2 股权资本成本估算结果 /170

第二节 有终极控制股东的上市公司的股权资本成本现状分析 /175

第三节 股权资本成本比较 /179

5.3.1 不同终极控股比例区间的股权资本成本 /179

5.3.2 水平结构与金字塔结构的股权资本成本 /181

5.3.3 不同终极控制股东控股的上市公司的股权资本成本 /185

5.3.4 国有不同层级政府控股的上市公司的股权资本成本 /189

5.3.5 不同控制层级的股权资本成本 /191

5.3.6 不同第一大控股股东性质的股权资本成本 /196

第四节 小结 /215

第六章 终极股权结构、直接股权结构与资本成本关系分析 /219

第一节 所有变量基本情况描述 /219

第二节 终极控制权、终极股权结构与资本成本的相关性分析 /221

第三节 终极股权结构、直接股权结构与资本成本的回归分析 /225

6.3.1 终极股权结构与资本成本的回归分析 /225

6.3.2 个人或家族控股公司的终极股权结构与资本成本的回归分析 /228

6.3.3 政府控股公司的终极股权结构变量与资本成本的回归分析 /231

第四节 稳健性检验 /232

6.4.1 样本改变后的终极控股结构与资本成本的回归分析 /232

6.4.2 终极股权结构与五模型估算的平均股权资本成本的回归分析 /234

第五节 直接股权结构变量对股权资本成本的影响 /237

6.5.1 直接股权结构变量与其他变量的相关性分析 /238

6.5.1 直接股权结构变量与三模型估算的股权资本成本的回归分析 /244

第六节 小结 /251

第七章 股权结构与公司价值关系分析 /255

第一节 公司价值的界定 /255

第二节 文献回顾 /259

7.2.1 资本成本与公司价值的相关关系 /259

7.2.2 股东性质与公司绩效的相关关系研究 /259

7.2.3 股权集中度与公司绩效的相关关系研究 /262

7.2.4 股权制衡度与公司价值的相关关系研究 /263

7.2.5 控制层级与公司绩效的相关关系研究 /264

第三节 数据来源及研究设计 /266

7.3.1 数据来源 /266

7.3.2 变量及研究方法 /266

第四节 实证研究 /267

7.4.1 不同性质终极控制股东的公司价值差异的显著性检验 /267

7.4.2 终极控股权、第一大股东持股比例、国有股比例和
管理人员持股比例与公司价值的相关性检验 /271

7.4.3 控制层级、控股链条数对公司价值的影响 /273

7.4.4 回归分析 /279

第五节 小结 /283

第八章 企业股权结构的影响因素分析 /286

第一节 企业股权结构影响因素研究的背景 /286

第二节 企业股权结构相关文献回归 /289

第三节 股权结构的影响因素 /294

第四节 小结 /300

第九章 研究结论、局限与展望 /301

第一节 研究结论 /303

9.1.1 我国上市公司的终极股权结构和直接股权结构特征总结 /303

9.1.2 对有终极控制股东的上市公司资本成本水平的解读 /308

9.1.3 终极股权结构对股权资本成本和公司价值的影响 /309

9.1.4 直接股权结构变量对股权资本成本和公司价值的影响 /311

9.1.5 国企混合所有制改革需要考虑的因子 /311

9.1.6 结论启示和政策建议 /312

第二节 研究局限与未来展望 /316

参考文献 /319

第一章

引言

第一节 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

从党的十四届三中全会开始就曾涉及“混合所有”；十五大首次提出“混合所有制经济”；十六届三中全会就清晰地指出：进一步增强公有制经济的活力，大力发展国有资本、集体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济，实现投资主体多元化，使股份制成为公有制的主要实现形式。十七大报告曾提出：推进集体企业改革，发展多种形式的集体经济、合作经济。推进公平准入制度，改善融资条件，破除体制障碍，促进个体、私营经济和中小企业发展。以现代产权制度为基础，发展混合所有制经济。十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》）提出积极发展国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式，有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力，有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。《2014 年政府工作报

告》进一步提出优化国有经济布局 and 结构，加快发展混合所有制经济，建立健全现代企业制度和公司法人治理结构。这说明国企、民企资本融合成为新一轮国资国企改革重头戏，国企上市是实现混合所有制的有效手段。研究已实现混合所有制不同类型企业的股权结构现状，并考察其为股东带来的预期收益具有一定的现实指导意义。

随着三十多年来国企改革的逐步进行，为减少国家对国企的政治干预，让国企顺利实现市场化经营，国家逐步转入幕后，通过控制链条实现对国有企业的终极控制。民营企业为了利用较少的资金投入获得较大的控制权，也建立了多层级、多链条的股权结构来实现对上市公司的终极控制。十八届三中全会的召开把国企体制改革放在了一个全新的起点，因为国企改革必将继续推进混合所有制、完善治理结构，这就意味着对企业的产权结构深入研究有现实需要。尤其是在我国这样一个证券市场不成熟、监管力度不到位、中小股东利益保护程度低的国家，终极控制股东很可能利用其超额控制权侵占中小股东利益，而且通过较多的控制层级和控制链条，将侵占行为很好地掩盖。基于此，很多学者就终极控制权对公司价值的影响展开研究，尽管目前得到的答案并非完全一致，但普遍认为终极股权结构对公司价值产生影响。一旦公司价值受到影响，投资者的利益也将受到株连，所以这有可能影响到投资者要求报酬率的高低。站在企业的角度，这将影响到企业的股权资本成本。

然而，一旦提及终极控股股东^①，就涉及股权结构的问

① 证监会颁布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号（2004年修订）》中，规范了对实际控制人的信息披露要求，规定上市公司在年报中必须以方框图的形式披露公司与其实际控制人之间的产权和控制关系。同时，要求上市公司详细介绍控股股东的情况和公司实际控制人的情况，且实际控制人应当披露至自然人、国有资产管理部门或者其他最终控制人。这为我们追溯上市公司的终极控制股东提供了便利。

题,自然不可回避控制层级这一概念,因为只有依据一级一级的控制层才能追溯到终极控股股东。“层级”一词最早用在生态系统中,有关层级的理论为大家所熟知的就是管理层级,管理层级属于管理结构的范畴,此处的控制层级属于股权结构的范畴。按照角雪岭(2007)的说法是,控制层级指从终极控制股东到上市公司之间所包含的股权结构层次数,实际指的是终极控制股东控制上市公司跨越的链条长度(简称控制层级)^①。这与以往何威风(2009)^②、刘星和安灵(2010)^③认为的控制层级有明显不同,他们认为控制层级是指最终控股股东所处的政府级别(中央、省、市、县),事实上他们所谓的“控制层级”应该是“政府层级”。

围绕终极控制股东的研究,大部分学者集中在终极控制股东性质、终极控制股东必须保有的控制比例、终极控制股东所有权(现金流权)与控制权^④(投票权)的分离度等方面。终极控制股东性质指终极控制股东的身份特征;终极控股比例指该上市公司的终极所有者所能操纵的投票权(La Porta et al., 1999)^⑤;两权分离度指终极控制股东所能操控的投票权与其因持有股票而享有的现金流权的差值或比值。

从1932年Berle和Means^⑥研究所有权和控制权之间的分

① 角雪岭.我国上市公司金字塔持股结构特征研究[J].会计之友,2007(12).

② 何威风.政府控股、控制层级与代理问题的实证研究[J].中国软科学,2009(2).

③ 刘星,安灵.大股东控制、政府控制层级与公司价值创造[J].会计研究,2010(1).

④ 终极所有权是指终极控制股东所拥有的现金流权,终极控股股权指终极控制股东的投票权,同一终极控制股东的终极控股股权一定大于或等于终极所有权。

⑤ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Corporate Ownership around the World [J]. Journal of Finance, 1999.

⑥ Berle, A., Means, G. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: MacMillan, 1932.

离问题以来,大量的实证检验结果证明股权是分散的 (Berle and Means, 1932^①; Barelay, 1989^②; Jensen et al., 1976^③; Grossman et al., 1988^④)。有关股权集中度的讨论一直持续至今,近年来的实证研究结果表明股权是集中的 (La Porta et al., 1999^⑤; La Porta et al., 2000^⑥; Claessens, 2000^⑦)。基于对股权集中与分散问题的研究展开对公司治理的两个核心问题的研究:一是,当公司的控股权分散的条件下,公司管理者 (内部经理人) 与公司股东之间的代理问题;二是,基于控股股东存在的大前提下,拥有控制权的大股东与中小股东之间的代理问题。虽然第一个核心问题仍备受关注,但是第二个问题近期吸引了更多学者的目光。1999 年 La Porta et al.^⑧ 通过对全球多个国家企业的调查研究发现大部分公司拥有终极控制股东,而且终极控制股东会通过采用金字塔结构持股方式、交叉持股、发行双重投票权股票等股权结构安排或者是制定或委派

① Berle, A., Means, G. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: MacMillan, 1932.

② Barelay, M. J., Holderness, C. G. Private Benefits from Control of Public Corporation [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25 (12).

③ Jensen, M. C., Meckling, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3 (4).

④ Grossman, S. J., Hart O. D. One Share-one Vote and The Market for Corporate Control [J]. Journal of Financial Economics, 1988 (20).

⑤ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Corporate Ownership around the World [J]. Journal of Finance, 1999, LIV (2).

⑥ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000 (58).

⑦ Claessens, S., Djankov, S., Lang, P. H. L. The Separation of Ownership from Control of East Asian Firms [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1-2).

⑧ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Corporate Ownership around the World [J]. Journal of Finance, 1999, LIV (2).