

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

国家自然科学基金 (71002062、71272140、71472157) 的研究成果



三友会计论丛

第15辑

SUNYAO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

The Ultimate Ownership Structure,
Institutional Environment
and the Cost of Equity Capital

终极所有权结构、 制度环境和权益资本成本

肖作平 尹林辉 ◉ 著

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

国家自然科学基金 (71002062、71272140、

三友会计论丛

第15辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

The Ultimate Ownership Structure,
Institutional Environment
and the Cost of Equity Capital

终极所有权结构、 制度环境和权益资本成本

肖作平 尹林辉 · 著

图书在版编目(CIP)数据

终极所有权结构、制度环境和权益资本成本 / 肖作平, 尹林辉
著. —大连: 东北财经大学出版社, 2015.10

(三友会计论丛·第15辑)

ISBN 978-7-5654-2133-4

I. 终… II. ①肖… ②尹… III. 上市公司-财务管理-
研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第248803号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连住友彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 173千字 印张: 12 插页: 1

2015年10月第1版

2015年10月第1次印刷

责任编辑: 王莹 田玉海 吴茜 责任校对: 刘洋

封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

定价: 32.00元

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

本书的研究得到国家自然科学基金“终极所有权结构，制度环境与权益资本成本”（项目编号：71002062）、“终极控制股东，投资者法律保护与会计稳健性”（项目编号：71272140）和“终极所有权结构，社会资本与银行贷款契约”（项目编号：71472157）的资助。

三友会计论丛编审委员会

顾问:

欧阳清 冯淑萍 李志文

委员(以姓氏笔画为序):

马君梅	王化成	王立彦	王光远	方红星
田世忠	刘 峰	刘永泽	刘志远	刘明辉
孙 铮	宋献中	李 爽	张为国	张龙平
张先治	张俊瑞	何顺文	杨雄胜	陆正飞
陈 敏	陈国辉	陈建明	陈信元	陈毓圭
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴	赵德武
夏冬林	秦荣生	徐林倩丽	黄世忠	谢志华
蔡 春	薛云奎	魏明海	戴德明	

权益资本成本一直是财务学界关注的焦点议题。从终极所有权结构和制度视角研究权益资本成本是当前财务研究的前沿课题。本书在探索适合中国上市公司权益资本成本度量模型的基础上，结合中国制度环境存在显著区域性差异的现实背景，着眼于终极控制股东和外部投资者的委托代理问题，理论推演了终极所有权结构、制度环境和权益资本成本三者之间的关系。具体来说，本书理论推演了终极所有权结构对权益资本成本的影响、制度环境对权益资本成本的影响，以及制度环境和两权分离度对权益资本成本的交互影响。在理论推演的基础上，以2004—2013年沪深两市上市的A股公司为研究样本，采用单变量T检验、秩和检验和多元回归等多种计量方法对提出的研究假设进行实证检验和稳健性检验。研究发现，终极所有权结构是影响公司权益资本成本的重要因素，制度环境质量的改善会降低公司权益资本成本，同时制度环境质量的改善也会削弱两权分离度与公司权益资本成本之间的正相关关系。具体而言，本书的研究结论总结如下：

首先，在权益资本成本度量模型的适用性评价方面，本书采用相关性分析和多元回归分析，实证检验了权益资本成本与已实现报酬率之间是否存在显著的相关关系，以及权益资本成本与风险因子之间是否存在显著的相关关系。通过检验发现，

在众多权益资本成本度量模型中较适合中国上市公司的模型是 MPEG 模型 (COE_MPEG)、PEG 模型 (COE_PEG) 和 OJ 模型 (COE_OJ), 但三者之间没有绝对的排序。

其次, 在终极所有权结构对权益资本成本的影响方面, 研究发现: (1) 终极所有权与权益资本成本存在显著的负相关关系, 并且这一关系在非国有公司中更为显著; (2) 终极所有权和控制权的两权分离度与权益资本成本正相关, 这一关系在非国有公司中更为显著; (3) 相比民营企业和地方企业, 中央企业有着显著更低的权益资本成本; (4) 地方企业和民营企业之间的权益资本成本并没有系统性差异; (5) 事业单位企业和民营企业之间的权益资本成本也没有系统性差异; (6) 外资企业相比民营企业有着显著更低的权益资本成本; (7) 对比五类企业, 中央企业和外资企业的权益资本成本显著更低, 而地方企业、事业单位企业和民营企业的权益资本成本显著更高。

2

再次, 在制度环境对权益资本成本的影响方面, 研究发现: (1) 影响权益资本成本的制度因素不仅有法律保护, 还包括政府行政管理、金融发展、产品市场发育、媒体报道和社会诚信; (2) 制度环境质量改善能够降低公司的权益资本成本, 制度环境质量的改善包括法律保护、政府行政管理、金融发展、产品市场发育、媒体报道和社会诚信等制度因素发展水平的提高。

最后, 在制度环境和两权分离度对权益资本成本的交互影响方面, 研究表明: 制度环境质量改善会显著削弱终极所有权和控制权的两权分离度与权益资本成本之间的正相关关系, 即当法律保护、政府行政管理、金融发展、产品市场发育、媒体报道和社会诚信等制度因素发展水平提高后, 会增加终极控制股东的掠夺风险和掠夺成本, 从而抑制其掠夺行为, 进而削弱两权分离度与权益资本成本之间的正相关关系。

作者

2015年10月

第1章 绪论/1

- 1.1 选题背景和问题提出/1
- 1.2 研究意义/3
- 1.3 研究目标、研究内容和研究方法/4
- 1.4 研究创新和特色/7
- 1.5 关键术语界定/8

第2章 文献综述/10

- 2.1 引言/10
- 2.2 权益资本成本研究综述/11
- 2.3 终极所有权结构研究综述/16
- 2.4 制度环境研究综述/23
- 2.5 本章小结/26

第3章 权益资本成本的度量及其适用性评价/28

- 3.1 引言/28
- 3.2 权益资本成本主要度量模型综述/29
- 3.3 权益资本成本度量模型在中国的适用性评价/35
- 3.4 中国权益资本成本现状分析/50
- 3.5 本章小结/53

第4章 终极所有权结构对权益资本成本的影响/55

- 4.1 引言/55
- 4.2 理论分析与研究假设/57
- 4.3 实证方案设计/65
- 4.4 实证结果分析/72

4.5 稳健性检验/83

4.6 本章小结/90

第5章 制度环境对权益资本成本的影响/92

5.1 引言/92

5.2 理论分析与研究假设/94

5.3 实证方案设计/107

5.4 实证结果分析/113

5.5 稳健性检验/118

5.6 本章小结/124

第6章 制度环境和两权分离度对权益资本成本的交互影响/126

6.1 引言/126

6.2 理论分析和研究假设/127

6.3 实证方案设计/134

6.4 实证结果分析/136

6.5 稳健性检验/140

6.6 本章小结/148

第7章 结论和政策启示/150

7.1 主要研究结论/150

7.2 政策启示/154

7.3 研究局限与未来研究展望/156

主要参考文献/158

索引/183

1.1 选题背景和问题提出

权益资本成本是公司财务管理的核心概念，对公司投融资决策具有重要的影响。在公司理财领域，权益资本成本一直是财务学界研究的热点问题之一，从早期的研究（Modigliani 和 Miller，1958）至今，尽管经历了半个多世纪，但仍然存在许多问题没有得到有效解决。权益资本成本是现代财务理论历久弥新的研究难题之一，其研究不仅有助于完善公司财务理论，同时在实践上也有助于完善资本市场和促进公司投融资。从资本市场建设需要看，权益资本成本是股票制度健全程度和资本市场完善程度的考评指标，对资本的有效配置和资金的合理流动发挥着重要作用；从公司发展需要看，权益资本成本是选择合适融资方式和融资渠道、决定投资项目及其投资效益的主要指标，在公司投融资管理和估算企业价值方面发挥着重要作用。

迄今为止，大量的财务学文献一方面从理论上探讨适用的权益资本成本度量模型，如资本资产定价模型、套利定价理论、Fama-French 三因子模型和剩余收益估值模型等；另一方面从实证上寻找潜在的影响因素，早前对此的研究主要集中在风险因子、公司特征和宏观经济因素上。此后，

伴随着委托代理理论和信息不对称理论的进一步发展,部分学者把目光转向公司治理与权益资本成本之间的关系上,实证检验了股权和董事会特征、会计信息质量和投资者保护等对权益资本成本的影响。然而,近些年众多文献指出上市公司股权并不是普遍分散的,其控制权大多为终极控制股东所掌握 (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2002),即便在股权较为分散的英美国家也存在上市公司股权集中控制问题 (Anderson 和 Reeb, 2003)。公司治理的主要问题事实上已经从股东与管理者的委托代理问题转移到终极控制股东与中小股东的委托代理问题。因此,在当今股权普遍为终极控制股东所控制的产权背景下,现代公司治理研究应重点关注终极所有权结构,包括终极所有权、终极控制权和所有权的分离度、终极所有权性质等,研究重点应该是终极控制股东的行为及其激励和约束问题。只有从终极所有权结构视角来探究公司治理问题,才有可能解决目前公司治理中存在的主要矛盾和主要问题,事实上目前终极所有权结构的研究已经成为了财务学界的主流研究方向之一,围绕该问题已经涌现了大量的研究成果,但是它们探讨的主要是终极所有权结构对公司价值 (Claessens et al., 2002; Lemmon 和 Lins, 2003; Hughes, 2009; 刘芍佳等, 2003; 苏启林和朱文, 2003; 王鹏和周黎安, 2006) 以及公司政策的影响 (Faccio et al., 2001; Haw et al., 2004; Du 和 Dai, 2005; 马忠和吴翔宇, 2006, 2007; 韩亮亮和李凯, 2008; 李增泉等, 2008; 肖作平, 2010)。事实上,终极控制股东能够以各种方式掠夺中小股东利益并操纵会计信息,导致严重的代理冲突和信息不对称问题,从而提高投资者的投资风险,进而推高公司权益资本成本。因此,有必要从终极所有权结构角度去研究权益资本成本,只有这样才能深刻揭示股权结构与权益资本成本的内在关系,理清权益资本成本的影响因素。

在中国上市公司中,公司股权普遍为终极控制股东所控制,存在较为尖锐的终极控制股东与中小股东之间的代理冲突,终极控制股东的侵占行为普遍存在,例如德隆集体、托普公司和猴王股份的衰弱,以及ST兰光、琼花股份的控股股东违规信贷担保和资金占用等,是典型的终极控制股东对中小股东的利益侵占。同时,中国正处于经济转轨阶段,制度环境质量较差,例如金融市场化程度低、投资者法律保护不健全、政府行政管

理缺乏效率、社会诚信度较差和产品市场不发达等。较差的制度环境质量进一步加剧了终极控制股东的掠夺行为和信息操纵行为。同时，中国幅员辽阔，不同地区的法律保护、政府行政管理、产品市场发育、金融发展和信用文化等制度环境上存在显著的区域性差异（樊纲等，2007），这为研究一国之内不同地区的制度环境与权益资本成本之间的关系提供了难得的机会。为了揭示制度环境对权益资本成本的作用机理，我们有必要回答“制度环境质量的改善是否有助于降低权益资本成本”这一基本命题，使权益资本成本的研究转向更为现实的视角。信息和代理问题阻碍了资本市场高效配置资源，从制度上降低终极控制股东与中小股东的代理冲突，缓解中小股东相对终极控制股东的信息不对称，降低投资者的投资风险和公司权益资本成本，促进资源的优化配置，是资本市场建设的目标。因此，理清终极所有权结构、制度环境与权益资本成本之间的关系具有重要的学术价值。

基于中国的制度背景，本书系统研究了终极所有权结构、制度环境和权益资本成本之间的关系，在一定程度上对已有文献提供有益的补充。具体而言，本书拟回答以下几个问题：（1）如何结合中国的实际情况探讨适合中国上市公司权益资本成本的度量模型？（2）终极所有权结构（包括终极所有权、两权分离度、终极所有权性质等）究竟如何影响权益资本成本？（3）制度环境（包括法律保护、政府行政管理、金融发展、产品市场发育、媒体报道和社会诚信）究竟如何影响权益资本成本？（4）制度环境是否以及如何影响终极所有权结构与权益资本成本之间的关系？毫无疑问，以上问题的解决对于中国资本市场的建设具有重大的意义。

1.2 研究意义

本书研究具有重要的理论和实践意义，主要体现在：

（1）探究终极控制股东对中小股东的利益侵占行为，深刻认识由此引发的代理冲突和信息不对称问题，揭示终极所有权结构如何影响权益资本成本，其内在的作用机理是什么，为优化公司股权结构和治理结构、改革

国有企业体制等提供政策参考，推动公司治理的规范化进程，促进资本市场资源的有效配置。

(2) 揭示制度环境对权益资本成本的作用机理，探讨终极所有权结构与权益资本成本之间的关系如何随着制度环境质量的不同而变化，探寻有利于降低权益资本成本的制度因素，为监管地方政府行为、提高金融业的市场化水平、强化投资者法律保护等制度的完善提供政策参考，推动资本市场的稳定有序发展。

(3) 探索权益资本成本新的研究视角，拓展和深化已有文献的理论和实证研究。

1.3 研究目标、研究内容和研究方法

1.3.1 研究目标

本书立足于中国资本市场，探究适合中国上市公司权益资本成本的度量模型，搭建理论框架系统阐释终极所有权结构、制度环境与权益资本成本之间关系，然后，采用沪深两市A股公司为研究样本，实证检验终极所有权结构、制度环境如何影响权益资本成本，以及制度环境如何影响终极所有权结构与权益资本成本之间的关系。通过对上述问题的研究，使我们能够全面系统地认识和把握终极所有权结构、制度环境与权益资本成本三者之间的内在关系，揭示终极控制股东行为，探究激励和约束终极控制股东的制度因素，降低公司的权益资本成本，促进资本市场资源的有效配置，拓展和深化已有文献的理论和实证研究。此外，针对这些研究对象，在理论和实证研究的基础上，提出相关政策性建议供政府决策部门参考，推动公司治理水平的提升以及资本市场的稳定有序发展。

1.3.2 研究框架

本书的研究框架可用图1-1加以概括。

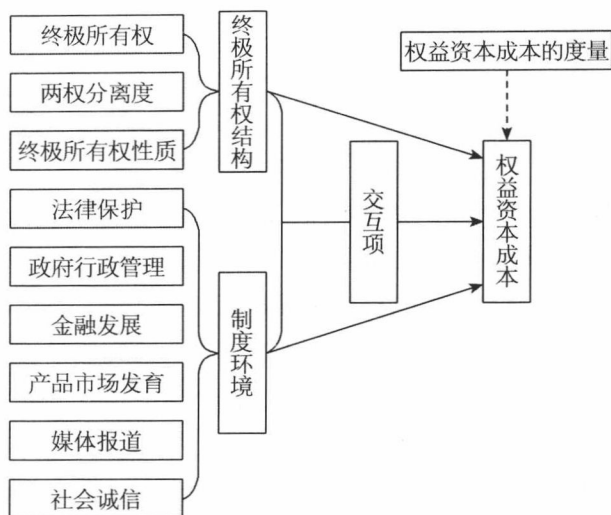


图 1-1 研究框架

1.3.3 技术路线

本书研究的技术路线见图 1-2。

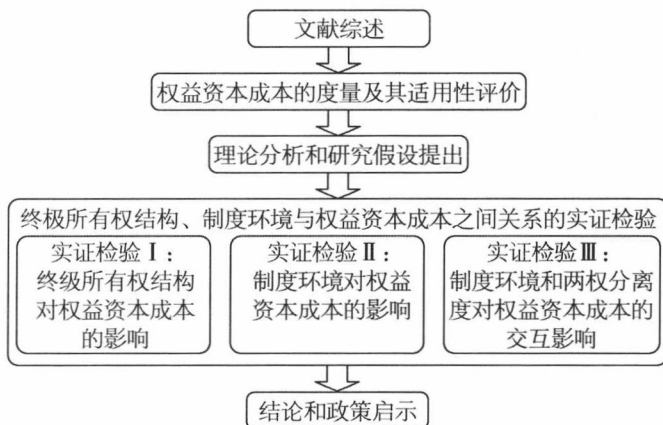


图 1-2 技术路线

本书的研究技术线路可归纳为如下步骤：①文献综述→②权益资本成本的度量及其适用性评价→③建立研究框架→④理论研究→⑤提出研究假设→⑥设计合适的实证研究方案→⑦公司样本选择和变量数据收集→⑧开展单变量和多变量的实证分析→⑨实证结果及分析→⑩进行稳健性检验→

⑪归纳形成结论和政策建议。

1.3.4 内容结构

本书后续内容结构安排如下：第2章文献综述，论述权益资本成本、终极所有权结构和制度环境的研究现状及其评价；第3章权益资本成本的度量及其适用性评价，论述权益资本成本的主要度量模型、模型评价方案设计、模型评价结果和中国目前权益资本成本的现状；第4章终极所有权结构对权益资本成本的影响，论述理论分析和研究假设、实证方案设计、实证结果分析和稳健性检验等；第5章制度环境对权益资本成本的影响，论述理论分析和研究假设、实证方案设计、实证结果分析和稳健性检验等；第6章制度环境和两权分离度对权益资本成本的交互影响，论述理论分析和研究假设、实证方案设计、实证结果分析和稳健性检验等；第7章结论和政策启示，论述研究结论、政策启示、研究局限和未来研究展望。

6

1.3.5 研究方法

本书综合运用财务学、会计学、制度经济学和信息经济学等相关学科所采用的前沿研究手段，主要采用理论分析与实证检验相结合的研究方法。具体的研究方法包括：

(1) 文献研究。首先广泛收集和阅读国内外相关研究文献，全面掌握国内外相关研究领域的最新动态和研究现状，理清相关领域的研究脉络，界定研究增量贡献。

(2) 比较研究。比较分析各类权益资本成本度量模型的前提假设、数据要求和优缺点，并结合中国的实际情况，设计度量模型评价方案，对相关的度量模型进行评价，探究适合中国上市公司权益资本成本的度量模型。

(3) 以公司治理和公司财务理论以及信息经济学等为基础的理论分析。基于中国制度环境存在显著区域性差异的现实背景，以终极控制股东引发的委托代理和信息操纵问题为切入点，理论分析终极所有权结构、制度环境与权益资本成本三者之间的关系，以此为基础，构建相应的研究假设。

(4) 基于计量经济学的实证分析。本书在理论分析的基础上,采用沪深两市A股公司为研究样本,设计相应的实证研究方案,构建计量经济模型,采用单变量检验和多变量回归分析的方法检验终极所有权结构、制度环境如何影响权益资本成本,以及制度环境如何影响终极所有权结构与权益资本成本之间的关系。

1.4 研究创新和特色

本书的研究创新和特色主要体现在:

(1) 基于中国资本市场数据,实证分析不同模型度量的权益资本成本和已实现报酬率、风险因子之间的相关关系,探索适合中国上市公司的权益资本成本度量模型。如何有效度量权益资本成本一直是公司财务研究的难题,现有西方学者已经开发出不少的权益资本成本度量模型,但是这些模型在中国的适用性如何,仍然是一个悬而未决的问题。本书结合 Hou et al. (2012) 的研究成果^①,在获得较为稳健的盈余预测数据的基础上,通过实证检验权益资本成本和已实现报酬率、风险因子之间的相关关系,获得了较为可靠的评价结论,探索了适合中国上市公司的权益资本成本度量模型,从而深化了对权益资本成本度量模型的研究。

(2) 拓展了影响权益资本成本的制度因素。本书不仅理论分析和实证检验了法律制度对权益资本成本的影响,而且分析了法律外制度因素对权益资本成本的影响。已有文献主要探讨了投资者法律保护对权益资本成本的影响,鲜有文献从法律外制度视角开展权益资本成本问题研究。本书在现有研究基础上做了进一步拓展,不但探讨了法律保护、政府行政管理、金融发展和产品市场发育等正式制度对权益资本成本的影响,而且探讨了媒体报道和社会诚信等非正式制度对权益资本成本的影响,从而拓展了制度因素与权益资本成本之间的关系。

(3) 探索制度因素和两权分离度对权益资本成本的交互影响,以便揭示终极所有权结构和权益资本成本的关系如何随着制度质量的不同而改

^① 有助于解决因中国缺乏盈余预测数据而不能够评价权益资本成本模型的问题。

变。已有文献在讨论终极所有权结构和权益资本成本之间关系时，没有把制度环境纳入研究框架，无法深刻把握制度环境对权益资本成本的作用机理。本书把制度因素（尤其是法制外因素）纳入研究框架，理论分析和实证检验了不同制度因素对终极所有权结构和权益资本成本之间关系的影响，检查终极所有权结构与权益资本成本之间的关系是否依赖制度质量，从而拓展了终极所有权结构、制度环境与权益资本成本之间的关系。

1.5 关键术语界定

1.5.1 权益资本成本

依据经典教材论述，资本成本是公司取得资本使用权所付出的代价，是投资者投资于公司要求获得的最低回报率（中国注册会计师协会，2014）。按照这一逻辑，权益资本成本是公司取得权益资本使用权所付出的代价，是权益投资者投资于公司要求获得的最低回报率（或必要报酬率）。因此，它实际上是投资者的事前期望报酬率，而不是投资者已实现的报酬率。权益资本成本的大小最终取决于无风险报酬率、经营风险溢价和财务风险溢价，而公司经营业务和资本结构的差异会导致公司具有不同的经营风险和财务风险，风险越高，投资者所要求的必要报酬率也会越高，进而会提高公司的权益资本成本（中国注册会计师协会，2014）。从机会成本的角度看，权益资本成本实际上是投资者用于某项投资后所放弃的在其他等风险投资机会上所能获得的最大报酬率。

1.5.2 终极所有权结构

借鉴主流文献 La Porta et al. (1999)、Claessens et al. (2000) 的做法来定义终极所有权结构的代理变量，具体为：终极所有权（也被称为现金流量权）定义为每条控制链条上持股比例乘积之和，终极控制权定义为每条控制链条上最低的持股比例之和，在此基础上，定义终极所有权和控制权的分离度（下文简称为两权分离度）为终极控制权除以终极所有权。例