

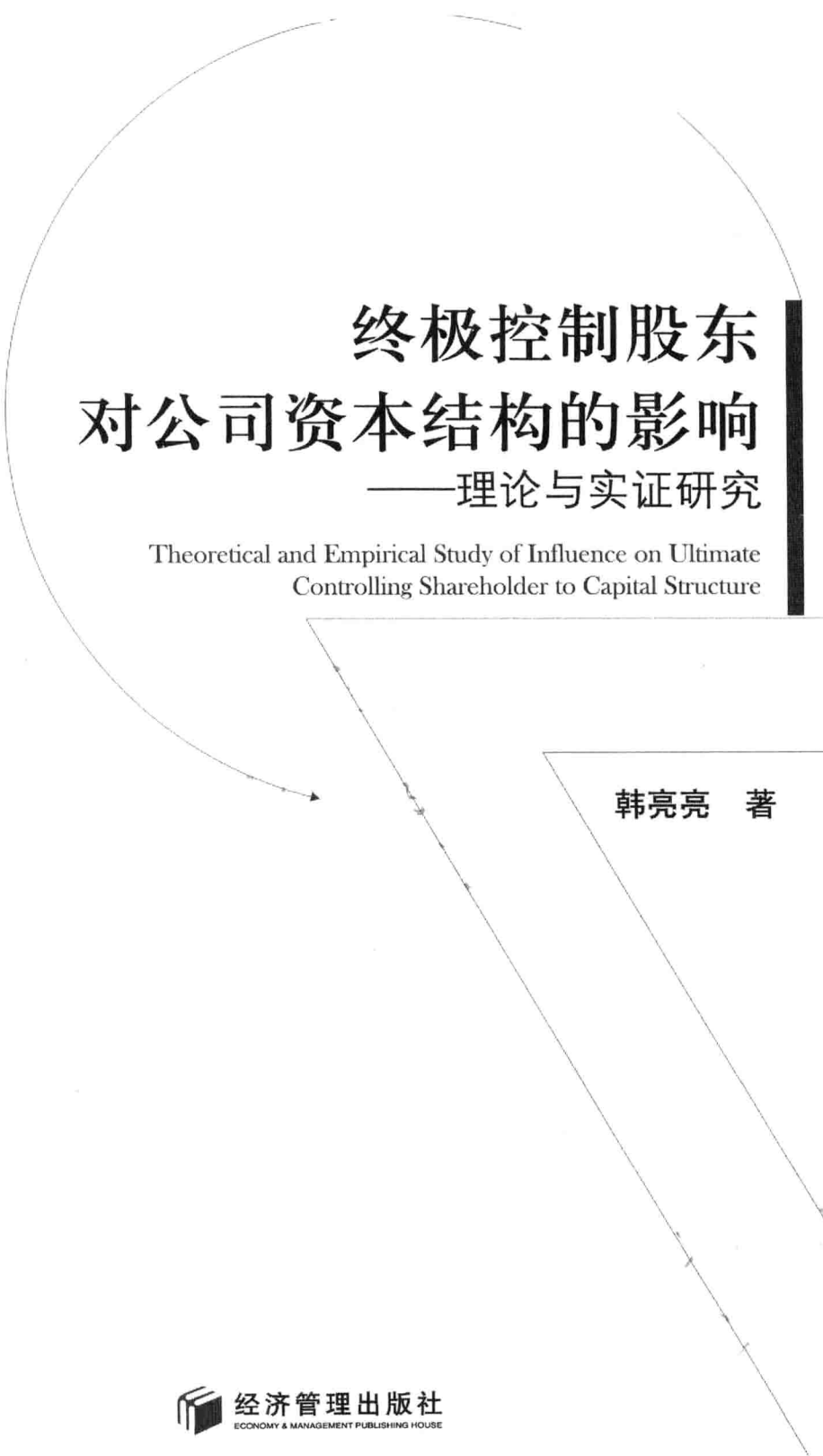
终极控制股东 对公司资本结构的影响 ——理论与实证研究

Theoretical and Empirical Study of Influence on Ultimate
Controlling Shareholder to Capital Structure

韩亮亮 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



终极控制股东 对公司资本结构的影响 ——理论与实证研究

Theoretical and Empirical Study of Influence on Ultimate
Controlling Shareholder to Capital Structure

韩亮亮 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

终极控制股东对公司资本结构的影响: 理论与实证研究/韩亮亮著. —北京: 经济管理出版社, 2014.2

ISBN 978-7-5096-2956-7

I. ①终… II. ①韩… III. ①股东—影响—上市公司—资本结构—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 025730 号

组稿编辑: 张永美
责任编辑: 杨国强
责任印制: 黄章平
责任校对: 陈颖



出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 13.75

字 数: 253 千字

版 次: 2014 年 5 月第 1 版 2014 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2956-7

定 价: 48.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

近年来,公司治理与公司财务领域研究呈现不断融合的趋势。随着公司治理研究的不断深入,其为解释公司资本结构选择问题提供了新的研究视角。本书在回顾国内外相关研究成果的基础上,对终极股东控制、资本结构与债权人利益保护等问题进行理论分析与实证研究,揭示终极股东控制下的上市公司资本结构选择机理,提高包括投资者在内的公司利益相关者对终极股东控制下的资本结构选择行为的认识,丰富公司治理与资本结构关系的实证研究。通过研究发现:

(1) 终极股东控制力与反映公司资本结构的有息负债比例显著负相关,终极股东控制权和现金流权的偏离度与公司有息负债比例显著正相关。这表明,终极股东采用负债融资的控制权防守动机与利益转移动机并存。另外,研究还发现,对终极股东产生制约作用的股权制衡程度、董事会独立性等公司治理变量与有息负债比例正相关,这表明公司大股东和独立董事倾向选择高负债治理终极股东行为;投资者法律保护程度与有息负债比例负相关,这意味着在投资者保护较好的地区,公司权益融资成本降低,从而能让公司利用更多的权益资本。

(2) 高控制权减弱了两权偏离度与资本结构的敏感性,低控制权下两权偏离度与资本结构更敏感;高偏离度减弱了控制权与资本结构的敏感性,低偏离度下控制权与资本结构更敏感。这表明,终极股东控制权防守和利益转移动机对资本结构敏感性产生交互影响,在不同的控制权和两权偏离度情形下,控制权防守和利益转移以及资本结构敏感性的不同是导致资本结构呈现差异的主要原因。进一步的研究发现,低控制权、高偏离度的民营上市公司负债率最高。

(3) 有息债务比例越高,民营上市公司下一期的资金占用程度越大;终极股东现金流权越大,资金占用程度越低;金字塔控制结构下的上市公司资金占用程度更高。这表明,在中国民营上市公司中,债务资源扩张确实为终极股东及其关联方的利益掏空提供了资源,终极股东的现金流权起到了缓解利益侵占的作用,金字塔控制结构的存在为终极股东及其关联方掏空上市公司资源提供了更为隐蔽的

信道。研究还发现，投资者法律保护水平能够抑制资金占用问题，在投资者法律保护水平相对较高的地区，资金占用程度较低，这为缓解上市公司资金占用问题提供了思路。

(4) 银行有息负债率与资金占用显著正相关，非银行有息负债（公司债）率与资金占用不相关，商业信用与资金占用不存在显著相关性。这表明，在中国民营上市公司中，终极股东及其关联方主要侵占了银行债权人利益，公司债券持有者和商业信用提供者不是债务资源侵占的主要对象。研究结果解释了业内人士和理论研究者经常讨论的银行“惜贷”原因，即存在比较严重的侵害银行债权人行为，这为银行业等金融机构慎重向民营企业发放贷款提供了新的解释和证据。

(5) 终极股东金字塔控股结构规模与民营上市公司全部非银行借款率、短期非银行借款率显著正相关。这表明金字塔控股结构规模越大，民营上市公司越倾向利用内部资本市场提供的非银行借款。研究结论从“内部资本市场融资替代效应”角度揭示了终极股东金字塔控股结构的内部资本市场功能，并解释了中国民营上市公司广泛隶属于金字塔控股结构的合理性。

(6) 终极控制股东媒体曝光率越高，即声誉越高，其所在公司的权益资本成本越低。这表明，由于现在的中国市场缺乏完善的投资者保护机制和良好的公司治理体系，许多投资者的投资意向除了决定于良好的财务特征之外，还有赖于一个具有良好声誉、值得信任的终极控制股东。

本书贡献主要包括：

(1) 从终极股东控制权防守、利益侵占和利益支持三方面对民营上市公司资本结构选择进行了研究，揭示出终极股东控制是影响公司资本结构选择的主要因素，并提供了终极股东控制影响公司资本结构选择的经验证据。

(2) 区分了终极股东控制权防守和利益转移动机对民营上市公司资本结构影响的交互作用，揭示出在不同的终极股东控制状态下，终极股东控制权防守和利益转移动机对资本结构影响程度不同。

(3) 提供了终极股东及其关联方占用债务资金的经验证据，证实了存在债务融资的利益侵占行为，尤其是提供了银行有息负债被侵占的证据。这为保护债权人利益提供了经验支持，也从侧面提供了银行等金融机构对民营企业“惜贷”的公司治理成因。

(4) 揭示出终极股东采用的金字塔控股结构具有内部资本市场功能，提供了金字塔控股结构发挥内部资本市场融资替代效应的经验证据，从终极股东控制的“利益支持”角度回答了终极股东金字塔控股结构广泛存在的原因。

(5) 提供了终极控制股东的声誉会影响公司权益资本成本的经验证据, 表明终极控制股东声誉能够通过影响权益资本成本而决定公司的资本结构, 提供了分析资本结构决策问题的终极控制股东非股权控制新视角。

第一章 绪 论 / 001

第一节 研究背景与研究意义 / 003

第二节 研究思路与方法 / 007

第三节 主要内容 / 008

第四节 研究改进与创新 / 011

第二章 文献综述 / 013

第一节 终极控制股东控制研究 / 015

第二节 资本结构理论与实证研究 / 023

第三节 声誉治理研究 / 035

第四节 权益资本成本研究 / 042

第五节 资本结构与债权人利益保护 / 045

第三章 制度背景 / 047

第一节 我国资本市场融资制度 / 049

第二节 我国中小投资者法律保护制度的演进 / 054

第三节 上市公司终极控制股东控制信息披露制度 / 058

第四节 民营上市公司资本结构特征 / 066

第四章 理论基础与研究假设 / 071

第一节 理论基础 / 073

第二节 研究假设 / 090

第五章 终极控制股东控制权防守、利益侵占与资本结构选择 / 107

第一节 研究设计 / 109

第二节 实证结果与分析 / 115

第三节 研究拓展：控制权防守、利益侵占交互与资本结构敏感性 / 122

第四节 威达股份终极股东控制权频繁转移对资本结构影响的案例研究 / 127

第六章 终极控制股东控制、资本结构与资金占用 / 143

第一节 研究设计 / 145

第二节 实证结果与分析 / 148

第三节 研究拓展一：终极控制股东究竟侵害哪类债权人 / 153

第四节 研究拓展二：终极控制股东与资本结构被选择 / 162

第七章 终极控制股东利益支持与资本结构选择 / 171

第一节 研究设计 / 173

第二节 实证结果与分析 / 175

第八章 终极控制股东声誉与权益资本成本 / 179

第一节 研究设计 / 182

第二节 实证研究 / 188

第九章 结论与展望 / 193

第一节 主要结论 / 195

第二节 研究贡献 / 197

第三节 后续研究工作展望 / 198

参考文献 / 199

后 记 / 211



第一章 绪 论



资本结构理论是公司财务领域三大经典理论之一。两位诺贝尔经济学奖获得者 Modigliani 和 Miller 在 1958 年 6 月发表于《美国经济评论》的“资本结构、公司财务与资本”是资本结构理论研究的开山之作，被誉为彪炳千古的学术巨作。从他们提出的资本结构价值无关论开始，学术界在此后的 50 多年里对资本结构问题进行了大量理论研究和实证分析，试图解释公司如何选择资本结构。随着对破产成本、信息不对称、代理成本、控制权市场和产品市场竞争等因素的考虑，人们对资本结构选择有了进一步认识，形成了资本结构的静态权衡理论、信号传递模型、代理成本理论、公司控制权理论和产品市场竞争理论等。但正如美国著名财务学家 Stewart C. Myers (1984) 在《资本结构之谜》开篇中写到的那样：“公司如何选择它们的资本结构？回答是我们不知道。”在 20 多年前，这是因为传统的公司资本结构研究基本都是在一般均衡条件下讨论成本最小化或收益最大化，忽略了公司治理要素对资本结构选择的影响；而在 20 多年后，随着公司治理研究的蓬勃发展，从公司治理角度研究公司资本结构选择已经成为当代公司治理与公司财务相融合研究的主要内容。一些研究从公司股权结构、董事会构成和经理层激励等公司治理角度分析了公司治理要素对资本结构选择的影响，得到了一些新的研究成果。但尽管如此，“资本结构之谜”依然没有完全揭开。因为这些研究主要关注公司治理通过资本结构对传统经理与股东代理问题的缓解，对近几年公司治理中终极控制股东与其他中小投资者利益分歧的关注远远不够。从终极控制股东控制角度对公司资本结构选择进行研究，有助于丰富资本结构影响因素研究，进一步揭开公司资本结构选择之谜。基于此，本书在回顾国内外相关研究成果的基础上，结合中国民营上市公司生存的制度背景，实证研究终极控制股东与公司资本结构的关系，揭示在终极控制股东影响下的上市公司资本结构选择机理，丰富公司治理与资本结构关系的实证研究。

第一节 研究背景与研究意义

近年来，公司治理研究与公司财务研究呈现不断融合的趋势，出现了一大批关于公司治理与公司财务决策关系的研究。在公司财务研究中，股利政策、投资决策和资本结构决策是三个重要问题，因此，国内外一些学者开始从终极控制股东角度对以上三大决策进行研究。这不但适应了公司治理与公司财务研究相融合的发展趋势，并且可能在这两个研究领域获得一些创新性研究成果。从目前研究来看，关于

终极控制股东对公司股利政策、投资决策方面影响的研究相对较多（雷光勇等，2007；俞红海等，2010），而且结论较为一致，但关于终极控制股东对资本结构决策影响的研究较少，加之资本结构决策本身比较复杂，研究结论也不尽相同。因此，探讨终极控制股东如何影响公司资本结构决策成为本书旨在解决的主要问题。

一、研究背景

（一）理论背景

公司终极控制股东的存在及其引发的公司治理问题是近年国内外公司治理领域研究的热点问题。La Porta 等（1999）在国际权威杂志《金融学杂志》（The Journal of Finance）发表的题为“世界各国的公司所有权结构”成为触发国内外学者研究公司终极控制股东问题的开山之作，La Porta 等（1999）提供的大量经验证据表明，“股权集中”才是目前世界各国公司股权结构的基本特征，这彻底撼动了长期以来人们对 Berle 和 Means（1932）提出的“公司股权广泛分散”的认识。在这篇经典文献中，几位作者沿着各国公司股权控制链条追溯公司终极控制股东，发现很多公司都有终极控制股东，而且终极控制股东主要通过金字塔控股结构和参与公司管理等方式实现对公司的有效控制。终极控制股东的广泛存在为深入开展公司治理问题研究提供了新视角（Claessens, Djankov 和 Lang, 2000；Faccio 和 Lang, 2002），国内外学者研究的重心也从传统公司治理研究关注的股东与经理人员的代理问题转移为研究终极控制股东与其他投资者之间的利益冲突问题。在此后 10 多年里，很多学者围绕终极控制股东引起的各种公司治理问题进行了大量研究。如 Claessens 等（2002）研究认为，终极控制股东的控制权与现金流权偏离导致公司代理成本上升，公司绩效下降。Lins（2003）以 18 个国家 1433 个公司为样本实证研究终极控制股东对公司价值的影响，研究发现当终极股东控制权超过现金流权时，公司市场价值下降。Denis 和 McConnell（2002）研究认为，在法律体系不尽完善的国家中，终极控制股东不仅可以向公司委派管理人员，还可以采用关联交易掏空公司。Marchica 等（2005）以英国非金融类上市公司为样本，研究发现，终极控制股东的现金流与控制权偏离对公司价值产生负面影响。由以上研究可以看出，终极控制股东与其他投资者的利益分歧是目前世界范围内公司治理的主要矛盾，那么，在我国这一矛盾是不是也同样突出呢？刘芍佳等（2003）在《经济研究》上发表的“终极产权论、股权结构及公司绩效”引起了国内学者对我国上市公司终极控制股东问题研究的兴趣，他们把我国上市公司终极控制股东划分为政府、非政府控制的上市公司、非上

市的集体企业、乡镇企业、国内民营企业 and 外资企业。苏启林和朱文（2003）、戴璐和孙茂竹（2005）、邓建平和曾勇（2005）、李善民等（2006）、王鹏和周黎安（2006）、谷祺等（2006）围绕终极控制股东的控制权与现金流权偏离对公司价值、股利政策和公司绩效等的影响进行了深入研究。这些研究结果表明，终极控制股东与其他投资者的利益冲突也是当前我国公司治理中的核心治理问题，在民营或家族上市公司中终极控制股东与其他投资者的利益冲突更为严重。

（二）现实背景

改革开放以来，我国非公有制经济发展迅速，涌现出一大批民营企业（集团），这些企业（集团）已经成为我国国民经济中的重要力量，为地方财政做出了巨大贡献。但与此同时，我国资本市场上频繁发生的“德隆系”、“飞天系”等各类系族丑闻事件深刻反映了我国民营企业（集团）存在严重的治理问题。其中，民营上市公司终极控制股东的“一控多”现象及其所采用的金字塔控股方式值得深入研究。

“一控多”是典型的“造系”结果。所谓“一控多”，是指两个或两个以上企业同时受同一控制人控制的情形。考虑上市公司信息披露相对充分，特别是2007年12月17日中国证券监督管理委员会发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号〈年度报告的内容与格式〉》（2007年修订）通知要求，对上市公司终极控制股东控制信息披露内容提出了更加具体的要求。因此，本书利用2009年CCER上市公司治理结构数据库对我国大陆主板市场民营上市公司终极控制股东控制情况进行统计。结果显示，截至2008年末，在我国大陆主板市场上市的民营上市公司共有374家，其中在上交所上市的有241家，占64.44%，在深交所上市的有133家，占35.56%。在我国374家民营上市公司中共有59家上市公司属于不同的“一控多”类型，这其中不乏同时控制三家、四家上市公司的情形，如汪力成同时控制华立科技（600097）、昆明制药（600422）、武汉健民（600976）和华立药业（000607）四家上市公司；鲁冠球控制万向德农（600371）、万向钱潮（000559）和承德露露（000848）三家上市公司；黄伟控制哈高科（600095）、新潮中宝（600208）和新潮创业（600840）三家上市公司。

终极控制股东金字塔控股方式普遍。无论终极控制股东对民营上市公司形成的是“一控多”局面，还是“一对一”情形，终极控制股东主要都采用了金字塔控股方式。上海证券交易所（2005）的研究表明，我国民营上市公司有90%以上隶属金字塔控股结构。与国有上市公司相比，我国民营上市公司终极控制股东现金流权、控制权均低于国有上市公司，而现金流权与控制权偏离程度则要高于国有上市公司。这意味着在我国民营上市公司中可能存在更严重的终极控制股东利益侵

占问题。

基于以上理论研究背景，并结合我国民营上市公司终极股东控制现状，本书从终极控制股东角度出发对民营上市公司资本结构选择以及存在的债权人利益侵占等问题进行理论分析和实证检验。本书选择民营上市公司作为研究对象，一方面是考虑研究结论可以进行国际比较，另一方面也充分考虑研究民营上市公司资本结构问题在我国当前制度背景下具有更强的现实意义。通过研究，本书试图回答以下主要问题：

(1) 终极控制股东对我国民营上市公司资本结构选择实施影响的动机有哪些，这些动机对资本结构影响的方向和程度有什么不同。

(2) 终极控制股东控制下的债务融资是否存在利益侵占问题，进一步，终极控制股东侵占了哪些债权人提供的债务资源。

(3) 终极控制股东采用的金字塔控股方式对民营上市公司资本结构会产生怎样的影响。

二、研究意义

本书从终极控制股东控制角度研究资本结构选择问题，并对资本结构选择中可能存在的债权人利益侵占问题进行分析，选题和研究内容具有较强的理论意义和现实意义。

(一) 理论意义

本书的理论意义主要体现在两方面：

(1) 深化了公司治理领域研究。股权集中和终极控制股东的广泛存在是目前世界各国公司股权结构的基本特征，这一特征从根本上改变了多年来公司治理问题研究的基本前提。因此，围绕这一基本特征开展研究必将会产生一些创新性的公司治理研究成果。本书恰恰就是围绕近年来国内外学者普遍关注的终极控制股东控制现象进行研究，研究成果将促进公司治理相关理论研究的发展。

(2) 丰富了公司资本结构决定因素研究。尽管资本结构理论是 20 世纪以来公司财务理论领域研究最为活跃的经典理论之一，但长期以来，究竟是什么因素决定了公司资本结构选择始终没有得到全面地阐释，因此有 Myers (1984) 提出的“资本结构之谜”一说。本书通过对民营上市公司核心治理问题的把握，从控制权防守、利益侵占和利益支持等角度研究终极控制股东对资本结构选择的影响，为进一步揭开“资本结构之谜”提供了新的理论视角和经验证据，极大地丰富了资本结构

决定因素研究成果。

（二）现实意义

本书的现实意义集中体现在三方面：

（1）有助于客观认识和评价我国民营上市公司终极控制股东控制现状。通过研究，本书认为终极控制股东控制是一把“双刃剑”，金字塔控股结构在为终极控制股东提供更多利益侵占机会的同时，还发挥着内部资本市场的融资功能。政府相关职能部门，一方面必须加强对终极控制股东控制行为的监管工作；另一方面在现有融资制度环境下又不能扼杀终极股东金字塔控股方式，因为这种方式在现阶段有效弥补了外部资本市场的不足。

（2）有助于明确债权人利益保护的重点。债权人同中小股东都是投资者保护的主体，投资者利益保护不仅要关注公司中小股东，还要重视公司债权人利益的保护。本书对债权人利益保护进行了深入研究，发现银行等金融机构是债权人利益保护的重点。经验证据表明，银行等债权人往往是民营上市公司利益侵占的主要对象，所以我们不难理解为什么银行会对民营企业表现出“惜贷”的倾向。

（3）为优化我国民营企业金融生态环境提供了新的思路。通过研究，本书认为，优化我国民营企业金融生态环境不仅需要依靠银行等金融机构进行各种金融创新，更需要不断完善民营企业公司治理结构和机制，才能不断改善民营企业金融生态环境，促进金融业对实体经济，特别是对民营经济发展的推动作用。

第二节 研究思路与方法

一、研究思路

公司重大事项的决策权集中在最上层的终极控制股东手中（邓淑芳、陈晓和姚正春，2007），为了比较系统全面地研究终极控制股东对资本结构决策的影响，并对资本结构选择可能导致的债权人利益侵占问题进行深入分析，首先，对相关研究文献进行了梳理，为进一步开展研究奠定基础；其次，引入终极股东控制权私有收益分析，从终极控制股东的控制权防守、利益侵占和利益支持视角提出研究假设；再次，运用我国民营上市公司数据进行实证检验；最后，结论与展望。

二、研究方法

本书主要采用了文献研究、比较分析和实证研究等方法。

文献研究方法的采用主要集中在“文献综述”部分，通过该方法掌握终极股东控制、资本结构与债权人利益保护方面研究的历史和现状，确定本书切入点。

比较分析方法的采用主要集中在我国民营上市终极控制股东特征、资本结构特征与境内外企业的比较，通过与国有上市公司的境内比较、与东亚和西欧企业的跨境比较揭示我国民营上市公司终极控制股东特征，通过与国有上市公司比较、与美日德等七国进行比较揭示我国民营上市公司资本结构特征。

实证研究方法的采用主要集中在“终极控制股东控制权防守、利益侵占与资本结构”、“终极控制股东控制、资本结构与资金占用”和“终极控制股东利益支持与资本结构”等部分。在研究中具体涉及描述性统计分析、相关性检验、单因素方差分析、非参数检验方法（Kruskal-Wallis、Mann-Whitney）、多元回归分析等方法，研究主要采用的计量分析工具软件是 STATA10.0 和 SPSS17.0。

第三节 主要内容

本书共分九章，主要内容如下：

第一章：绪论。主要介绍本书研究背景、研究意义、研究思路、研究方法、主要内容、研究改进及创新等。通过理论和现实背景介绍，提出本书的几个主要问题，指明研究的理论意义和现实意义；明确本书基本思路和采用的主要方法；介绍本书主要内容；概括本书改进及创新之处。

第二章：文献综述。本部分主要对终极控制股东、资本结构、声誉治理、权益资本成本和债权人利益保护相关研究文献进行整理分析，总结终极控制股东、资本结构、声誉治理、权益资本成本和债权人利益保护研究现状及存在的不足，为本书进一步深入研究打下基础。

第三章：制度背景。本部分主要对我国资本市场融资制度演进，尤其是股票发审制度的变迁、再融资制度的完善以及我国中小投资者权益保护、上市公司终极控制股东控制信息披露等内容进行介绍，在以上制度背景基础上进行研究，突