

基于终极控制权论的上市公司 股权分置改革和公司治理研究

JIYU ZHONGJI KONGZHIGUANLUN DE SHANGSHI GONGSI
GUQUAN FENZHI GAIGE HE GONGSI ZHILI YANJIU

黄 雷 著



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

基于终极控制权论的上市公司 股权分置改革和公司治理研究

JIYU ZHONGJI KONGZHIQUANLUN DE SHANGSHI GONGSI
GUQUAN FENZHI GAIGE HE GONGSI ZHILI YANJIU

黄 雷 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

基于终极控制权论的上市公司股权分置改革和公司治理研究/黄雷著. —成都:西南财经大学出版社,2015. 2

ISBN 978 - 7 - 5504 - 1425 - 9

I. ①基… II. ①黄… III. ①上市公司—股权管理—研究—中国②上市公司—企业管理—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 096857 号

基于终极控制权论的上市公司股权分置改革和公司治理研究

黄 雷 著

责任编辑:李 才

封面设计:张姗姗

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
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	170mm × 240mm
印 张	12
字 数	220 千字
版 次	2015 年 2 月第 1 版
印 次	2015 年 2 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 1425 - 9
定 价	58.00 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。

摘要

由于特殊的历史原因,中国股市在成立之初就形成了非流通股和流通股两类股票同股不同价、同股不同权的股权分置现象,股权分置的存在与隐性终极控制权效应的负面应用是我国证券市场许多不规范行为的症结所在。股权分置导致上市公司控制股东与中小投资者的利益不一致,加上终极控制股东对公司的控制具有隐秘性和复杂性,为其关联交易、内幕交易、利润转移、掏空上市公司资产等不规范运作提供了许多的便利。股权分置的诸多弊端导致中国资本市场的发展严重滞后于经济水平的发展,并最终导致了股权分置改革的诞生。股权分置改革对上市公司控制股东的行为、上市公司自身的行为及其公司业绩和价值、投资者的利益、投资理念和行为都会产生根本性影响,因此,股权分置改革对中国证券市场的影响是长期而深远的。如何对股权分置改革过程中及股权分置改革后不同终极控制股东控制的上市公司的终极控制权结构、股权分置改革对价及其对公司价值和业绩的影响等问题进行理论和实证研究既是一个亟待解决的学术性课题,又是证券监管部门判别股权分置改革成效的一个实践性问题。本书的研究对于分析股权分置改革过程中控制股东和投资者的利益博弈,探讨股权分置改革对价对股权分置改革后上市公司业绩和公司价值,及其对中小投资者利益的保护状态,进而完善公司治理机制,促使上市公司注重长远发展和正常运作,具有重要的学术价值与现实意义。

本书以股权分置改革过程中和股权分置改革程序基本完成后的上市公司为研究对象,采取理论分析与实证研究相结合,以实证研究为主线的方法,运用企业治理理论、统计学、财务管理学等相关理论原理及方法对我国上市公司股权分置改革过程中的对价支付数量、类型的影响因素及对价支付数量、控制股东类型对股权分置改革后上市公司的业绩、价值和股利分配等展开研究,主要研究内容如下:

- (1) 针对中国上市公司股权结构传统分类方法的不足,结合中国证券市

场的实际情况，对股权分置改革后中国上市公司的终极控制权和控制方式进行分类，并绘制出上市公司终极控制权结构图谱，在此基础上与股权分置改革前进行比较分析；

(2) 股权分置改革能否顺利进行主要取决于非流通股股东与流通股股东之间就对价支付的方式和数量能否达成一致，为此，本书研究了股权分置改革过程中对价支付类型和数量的影响因素；

(3) 对上市公司终极控制股东类型、股权分置改革对价支付与上市公司绩效之间的关系进行了研究；

(4) 分析了股权分置改革后上市公司现金股利分配政策及其影响因素。

关键词：公司治理；股权分置改革；隐性终极控制权；对价

Abstract

Because of especial history, there is a phenomenon of the split-share structure in the Chinese capital market. The split-share structure and implicit ultimate control rights are the important reason of irregularity behavior in Chinese capital market. The split-share structure results in the different benefits between controlling shareholders and minority investors in the listed companies. Because of the secrete character and complexity about ultimate control rights, the ultimate control rights give many advantages to ultimate controlling shareholders to relating exchange, low-down exchange, benefits diversion, expropriate assets of listed companies and so on. The shortcoming of split-share structure resulted in development of the Chinese capital market lagged the development of economy and the split-share structure reform. The split-share structure reform brings fundamental effects to the behavior of ultimate controlling shareholders in the listed companies, the behavior of the listed companies themselves, corporate value, benefits of the investors, ideas and behavior of the investors. Therefore, the Chinese capital market will be influenced by the split-share structure reform during a long time.

This article regards the listed companies in the split-share structure reform process and procedure fulfilled as the research object, combined with criterion study and empirical research method, taking empirical research as the thread, and uses such relevant theories and methods as corporate governance theory, statistics, accounting, financial engineering, etc. to carry on research to the number and type of consideration, the relationship of type of ultimate controlling shareholders and corporate value and dividend. The main research contents are as follows:

(1) Directly against the deficiency of the traditional categorized method of the ownership structure of the Chinese listed companies, the article combines the actual

conditions of the Chinese securities market, classifies ultimate control right and control method of the the Chinese listed companies, and draws out the ultimate control right structure atlas of the listed companies.

(2) Whether the split-share structure reform can go on favorably depends mainly on whether non-circulation stock shareholders and circulation stock shareholders can reach an agreement or not. So, this article studies the type and quantitative of consideration in the split-share structure reform.

(3) To study the relationship of the type of ultimate controlling shareholders, the type and quantitative of consideration and corporate performance in the listed companies.

(4) To analyze the policy of cash dividend and influence factor after the split-share structure reform.

Key Words: Corporate Governance, Split-Share Structure Reform, Implicit Ultimate Control Rights, Consideration

目 录

第 1 章 绪论 / 1

1.1 研究问题的提出 / 1

1.2 选题的目的和意义 / 2

1.3 相关概念 / 3

1.3.1 公司治理 / 3

1.3.2 股权分置改革 / 7

1.3.3 终极控制权 / 8

1.4 相关理论 / 9

1.4.1 资本结构相关理论 / 9

1.4.2 股利政策相关理论 / 12

1.5 研究方法、研究内容 / 13

1.5.1 研究方法 / 13

1.5.2 研究内容 / 14

第 2 章 我国上市公司股权分置及股权分置改革概述 / 15

2.1 股权分置简介 / 15

2.2 中国股权分置制度的几组数据 / 16

2.3 股权分置改革的基本概念及实施股权分置改革的必要性 / 21

第3章 国内外研究综述 / 24

3.1 关于终极控制权的研究现状 / 24

3.2 股权分置改革的研究现状 / 31

3.2.1 股权分置改革必要性的理论分析 / 32

3.2.2 股权分置改革过程中对价支付问题的研究 / 36

3.2.3 股权分置改革与投资者的关系 / 44

3.2.4 股权分置改革效应研究 / 47

3.3 国内外研究述评 / 51

第4章 股权分置改革后上市公司终极控制权、现金流量权及其比较研究 / 53

4.1 前言 / 53

4.2 数据来源及处理方法 / 55

4.3 加强控制的方法 / 57

4.4 所有权结构的例子 / 64

4.5 描述性统计分析 / 69

第5章 公司治理结构与股改对价关系实证研究 / 73

5.1 文献综述 / 74

5.2 理论分析与假设提出 / 79

5.3 研究设计 / 82

5.4 实证检验及分析 / 84

5.5 主要研究结论及局限 / 93

第6章 终极控制股东类型、股权分置改革对价支付与上市公司绩效研究 / 95

6.1 引言 / 95

6.2 文献综述 / 97

6.2.1	股权分置改革对价支付 /	97
6.2.2	股权结构、股权分置改革与公司绩效 /	98
6.3	研究假设 /	100
6.4	研究样本和变量 /	101
6.4.1	研究样本和数据来源 /	101
6.4.2	变量定义 /	102
6.5	模型构建 /	105
6.6	结果分析 /	106
第7章	上市公司现金股利分配政策研究 /	111
7.1	引言 /	111
7.2	股利政策的影响因素分析 /	114
7.3	上市公司制定股利政策的基本原则 /	117
7.4	研究述评 /	118
7.5	理论分析与假设提出 /	120
7.6	研究设计 /	123
7.7	实证检验及分析 /	127
7.8	研究结论 /	133
第8章	股权结构、媒体监督与过度投资 /	135
8.1	引言 /	135
8.2	理论分析与研究假设 /	136
8.3	研究设计 /	141
8.3.1	样本选择与数据来源 /	141
8.3.2	研究模型与变量定义 /	141
8.4	实证分析结果与分析 /	144
8.4.1	变量的描述性统计 /	144

8.4.2	实证分析结果 /	145
8.5	稳健性检验 /	149
8.6	结论 /	151
第9章	媒体负面报道、过度自信与过度投资 /	153
9.1	引言 /	153
9.2	理论分析与研究假设 /	154
9.3	研究设计 /	157
9.3.1	样本选择与数据来源 /	157
9.3.2	研究模型与变量定义 /	157
9.4	实证分析结果 /	158
9.4.1	描述性统计分析结果 /	158
9.4.2	回归分析结果 /	159
9.5	稳健性检验 /	161
9.6	进一步的研究 /	163
9.7	结论 /	165
结论	/	166
参考文献	/	171

第 1 章 绪论

1.1 研究问题的提出

由于特殊的历史原因，中国股市在成立之初就形成了非流通股和流通股两类股票同股不同价、同股不同权的股权分置现象。非流通股是上市公司股票公开发行人前的股东所持有的股份，只能通过协议等方式进行转让，不能上市交易；流通股是社会公众购买的公开发行股票，可在证券交易所挂牌交易。流通股和非流通股的持有成本差别巨大。出现股权分置状态的原因在于中国资本市场的出现并不是一个自然演进的进程，而是作为改革开放的象征并解决国有企业融资问题，由政府主导和推进的一个强制性的制度变迁结果。随着时间的推移，股权分置带来了一系列的严重后果，特别是随着资本市场的迅速发展，投资主体多元化的逐步形成，股权分置这样的制度安排的弊端和矛盾也逐渐暴露出来，使资本市场的融资功能和优化资源配置功能以及价值发现功能大大弱化，后来甚至被认为是影响证券市场健康发展一系列问题的根源，到了不得不彻底解决的地步。至 2004 年年底，我国沪深两个交易所共有上市公司 1 358 户（不含纯 B 股公司），总股本 7 149 亿股，其中非流通股 4 543 亿股，占总股本的 64%，社会流通股 2 606 亿股，占总股本的 36%，分散在 7 000 万投资者手中。在非流通股中，国有股共 3 362 亿股，占非流通股的 74%，占总股本的 47%。由于股权分置，我国 A 股市场上有三分之二的股权不能流通，这其中很大部分是国有股，使得股价不能真实反映上市公司的价值。

为了彻底解决这一历史遗留问题，政府和证券监管当局最初提出的方案是国有股减持，社会各界提出的国有股减持方案至少有上百种。但是，由于国有股减持的提法让投资者误认为是进一步为国有上市公司“圈钱”，从而使中小投资者利益受损，因此在几年的讨论过程中一直被认为是对资本市场的重大利

空消息，再加上其他一些原因，几年的争论最终没有结果。针对我国资本市场存在的这一难点和热点问题，党中央、国务院于2004年下发《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，要求积极稳妥解决股权分置问题。2005年4月29日，中国证监会发出《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，紧接着，沪深证券交易所又发布《上市公司股权分置改革试点业务操作指引》。随即，首批参加股权分置改革试点的四家上市公司先后公布了试点改革方案。这标志着对困扰中国资本市场多年的股权分置问题的解决拉开了序幕。

目前，股权分置改革从形式上看已基本完成。但是，股权分置改革过程中的对价支付是否合理，承诺如何严格执行，股权分置改革完成后的公司业绩和公司价值、投资者保护、公司治理状况的改善等诸多问题亟待我们去研究和分析。在这些问题上，上市公司终极控制股东在其中的角色和表现尤为引人关注。

1.2 选题的目的和意义

在国有企业上市融资时出于“国有股的内在价值难以计量导致人们认为国有股出售时可能存在国有资产流失，同时，国有股的出售也会导致国有资本对上市公司控制权乃至对整个国民经济控制力的削弱及考虑市场扩容对投资者心理的影响”（苏梅，寇纪淞，陈富赞，2006）以致股权分置产生，资本市场的发展促使股权分置改革的进行。我国上市公司的股权分置改革在2007年年底已经基本完成，全流通使得终极控制权和上市公司的研究又出现了许多新的研究内容。如何对股权分置改革后上市公司的终极控制权结构和公司治理问题进行理论和实证研究既是一个亟待解决的学术性课题，又是证券监管部门判别股权分置改革成效的一个实践性问题。

自1999年拉·珀塔（La Porta）等人（1999）首次提出终极控制权（ultimate control）的概念后，对终极控制权的相关研究成为近年来国外研究的热点问题。终极控制权是指股权控制链条（control chains）的最终控制者通过直接和（或）间接持有公司股份而对公司拥有的实际控制权。我们认为终极控制权可分为两种类型：一是显性终极控制权（explicit ultimate control）——第一大股东没有通过多层结构而直接具有对上市公司的实际控制权；二是隐性终极控制权（implicit ultimate control）——最终控制者通过采用金字塔结构

(pyramid structures) 和 (或) 交叉持股 (cross holding) 等方式而具有的实际控制权。隐性终极控制股东 (ultimate controlling shareholders) 对公司的控制具有隐秘性和复杂性, 为其关联交易、内幕交易、利润转移、掏空上市公司等不规范运作提供了许多的便利 (Denis and McConnell, 2003)。另外, 通过隐性控制这种终极控股方式还可使控制权 (control) 和现金流量权 (cash-flow rights) 产生偏离, 使其可以用较小的股份来达到实际控制公司的目的, 从而获得同股不同权 (deviations from the one-share-one-vote), 小股有大权的效应。在我国证券市场上上市公司存在的许多不规范问题, 很大程度上都是隐性终极控制权效应及其负面应用的反映, 即由于终极控制权存在的隐秘性, 加之法制建设严重滞后, 以致拥有终极控制权的股东会尽一切手段去最大化自身利益。

我们认为, 国内以往对控制权的有关研究对具有显性终极控制权的上市公司有一定的价值, 但对于隐性终极控制权的上市公司, 其理论解释和应用价值就存在一定的缺陷。由于具有隐性终极控制权的这类公司在中国证券市场上所占比例很大, 因此现有研究成果在一定程度上难以揭示和解释中国证券市场上因控制权而产生的许多问题。虽然有关终极控制权的研究在近几年也开始出现, 但由于起步晚, 加之中国证券市场的特殊性, 以致研究的难度更大, 特别是有关隐性终极控制权研究成果还不多见。在股权分置改革完成后, 不同类型终极控制股东控股的上市公司的治理结构和公司业绩是否会有显著的改善和差异, 投资者利益是否有更好的保护, 证券市场的发展是否有明显的进步等这些涉及股权分置改革成效的问题都亟须进行深入的理论研究和实证分析。

1.3 相关概念

1.3.1 公司治理

20 世纪 80 年代在国外的文献中开始出现公司治理 (corporate governance) 这个概念。在随后的几十年中, 公司治理及其相关问题逐渐成为理论界和实务界的研究热点和难点。Berle 和 Means (1932) 在《现代公司和私人产权》中提出, 现代公司的所有权与控制权实现了分离, 控制权由所有者转移到管理者手中, 从而导致所有者和管理者之间的委托代理问题。Baumol 等 (1959) 通过建立模型, 分别从不同角度揭示了掌握控制权的管理者与拥有所有权的股东间的利益差异, 从而提出现代公司制企业应该构建激励约束机制, 以使管理者更好地为股东利益服务。Chandler (1977) 通过案例分析, 进一步描述了现代

公司两权分离的历史演变过程。

所有权与控制权的分离,以及由此产生的委托代理关系,是公司治理研究领域最初试图解决的核心问题。Collin Mayer (1995) 在《市场经济和过渡经济的企业治理机制》一文中,指出公司治理的需求随市场经济中现代股份公司所有权与控制权相分离而产生。

传统的公司治理定义是指保护股东的利益。由于代理人与委托人的目标不同,一般认为管理者有可能采取有损股东利益的行为,因此需要建立一系列制度来解决这一问题。而所有权与控制权分离所导致的股东与管理者的冲突,成为企业的权利核心,董事会成为斗争的焦点。因此,狭义的公司治理也被定义为董事会的功能、结构、股权的权利等方面的制度安排。可以看到,传统的公司治理奉行的是“股东主权”治理理论,认为物质资本投入者应该独享企业剩余索取权与剩余控制权,关注的是股东利益保护,因而股东具有绝对主导地位 (Fama 和 Jensen, 1983; Shleifer 和 Vishny, 1997)。

但随着对公司治理的进一步研究,公司治理的定义也越来越广泛,学者们也提出了不同的观点。

Cochran 和 Wartick (1988) 在其发表的《公司治理——文献回顾》中提出,公司治理问题包括在高级管理层、股东、董事会和其他的利益相关者的相关作用中产生的具体问题。构成公司治理问题的核心是:①谁从公司决策、高级管理层的行动中受益;②谁应该从公司决策、高级管理层的行动中受益,当在“是什么”和“应该是什么”之间存在不一致时,公司治理的问题就会出现。

钱颖一 (1995) 则认为,公司治理是一套制度的安排,用以支配若干在公司中有重大利害关系的团体,即投资者 (股东和贷款人)、经理人、职工间的关系,并从中实现经济利益。这种结构包括如何配置和行驶控制权,如何监督和评价董事会、经理人、职工,如何实践和实施激励机制,通过良好的公司治理结构降低代理成本。

林毅夫、蔡昉和李周 (1997) 认为,所谓公司治理是指所有者对一个企业的经营管理和绩效进行监督和控制。

费方域 (1998) 在其《企业的产权分析》一文中提出公司治理概念应该是一个知识体系。他认为,公司治理的本质是一种关系合同,以简约的方式协调公司各利益相关者的关系,规范他们之间的交易,以发挥公司节约交易成本的优势。公司治理的起因在产权分离,其形式多种多样,功能则是配置权、责、利。

Sheifer 和 Vishny (1986) 认为公司治理要处理的是公司资金的提供者确保自己可以获得投资回报的途径问题。Blair (1995) 将公司治理归纳为一种法律、文化和制度性安排的有机整合。

可见, 公司治理可以从不同角度来理解, 是一个内涵丰富的概念。随着公司治理研究的不断深入, 还可能对其赋予新的含义。

自 Berle 和 Means (1932) 提出公司治理的概念以来, 国内外的学者从不同角度对公司治理理论进行了研究, 其中具有代表性的是超产权理论、两权分离理论、委托代理理论和利益相关者理论, 它们构成了公司治理结构的主要理论基础。周亮 (2009) 通过整理从下面四个方面进行了深入的介绍。

1. 超产权理论

超产权理论是在 20 世纪 90 年代以后兴起的一种治理理论, 是产权理论经过实证解释和逻辑演绎的结果。该理论认为, 企业产权改革、利润激励只有在市场竞争的前提下才能发挥其刺激经营者增加努力和投入的作用。要使企业完善自身治理机制, 基本动力是引入竞争, 变动产权只是改变机制的一种手段。该理论的基本观点有:

产权改革并不能保证公司治理结构就一定变得有效率, 竞争才是保障治理结构改善的根本条件。英国经济学家马丁和帕克经过实证研究后发现, 在竞争比较充分的市场上, 企业产权改革后的平均效益有显著的提高, 而在垄断市场上并没有明显提高; 相反, 一些未私有化的国有企业由于引入内部竞争机制而走出困境的事例也有很多。澳大利亚经济学教授泰腾朗的研究结论也与此相似。因此, 他们认为, 企业效益主要与市场结构即市场竞争程度有关, 因而企业通过产权改革等措施改善自身的治理结构还不够, 重要的是要引入竞争性的动力机制。

对经营者的利润激励与企业绩效的提高并不总是正相关, 只有在市场竞争的前提下才是如此。在没有或不完全竞争的市场上, 经营者完全可以通过人为抬价来“坐收地租”式地增加自己的利润收益, 而不会努力地增加自己的投入, 这种情形只有在市场存在较充分的竞争时才会改变。此外, 现代企业的经营者不但受剩余索取权的激励, 同时还要受剩余控制权收益的激励。控制权收益越高, 经营者就越重视他的控制权, 这种控制权收益激励同样随市场竞争程度加大而发挥更大的作用。

超产权论作为公司治理理论的新兴分支, 为公司治理提供了新的理论基础。它通过引入市场竞争概念, 诠释了国际上部分国有企业特别是国有控股公司成功的经验, 同时, 也给健全和完善公司治理结构以新的启示: 只有健全和

完善市场体系，并通过积极而主动地参与市场竞争，才能建立起有效的公司治理结构，确保多方利益得以有效实现。

2. 两权分离理论

两权分离理论即公司所有权与控制权分离理论，它是随着股份公司的产生而产生的。该理论的代表人物是贝利、米恩斯和钱德勒等。贝利和米恩斯在1932年出版的《现代公司与私有产权》一书中，对美国200家大公司进行了分析，发现在这些大公司中有相当比例的公司是由并未握有公司股权的高级管理人员控制的。由此得出结论：现代公司已经发生了“所有与控制的分离”，公司实际已由职业经理组成的“控制者集团”所控制。钱德勒认为，股权分散的加剧和管理的专业化，使得拥有专门管理知识并垄断了专门经营信息的经理实际上掌握了对企业的控制权，导致两权分离。

3. 委托代理理论

所有权与控制权分离所带来的最直接问题，是作为失去控制权的所有者如何监督制约拥有控制权的经营者，以实现所有者利益最大化为目标去进行经营决策，而不是滥用经营决策权，这同时也是委托代理理论所要解决的核心问题。委托代理理论是公司治理理论的重要组成部分，该理论将在两权分离的公司制度下所有者（委托人）和经营者（代理人）双方关系的特点归结为：经济利益不完全一致，承担的风险大小不对等，公司经营状况和资金运用的信息不对称。经营者负责公司的日常经营，拥有绝对的信息优势，为追求自身利益的最大化，其行为很可能与所有者和公司的利益不一致，甚至于侵害所有者和公司的利益，从而诱发风险。为了规避这一风险，确保资本安全和最大的投资回报，就要引入公司治理这一机制，实现对经营者的激励和监督。

委托代理理论的基本思想是：公司股东是公司的所有者，即委托代理理论中所指的委托人，经营者是代理人。代理人是自利的经济人，具有不同于公司所有者的利益诉求，具有机会主义的行为倾向。所以，公司治理的核心问题就是解决代理风险问题，即如何使代理人忠实履行义务。具体地说，就是如何建立起有效的激励和约束机制，督促经营者为所有者（股东）的利益最大化服务。

4. 利益相关者理论

利益相关者是近几年出现的有关公司治理新内涵的新概念，广义上指所有与公司产生利益关系、与公司发生双向影响的自然人或者法人机构，如股东、债权人、员工、顾客、供应商、零售商、社区及政府等个人和团体。该理论认为，公司的目的不能局限于股东利润最大化，而应同时考虑其他利益相关者，