

基于终极人控制的 上市公司股权融资成本研究

The Research on the Cost of Equity Capital
of the Listed Companies under the Control of the Ultimate Co

魏 卉
◎ 著



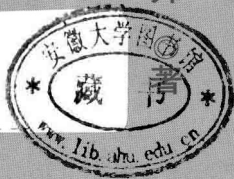
暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

基于终极人控制的 上市公司股权融资成本研究

The Research on the Cost of Equity Capital

of the Listed Companies under the Control of the Ultimate Controller

魏
卉



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

基于终极人控制的上市公司股权融资成本研究/ 魏卉著. —广州: 暨南大学出版社, 2013. 4

ISBN 978 - 7 - 5668 - 0408 - 2

I. ①基… II. ①魏… III. ①上市公司—融资成本—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 265792 号

出版发行: 暨南大学出版社

地 址: 中国广州暨南大学

电 话: 总编室 (8620) 85221601

营销部 (8620) 85225284 85228291 85228292 (邮购)

传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)

邮 编: 510630

网 址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排 版: 广州市广海照排设计中心

印 刷: 佛山市浩文彩色印刷有限公司

开 本: 890mm × 1240mm 1/32

印 张: 5.875

字 数: 160 千

版 次: 2013 年 4 月第 1 版

印 次: 2013 年 4 月第 1 次

定 价: 18.00 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

目 录

1	序论	(1)
1.1	问题的提出	(1)
1.2	研究思路与研究内容	(6)
1.2.1	研究思路	(6)
1.2.2	研究内容	(9)
1.3	研究方法	(12)
1.4	本书的创新之处	(13)
2	股权融资成本研究:文献回顾及述评	(16)
2.1	股权融资成本度量模型的演进	(17)
2.1.1	股利贴现模型(DDM)	(17)
2.1.2	剩余盈利贴现模型(RIM)	(19)
2.1.3	盈余价格比模型(E/P)	(21)
2.1.4	本书关于股权融资成本度量模型的选择	(22)
2.2	股权融资成本影响因素述评	(23)
2.2.1	公司层面影响因素	(23)
2.2.2	公司外部影响因素	(30)
2.2.3	公司内外部影响因素相结合的研究	(35)



2.2.4	结论与启示	(36)
3	概念界定与相关理论基础	(39)
3.1	概念界定	(39)
3.1.1	股权融资成本	(39)
3.1.2	终极控制人	(42)
3.1.3	治理环境	(44)
3.2	终极控制人影响股权融资成本的相关理论基础溯源	(45)
3.2.1	产权理论	(45)
3.2.2	委托—代理理论	(47)
3.3	终极控制人影响股权融资成本的作用机理透视： 不同理论视角	(51)
3.3.1	终极控制人影响股权融资成本的根源—— 产权侵占：产权理论视角	(51)
3.3.2	两类代理冲突对股权融资成本的影响：委托 代理理论	(56)
3.3.3	抑制终极控制人对股权融资成本产生负面 影响的途径	(61)
4	终极控制人性质、两权分离与股权融资成本	(64)
4.1	理论分析与研究假设	(65)
4.2	研究设计	(68)
4.2.1	样本选择与数据来源	(68)
4.2.2	模型设计与变量定义	(69)
4.3	实证研究结果及其分析	(72)
4.3.1	描述性统计	(72)
4.3.2	两权分离、现金流权与股权融资成本的回归 分析	(74)



4.3.3	终极控制人性质、两权分离与股权融资成本 的回归结果	(77)
4.3.4	稳健性检验	(79)
4.4	本章研究结论	(80)
5	终极人控制、股权制衡与股权融资成本	(81)
5.1	理论分析与研究假说	(83)
5.2	研究设计	(87)
5.2.1	样本选择与数据来源	(87)
5.2.2	模型设计与变量定义	(89)
5.3	实证研究结果及其分析	(91)
5.3.1	描述性统计	(91)
5.3.2	股权制衡与股权融资成本的回归分析	(93)
5.3.3	治理环境、股权制衡与股权融资成本的回归 分析	(98)
5.3.4	稳健性检验	(106)
5.4	本章结论及启示	(106)
6	终极人控制、管理层激励与股权融资成本	(108)
6.1	理论分析与研究假设	(111)
6.1.1	管理层激励与股权融资成本	(111)
6.1.2	终极控制人两权分离程度、管理层激励 与股权融资成本	(113)
6.1.3	终极控制人性质、管理者权力及管理层激励 与股权融资成本	(114)
6.2	实证研究设计	(116)
6.2.1	样本与数据来源	(116)
6.2.2	模型设计与变量定义	(116)



6.3	实证结果及分析	(121)
6.3.1	变量估算结果和描述性统计	(121)
6.3.2	终极人控制、管理层激励与股权融资成本的回归结果	(124)
6.3.3	终极控制人性质、管理者权力及管理层激励与股权融资成本的回归结果	(128)
6.3.4	稳健性检验	(132)
6.4	本章结论及启示	(133)
7	治理环境、终极控制人两权分离与股权融资成本	(135)
7.1	理论分析与研究假设	(136)
7.2	研究设计	(140)
7.2.1	样本选择与数据来源	(140)
7.2.2	模型设计与变量定义	(140)
7.3	实证研究结果及其分析	(143)
7.3.1	描述性统计与单变量检验	(143)
7.3.2	检验模型的回归分析	(144)
7.3.3	稳健性检验	(150)
7.4	本章结论及启示	(150)
8	研究结论及其他	(152)
8.1	主要研究结论	(152)
8.2	研究启示	(155)
8.2.1	优化股权结构,发展相互制衡的股权模式	(155)
8.2.2	进一步完善管理层薪酬激励机制,提高其治理效应	(157)
8.2.3	积极推进市场化进程,加强监管,完善我国法制建设	(159)

8.3 研究不足与展望	(160)
8.3.1 研究不足	(160)
8.3.2 进一步的研究方向	(161)
参考文献	(163)
后 记	(179)

1 序 论

1.1 问题的提出

2011 年欧元区债务危机恶化，美国陷入经济僵局，日本发生地震与核事故，与美、日、欧主要发达国家/地区相比，我国经济仍然保持高速增长。但是，2011 年我国资本市场与经济形势近乎背道而驰。股市年终盘点表明^①：截至 2011 年 12 月 30 日收盘，2011 年上证指数年跌幅为 21.68%，深成指数年跌幅为 28.41%，基本没有悬念地在全球主要股市中跌幅排名第一，超过 90% 的股票在 2011 年处于下跌状态；2011 年股票总市值从 30.5 万亿元缩水至 24.6 万亿元，近 6 万亿元市值灰飞烟灭，股民人均亏损约 4.2 万元。

在国际金融形势加剧动荡、国内财政政策趋

^① 资料来源：证券之星网站，<http://stock.stockstar.com/SS2011123000003245.shtml>.

紧、货币供应量紧缩、股市低迷的大背景下，投资、融资成为国内金融机构和企业关注的焦点。此外，我国中小企业融资依然困难，温州老板“跑路潮”，民间借贷遭遇“雪崩”，无不是当前国内投融资矛盾加剧的表现。而近两年来我国 CPI 一直高位运行，原材料、劳动力成本的上升对于资金短缺的企业来说更是“雪上加霜”。如何降低我国企业资本成本，缓解企业融资压力，提高我国证券市场的资源配置效率成为时下当务之急。

资本成本是现代公司财务的核心概念。在微观层面，资本成本是企业选择融资方式和决定投资项目取舍的主要标准，对于公司投融资决策及其绩效具有十分重要的影响。首先，因为任何企业追求利润或每股盈余的最大化以及企业的可持续发展能力，其前提都必然要求企业投入成本的最小化，其中就包括资本成本的最小化。因此，正确计量和合理降低资本成本，是公司科学制定融资政策的基础。其次，公司的投资决策必须建立在合理的资本成本基础之上，因为任何投资项目的投资报酬率必须高于该项目的资本成本才具有实施价值。在宏观层面，资本成本是一国资本市场发展和证券交易相关制度体系建设的基本考量指标，对于资本市场有效组织资源的配置、引导资金流向和改进其效率等，均有非常关键的作用。

资本成本是财务学最早研究的经典课题，作为外源融资的主要方面，股权融资成本因其度量上的困难和影响因素的复杂，成为公司财务学界的一大主要难题，同时也是备受关注的话题。国内外文献对股权融资成本影响因素的研究，其视角从微观层面的公司财务特征（Gebhardt et al.，2003；叶康涛和陆正飞，2004）、信息披露（Botosanet et al.，2002；Bhattacharya et al.，2003；Leuz and Verrecchia，2005；汪炜和蒋高峰，2004）以及公司内部治理结构（Stulz，1999；Daouk et al.，2006；蒋琰、陆正飞，2009），一直延伸到宏观制度层面的投资者法律保护（La Porta et al.，1997，2002；Hail and Leuz，2006；沈艺峰等，2005；肖珉，



2008)、政府干预 (Boubakri et al., 2008; 肖浩和夏新平, 2010) 等外部治理机制或环境。从公司治理的内部和外部治理机制入手, 研究其对股权融资成本影响的国内外文献, 主要关注的是 Berle & Means (1932) 范式下 (分散的股权结构) 的公司管理层与股东间的代理冲突问题对于股权融资成本的影响, 如通过增加信息披露数量或提高信息披露质量, 改善公司治理结构或提高投资者法律保护水平, 降低管理层与股东之间的代理成本, 进而有助于降低公司股权融资成本。

但是, 随着公司治理研究从具有典型股权分散结构的国家向其他国家不断延展, 诸多的研究文献证实: 世界范围内大多数公司中存在控制性股东 (La Porta et al., 1999; Faccio and Lang, 2002)。公司治理的重心于是由股权分散结构下的传统代理问题转移到了股权相对集中结构之下的控股股东与中小股东间的代理冲突。处于新兴/转轨市场经济国家的我国上市公司, 普遍是由大股东 (政府) 控制的公众公司, 股权相对集中, 控股股东侵占中小股东、管理层损害投资者利益的双重代理问题并存, 控制权私人收益问题广泛而突出; 尤其是终极控制人通过金字塔式股权结构、交叉持股等方式, 致使其控制权和现金流权发生显著分离, 从而显著提高了终极控制人对中小股东利益的侵占动机与能力。所以, 掌握控制权的终极控制人与中小股东之间的利益冲突已成为我国公司治理的主要矛盾 (刘芍佳等, 2003; 王鹏和周黎安, 2006)。那么, 终极控制人与中小股东之间的代理冲突是否会对企业的股权融资成本产生负面影响? 股权制衡被视为一种有效的公司治理机制, 这种机制是否能有效抑制终极控制人对中小股东的利益侵占行为, 进而缓解二者的代理冲突, 降低股权融资成本呢? 管理层激励是解决股东与管理层之间的代理问题的有效内部治理机制之一, 但是, 如果委托代理关系中同时存在代理人的激励问题和委托人与代理人集体决策的协调问题, 代理人的激励与委托人的决策控制权之间就可能出现冲突 (Van den Steen,



2006), 即控股股东的控制权必然与旨在满足股东整体利益的管理层激励产生冲突, 从而影响管理层激励的有效性。那么终极控制人与中小股东之间的代理冲突对管理层激励与股权融资成本之间的关系又会产生怎样的影响? 高管权力论认为管理层有能力借助自身权力影响自己的薪酬, 使得薪酬契约本身成为代理问题的一部分, 进而影响管理层激励的治理效应, 那么管理层激励与股权融资成本的关系是否会受到管理者权力的负面影响, 进一步说, 管理者权力所产生的负面影响是否受终极控制人性质的影响?

随着“法与金融”研究流派的兴起, 公司融资行为及其成本背后的法律制度环境的基础性影响也开始日益受到学界关注。La porta et al. (1997; 2002)、Beck et al. (2003) 以及 Laeven and Majnoni (2003) 等学者的研究表明, 更好的法律环境与更好的投资者权益保护、更低的企业融资障碍乃至更低的社会整体融资成本相关联。国内如沈艺峰等 (2005)、姜付秀等 (2008) 以及肖松和赵峰 (2010) 等学者的研究也相继发现, 我国投资者法律保护程度与上市公司股权融资成本负相关。综合已有的相关研究结论可见, 蕴含在我国上市公司股权结构背后的、更深层次的外部治理环境——如法律保护、政府干预、市场化进程等——无疑是影响股权融资成本的、具有基础性作用的重要因素。公司治理环境是比公司治理机制更为基础的层面, 是各种公司治理机制的作用得以有效发挥的基础。对于处于不同地区的上市公司而言, 虽然其所处的国家大背景是一致的, 但考虑到我国幅员广阔, 加之分权化的市场化改革之路, 造成了我国各个区域之间发展的显著不平衡。上市公司所在的不同地区的市场化进程、政府干预强度、法治水平存在较大的差异, 呈现出显著的不平衡特征 (樊纲等, 2009)。由此, 可能影响到不同区域的上市公司之间以及各个公司的终极控制人与中小股东之间的利益博弈, 进而造成公司间股权融资成本及其经济后果的显著差异。国外学者对投资者法



律保护制度与资本成本关系的研究，基本秉承以 La Porta 等人为代表的“法与金融”流派的典型研究方法，即通过跨国性比较，考察不同国家的法律制度差异对于其上市公司股权融资成本的影响。我国特有的国情也为我国学者考察地区治理环境差异对于公司股权融资成本的影响创造了有利的条件。由于地方保护及市场分割造成的“诸侯经济”（沈立人和戴园晨，1990），我国各个地区之间不仅在客观上呈现出类似于“跨国研究”设计框架的背景，而且也在一定程度上克服了跨国研究中通常存在的会计标准和统计口径的不一致问题，以及社会规范、风俗习惯和价值观念等缺乏可比性的问题，从而为研究者们较准确地研究地区治理环境差异与股权融资成本的关系提供了难得的契机。但是，结合国内的研究现状，相关文献尚未涉及不同地区间市场化进程差异下的公司治理环境对股权融资成本影响的系统性检验，也尚未进一步将公司所处的宏观治理环境与其微观治理机制相结合，系统验证两者对公司股权融资成本的交互影响及其相互关系，如治理环境的改善是否会减弱终极控制人与中小股东之间的代理冲突对公司股权融资成本的负面效应？治理环境与股权制衡在对公司股权融资成本的影响方面是否存在替代关系？等等。本书试图对此予以系统检验，以补充或丰富现有的研究成果。

结合目前的研究现状以及我国公司治理实践的现实需要等背景，本书一方面将从我国上市公司微观层面的产权结构入手，深入考察其特殊的股权结构与控制权现状，通过构建一个基于终极控制人产权代理成本和股权融资成本关联的分析框架，从终极人控制下的股权结构及其系统性影响这一全新的视角出发，深入、系统地探讨终极控制人的控制权与现金流权的分离程度何以影响公司的股权融资成本；股权制衡是否有助于降低终极控制人与中小股东之间的代理冲突，起到降低股权融资成本的作用；以及终极控制人的控制权是否会对管理层激励与股权融资成本的关系产



生影响。另一方面，考虑到宏观制度层面的外部治理环境对公司股权融资成本的基础性影响，本书还将公司微观治理机制与其所处的宏观治理环境影响有机结合，系统检验公司所处的外部治理环境与内部治理机制对其股权融资成本的交互影响。

本书对于上述关联命题的实证检验具有重要的理论和现实意义。首先，有助于企业选择合适的治理机制以进一步完善其公司治理结构，降低股权融资成本，提高融资效率，进而提高公司经营业绩及其市场价值；其次，有助于投资者科学地辨别出造成不同上市公司股权资本成本差异的原因，为投资者作出科学、理性的投融资决策提供依据；再次，有助于使我国的相关决策部门意识到，解决我国上市公司的治理问题不仅需要加强公司的内部治理机制，还需要进一步改善公司所处的外部治理环境，进而有助于其在政策制定或完善制度建设等方面做到有的放矢。例如，从宏观层面来讲，随着上市公司治理机制的日益改善，公司代理成本及其面临的信息不对称的逐步降低，其公司治理绩效将得以不断提升，资本市场获得更为真实、有效的信息，进而保证了资本市场资源的有效配置，提升了资本市场整体的有效性，这对于促进我国金融市场的健康发展，保障我国经济的持续增长，无疑具有重要意义。

1.2 研究思路与研究内容

1.2.1 研究思路

本书在梳理国内外文献的基础上，于终极控制人与中小股东代理冲突的背景下建立公司股权融资成本影响因素的理论框架。首先从理论上（产权理论和委托代理理论）剖析终极控制人影响



股权融资成本的作用机理，并探寻其治理途径，为后续实证研究奠定理论基础。产权理论揭示：终极控制人与中小股东之间既存在产权分割又存在共有产权，而共有产权和产权分割都会诱发终极控制人对中小股东的产权侵占。产权侵占是终极控制人对中小股东实施利益侵占的根源，故防范终极控制人产权侵占的重点，是对其拥有的超额控制权予以合理的约束。现有研究发现：股权制衡和高管持股等大股东产权限制措施，能有效地抑制终极控制人的产权侵占。此外，借助法律等外部治理环境要素对终极控制人的侵占行为实施惩戒，也能有效地抑制上述侵占行为。在委托代理理论框架下，终极控制人与中小股东之间的代理成本亦会对股权融资成本产生负面影响，降低二者之间的代理成本进而降低股权融资成本，仍然需要从上述股权制衡、管理层激励和健全法律惩戒等三大治理途径入手。

基于上述理论分析，本书进行如下实证检验：首先，结合终极控制人性质的考察我国上市公司终极控制人的控制权与现金流权的偏离程度对股权融资成本的影响；其次，探究股权制衡是否会抑制终极控制人对中小股东利益的侵占，进而有助于降低股权融资成本，进一步说，股权制衡效应的发挥是否会受到终极控制人与制衡股东性质以及外部治理环境的影响；再次，管理层激励作为解决第一类代理冲突的有效内部治理机制之一，是否会有助于降低股权融资成本，终极控制人的控制权又是否会对管理层激励的治理效应产生负面影响；最后，检验公司治理环境的改善是否会降低股权融资成本，在此基础上，考察公司治理环境与内部治理机制对股权融资成本的交互影响，进而分析降低我国上市公司股权融资成本的制度安排。



全书的基本框架如图 1-1 所示：

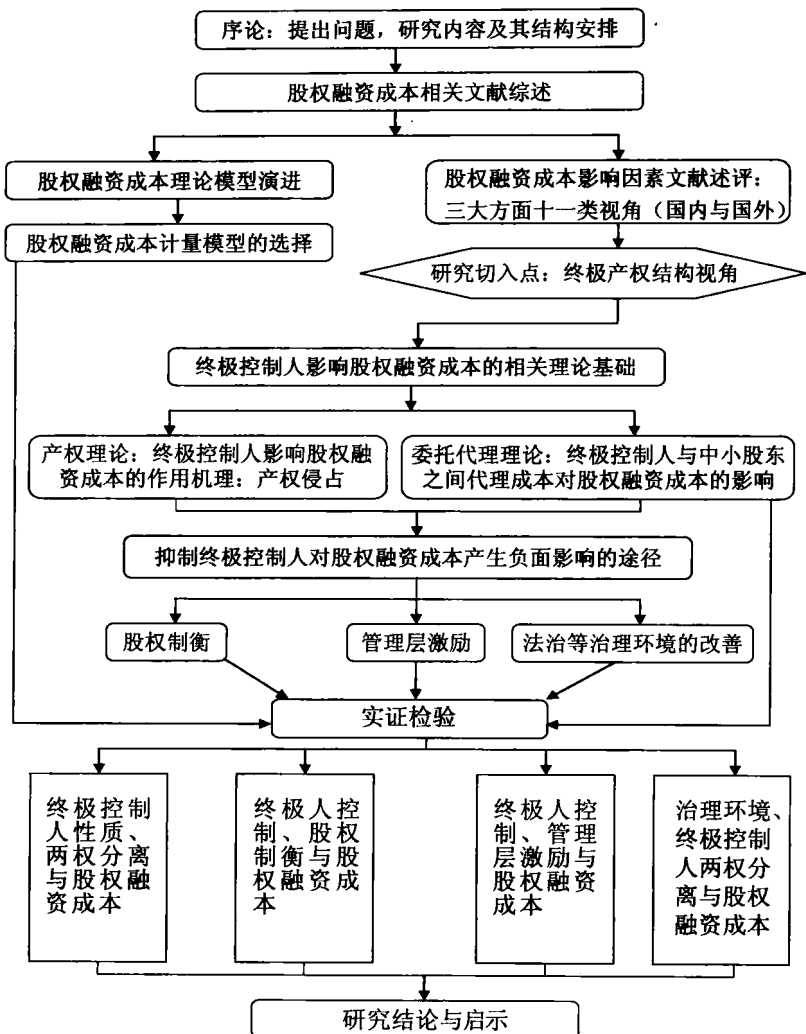


图 1-1 全书的基本框架图示



1.2.2 研究内容

基于上述研究思路，全书共分八章，各章主要内容如下：

1. 序论

本章主要介绍选题背景、研究意义，阐述本书的具体研究思路、内容结构安排以及研究方法，同时指出本书的创新之处。

2. 股权融资成本研究：文献回顾及述评

本章分为两部分，第一部分在对股权融资成本度量模型相关文献的系统梳理中，探寻适合我国上市公司股权融资成本的计量模型。

第二部分基于国内外学者关于股权融资成本影响因素的大量实证研究，从“三大方面、十一类视角”，对已有研究的视角及相关结论予以述评，确定本书的研究切入点。

3. 概念界定与相关理论基础

本章首先对股权融资成本、终极控制人、中小股东、治理环境等重要概念作出界定；其次，主要从产权理论和委托代理理论视角阐述终极控制人对股权融资成本影响的作用机理。

4. 终极控制人性质、两权分离与股权融资成本

La Porta et al. (1999) 等的研究表明，世界范围内的大多数公司中普遍呈现出受终极人控制的特征，终极控制人与中小股东之间的利益冲突已逐步取代分散的股权结构之下的传统代理冲突，而日益成为现代公司治理研究的重点问题。尤其终极控制人通过交叉持股、金字塔型持股等方式使其控制权和现金流权发生显著分离，更加剧了其利益侵占行为。Claessens et al. (2002) 的研究认为，现金流权与控制权对于公司价值具有两种效应：现金流权的激励效应和控制权的侵占效应，两权分离程度越大，终极控制人与外部投资者间的代理冲突就越为突出，控制权的侵占效应就越严重。诸多研究表明，终极控制人与中小股东的利益冲突也同样是我国公司治理的主要矛盾（邓建平等，2007；王鹏，