

大股东控制、配股 行为与融资成本

朱凯 著



上海财经大学出版社

F279.246

65

2006

大股东控制、配股行为与融资成本

朱 凯 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

大股东控制、配股行为与融资成本/朱凯著. —上海:上海财经大学出版社, 2006. 11

ISBN 7-81098-772-0/F·718

I. 大… II. 朱… III. 上市公司-股份制-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 125576 号

DAGUDONG KONGZHI PEIGU XINGWEI YU RONGZI CHENG BEN

大股东控制、配股行为与融资成本

朱 凯 著

责任编辑 耿 云 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

宝山蕲村书刊装订厂装订

2006 年 11 月第 1 版 2006 年 11 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 5.25 印张 151 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 18.00 元

前 言

代理理论认为,公司所有权与控制权的分离,使公司的实际控制者有可能通过损害公司的利益以提高自身的效用。代理成本的存在将降低公司价值,影响经济资源的配置效率。因此,如何通过不同的制度安排来降低代理成本,就成为现代公司治理结构研究的主要内容。作为公司治理结构的重要组成部分,股权结构及其与公司价值的关系,受到了研究者的重视。研究的第一步,是要分析股权结构是如何决定公司的经济行为,从而影响公司价值的。

本书选用了 1998~2001 年在深圳证券交易所和上海证券交易所进行配股的 513 家上市公司作为研究样本,运用多种分析方法,以中国股票市场中配股监管政策作为制度背景,在回顾现有文献的基础上,构建了中国上市公司控股股东配股行为及其对公司价值影响的理论框架。以此为出发点,笔者着重研究了以下两个方面的问题:一是控股股东配股认购行为的经济决定因素;二是控股股东配股认购行为对公司配股融资成本的影响。

通过研究,本书发现:

第一,在控股股东配股认购行为决定方面:(1)若控股股东放弃配股会削弱其对公司有效控制权时,控股股东会选择较高的配股认购比例;(2)给定控股股东配股认购比例,现金约束使控股股东更有可能以实物资产认购配股股票。这些结果表明,控股股东的配股行为是公司股权结构的内生产物,控制权的私有收益与财富约束共同决定了控股

股东的认购行为。

第二,在控股股东配股认购行为的影响方面:(1)控股股东配股认购比例越高,配股发行费率越低,而是否采用实物配股则不会影响配股发行费率;(2)控股股东配股认购比例越高,配股发行价格越低,配股发行折价越大,而在实物配股的情况下,公司配股发行价格较高,降低了配股发行折价;(3)控股股东的配股认购比例,不会影响流通股股东对配股股票的认购,而当控股股东采用实物配股时,却显著增加流通股放弃认购比例。这些结果表明,控股股东为保持其对公司的有效控制权,会增加公司的融资成本,降低了公司价值。

综合上述两个方面的分析结果,可以认为在不同股权结构下,控制权私有收益的差别影响了控股股东配股认购行为,从而影响了公司配股融资成本。控股股东维持有效控制权的行为,降低了公司价值。本书的研究发现并论证了控制者霸权(Entrenchment)理论,从而为分析中国上市公司股权结构和公司价值之间的关系提供了相应的证据。

作为研究内容之一,本书发现,控股股东以实物资产认购配股股票的决策会提高流通股股东配股认购不足的比例,间接提高了公司配股融资成本,降低了市场资源配置效率。这一结果为中国证监会禁止控股股东实物配股的规定提供了理论上的支持。

目 录

前 言	1
第一章 研究动机、思路与内容	1
一、研究背景	1
二、研究思路	4
三、结构安排	6
第二章 文献回顾	9
一、大股东控制与公司价值	9
二、配股成本	11
三、配股认购不足	19
第三章 中国上市公司配股:制度背景	21
一、中国上市公司配股决策和实施的一般过程	22
二、上市公司配股监管政策、法律规范及其变迁	31
三、制度背影分析	41
第四章 理论分析	44
一、控股股东配股认购行为的理论分析	44
二、控股股东配股行为与配股价格	48

三、控股股东配股认购行为与配股认购不足	53
四、综述	54
 第五章 数据来源与说明及研究设计	56
一、数据来源与样本选择说明	56
二、样本公司的描述性统计	60
 第六章 大股东控制与配股行为	69
一、理论分析与研究假说	70
二、指标选择与说明	71
三、实证检验与分析	78
四、结论	87
 第七章 控股股东配股行为与发行费用	89
一、理论分析与研究假说	89
二、中国上市公司配股发行费用状况	91
三、指标选择与说明	93
四、实证检验与分析	97
五、结论	101
 第八章 控股股东配股行为与配股定价	103
一、理论分析与研究假说	103
二、上市公司配股发行折价	106
三、指标选择与说明	109
四、实证检验与分析	113
五、结论	119
 第九章 控股股东配股行为与配股认购不足	121
一、理论分析与研究假说	121

二、上市公司配股认购不足	127
三、指标选择与说明	130
四、实证检验与分析	136
五、结论	140
 第十章 研究结论.....	142
一、研究的基本结论、创新及其局限性.....	142
二、进一步研究的方向	148
 参考文献.....	149
 后记.....	156

第一章 研究动机、思路与内容

一、研究背景

公司治理问题的出现,源于现代公司中所有权和控制权的分离。股东将资金交给拥有专业知识的职业经理,实现决策权和特殊知识(Special Knowledge)的结合(Collocation)(Jensen & Meckling, 1991),目的是通过专业化的分工实现比较优势带来的收益。但是,职业经理代表股东来经营公司时,有可能不按照股东利益最大化的目标来经营公司,甚至损害股东利益以最大化自己的效用。此类的代理问题或者道德风险,不仅存在于股东和管理者之间,也存在于控股股东与中小股东之间、股东和债权人之间、控股股东与其他利害关系人之间,如职工、供应商、政府等。如何通过有效的制度安排,实现有效控制和有效授权的有机整合,合理地衡量公司治理结构的效率和绩效,应是公司治理研究的重点内容。

公司作为营利性的经济组织,其主要的社会功能就是创造尽可能多的价值,实现价值最大化。在竞争性市场条件下,如果某个公司的治理结构无法保证有效的授权和有效的控制,使得分工无法在市场接受的成本水平下扩展,那么市场竞争就会淘汰该公司。所以,衡量公司治理结构的标准,必然是公司的价值及其对各利害关系人的权利的有效保护。

按照 Shleifer、Vishny(1997)的定义,公司治理结构是保证公司资

本投资者能够得到期望回报的一系列相关制度安排。从广义上讲,公司的资本投入不仅包括财务性资本,还包括人力资本和环境资本等。但是由于后者在度量上的困难,通常公司的资本就是指财务性资本,即公司的股权和债权。公司治理结构要保证股东和债权人能够得到合理的回报。由于债权人的回报是通过契约方式明确地加以规定,而公司股东仅仅拥有隐含的剩余索取权,因此公司治理结构的重要内容就是如何保障公司股东得到合理的回报。

公司治理效率的研究,实质上是从权利的制度安排入手,分析不同经济行为的制度影响和经济后果。其中隐含的假设是,不同的权利制度安排,会导致不同的经济行为,从而产生差异化的经济后果。在相同的经济环境中,如果仅仅是因为权利的制度安排不同导致经济效率的差异,那么通过改进权利的制度安排,就有可能改变相关经济主体的行为选择,从而影响公司的经济价值和社会整体的经济福利。

就内容而言,公司治理结构主要涉及股东、董事会和高层管理人员三个层面。在法律意义上,由现金流量要求权、控制权和转让权所构成的股东权利是公司权利出发点,由此衍生的股权结构——权利在股东内部之间的分配——必然影响不同股东所选择的经济行为,从而形成不同的公司治理结构特征和治理结构效率,最终对公司价值产生影响。

作为公司治理机制形成过程中的重要因素,股权结构的性质决定了公司代理问题的基本性质,即,公司治理结构中的主要冲突是存在于管理者与股东之间,还是存在于控股股东与中小股东之间。作为公司股权结构的一个构成要素,股权集中程度是最受关注的对象。

经典的公司理论通常假设,公司是由分散的股东所持有的,原子式的股东具有同质性,股权结构的安排不会对公司的经营业绩产生影响。但是,现代公司治理结构的研究成果表明(La Porta et al, 1999):股东分散持有股权并不是一个普遍现象,在许多公司中存在着某个或者某几个可以对公司经营活动起到控制或者重要影响的控股股东;机构投资者、企业集团、家族和政府是控股股东的主要形式。

在公司中,股权集中度会影响股东与管理者之间的权力分配。股

权过于分散,股东的控制权就会因为监督不力而被削弱,这种股东监督不力主要是由“搭便车”现象所引起的。中小股东之所以缺乏监督的动力,是因为他们必须承担全部的监督成本,却只能享受一部分的监督收益。如果所有的中小股东都采取类似的行为,那么公司就不存在对管理者的有效监督。在英美国家,公司股权相对比较分散,保障股东不受现有管理者侵犯的主要机制是法律制度和公司控制权市场。

如果公司的股权比较集中,那么大股东就可以在监督管理者方面发挥重要作用。实际上,在欧洲大陆和东亚,以及拉丁美洲和非洲,公司股权高度集中的状况相当普遍,公司的管理权也集中在控股股东手中。在股权集中度较高的情况下,公司治理所面临的主要问题,就是如何保护中小股东的利益不受控股股东的侵犯,因为控股股东可以通过损害中小股东和其他投资者的利益来增加自身的利益。其具体的形式包括:向自身支付特别股利;要求公司与其所控制的其他公司建立不利于公司自身的业务关系;承担风险很大的项目(这样,控股股东就可以获得项目的大部分收益,而让其他投资者承担项目失败的成本与损失)。

无论在股权分散的情况下,还是在股权相对集中的情况下,中小股东都处于相对的弱势地位,其利益的实现都有可能受到公司控制者(管理层或者控股股东)的侵犯;而中小股东又是证券市场的一个重要组成部分。能否有效保证中小股东的期望回报,是衡量公司治理效率的主要方面。

公司作为资金的需求者,投资者的期望回报便构成了公司的资本成本。实现公司价值最大化的重要途径,是降低公司的资本成本。这一方面要求公司通过合理的融资方式组合,实现加权平均资本成本的最小化;另一方面也要求公司能够降低各种融资方式的资本成本,即各种不同投资者的期望收益。完善的公司治理结构可以使中小投资者相信公司能够约束可能的代理行为,合理地运用资金,降低自身的期望回报,从而降低公司的资本成本。因此,我们可以通过分析公司的资本成本,特别是权益资本的成本水平,来衡量公司治理结构的效率。反之,

如果中小投资者认为公司的治理结构不尽完善,公司控制者可能会滥用资源,通过损害投资者的利益来增加自身的效用,理性的中小投资者就会通过提高期望收益,增加权益资本成本。在这种情况下,如果控制者的努力程度不变,权益资本成本的增加,将会降低公司的价值。这就意味着,要实现相同的公司价值,公司控制者必须付出更多的努力或者寻找更好的投资机会来增加现金流量。从资本市场的角度来看,如果整个资本市场的投资者期望回报增加,就意味着整个资本市场蕴含着很大的投资风险,使风险回避程度较高的投资者不愿意参与资本市场的投资行为,减少了资本的供给规模,从而制约整个证券市场的发展。

二、研究思路

中国上市公司治理结构的重要特征之一是,非流通的国有股股东拥有了上市公司的控制权,即“一股独大”。一些研究认为,国家股股东控制上市公司,是上市公司绩效低下的影响因素之一,国家股比例越高,公司的经营绩效越低,而当国有法人控制上市公司时,公司的经营绩效则较好(许小年等,2000)。从公司经营效率的角度来看,以国有法人为主导的公司治理结构效率要优于以国家股股东为主导的公司治理结构效率。

但是,这些研究并没有解答为什么这两种公司治理结构效率之间会存在显著的差异。尽管国家股股东可能存在“廉价投票权”(张维迎,1997),但是以国有企业为主的国有法人股股东本身也面临“预算软约束”。国家股股东如何有效监督和激励国有企业,使后者有足够的激励来提高上市公司的绩效?国家股股东和国有法人股股东的行为差异究竟何在?这种行为差异如何影响公司的绩效?进一步来说,如果考虑到可能存在的上市公司盈余管理行为,那么这两种公司治理结构究竟是在经营效率上存在根本的差别,还是在盈余管理的能力上存在差异?

上述疑问的存在表明,仅仅从公司治理结构的制度安排角度直接研究公司的绩效是不够的。要研究中国上市公司股权结构的制度安排及其经济后果,不仅要关注上市公司股权结构的集中程度高低,更要关

注如何分析不同制度安排下各个经济主体的行为选择,以及行为选择差异对公司价值的影响。

本书秉承上述分析思路,以中国上市公司配股行为为分析对象,研究在上市公司配股过程中不同参与主体的经济行为选择,及其对公司配股融资成本的影响。本书的主要研究内容见图 1-1。

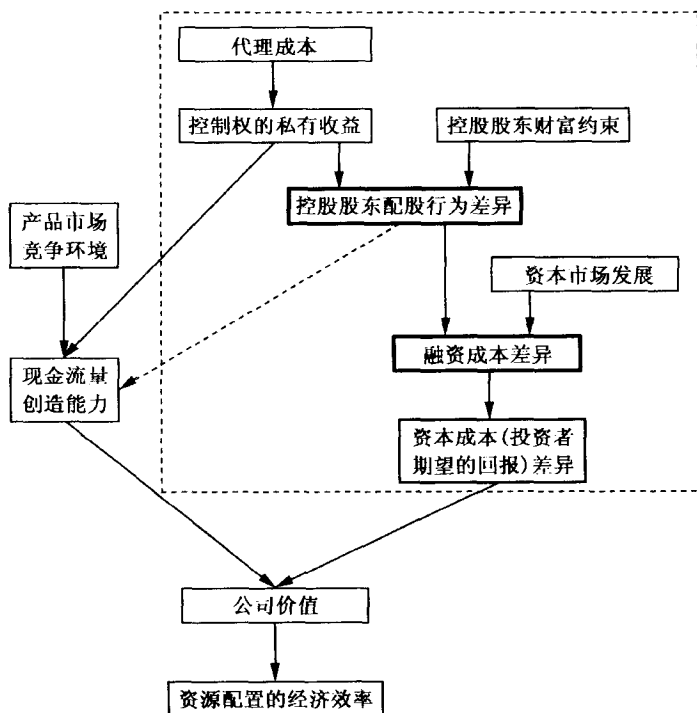


图 1-1 本书的研究架构

在相同的公司治理指导原则下,公司不同的治理结构安排,特别是股权结构的差异,会在对控股股东所可能选择的配股行为约束方面存在不同;而控股股东所选择的配股认购行为差异则导致公司的配股融资成本差别,从而间接影响公司的价值。

需要说明的是,在经典的财务理论模型中,完全资本市场中是不存在融资成本的,而只考虑交易过程中所体现的资本成本,如 CAPM。但是在现实的资本市场中,由于信息不对称和代理成本的存在,公司很难以现有市场价格进行股权再融资。股权再融资过程所产生的交易成本以及公司价值的变化,都是与再融资行为相关的成本,融资成本的上升不仅减少了公司实际可以使用的资金,同时也反映了股东对公司股权再融资行为的期望收益。如果公司能够降低股权融资成本,就可以增加实际可使用的资金,降低整体的资本成本。本书主要分析股东的配股行为对公司配股融资成本的影响,没有全面考虑公司的资本成本。

研究结果表明,由于中国上市公司股票被人为分割为流通股和非流通股,虽然控股股东所持有的非流通股的价值无法以市场价格得到体现,但同时其也通过股权比例取得了对上市公司的控制权。控股股东的这两种权利在认购配股过程中起到了不同的作用。为了保证对公司的有效控制权,控股股东必须和流通股股东按照同样的价格认购配股股票;而控股股东所承担的股票非流通性风险,会降低公司在配股过程中所确定的发行价格,增加公司的配股融资成本。所以,在中国的上市公司配股过程中,控股股东为了维持自身在公司中的控制权地位,保证控制权收益不被分散,会认购股票,从而增加公司融资成本。本书的研究表明,由于存在巨额的控制权收益,控股股东为了保证对其上市公司的有效控制能力,提高了公司的融资成本,降低了企业价值。本书的研究结果为控制者霸权下的代理成本提供了直接的证据。

三、结构安排

本书其余部分的结构安排如下:

第二章是文献回顾。本书从大股东控制和配股融资成本两个角度对相关的文献进行回顾。通过文献回顾,我们可以发现:大股东控制固然可以解决股东与管理层之间的代理问题,但是也会引发大股东和小股东之间的代理问题。以成熟资本市场为对象的权益融资成本研究,绝大多数是以信息不对称理论为基础,研究权益融资成本的决定及其

经济后果;而对从大股东控制下的代理成本及其可能对公司权益融资成本的影响,还缺乏足够的理论分析和文献积累。

第三章是制度背景分析。本书从中国上市公司配股程序与配股政策管制变迁两个角度对上市公司所面临的配股制度背景进行了分析。在配股政策管制中,重点分析了配股资格管制、控股股东配股认购和配股承销等各个方面的政策及其变迁。通过分析配股过程中各个参与方所受到的政策约束,我们可以认为,由于中国上市公司在配股过程所面临的特定制度背景,以成熟资本市场发展起来的配股融资成本及其决定理论分析,未必适用于中国上市公司配股成本的研究。

第四章是理论分析。笔者在文献回顾和制度背景分析的基础上,分析中国上市公司在配股过程中,控股股东的配股行为及其对公司配股融资成本的影响;从维持控制权和财富约束两个方面,分析了控股股东的配股行为,并以此为基础,进一步分析了控股股东配股行为差异对公司配股定价以及配股认购不足的影响。

第五章是数据来源与描述性分析。根据第四章的理论分析结果,本章对 1998~2001 年间上市公司的配股相关资料进行了描述,从数据描述统计角度分析中国上市公司配股的一般情况,作为后续实证检验的基础。

第六章研究了控股股东配股行为的决定因素。本章分析了控股股东配股认购比例和认购方式的决定因素。分析的结果表明:维持控制权与财富约束是控股股东认购配股比例和认购方式的主要因素。控股股东的配股行为是公司股权结构的产物。

第七章分析了控股股东配股行为对发行费用的影响。代理理论认为,市场中介可以发挥监督的作用,降低公司的代理成本。代理成本越高的公司,配股发行过程中的费用就越高。研究结果表明,在目前的市场环境中,承销商并不能够有效鉴别控股股东配股行为中所隐含的不同代理成本。

第八章分析了控股股东配股行为对配股发行折价的影响。在本书所采用的代理理论框架中,配股发行折价是控股股东为了维持自身的

控制权而必须给予其他股东的一种补偿。因此,控股股东配股认购比例越高,表明控股股东维持控制权的私有收益越高,相应地,控股股东必须给予投资者的补偿越高。在采用实物资产认购配股的情况下,控股股东有以低价资产高价认购配股股票的行为,使财富从其他股东转移到控股股东,增加了代理成本。

第九章分析了控股股东配股行为对流通股股东配股认购比例的影响。如果流通股股东没有完全认购配股股票,配股发行折价就不能反映所有的配股融资成本,所以,我们还需要分析控股股东配股行为对流通股股东配股认购比例的影响以此衡量配股融资的资本成本。

第十章是本书的结论和进一步研究的方向。

第二章 文献回顾

根据本书的研究内容,本章的文献回顾主要分为两个部分:一是对公司治理结构及其经济后果的相关文献回顾;二是对配股融资成本的相关文献回顾。通过文献回顾,可以对本书的基本理论发展以及研究现状有比较清晰的认识,并结合中国上市公司配股过程中所面临的特殊制度背景,进一步提出可供检验的假说。

一、大股东控制与公司价值

20 世纪 70 年代以来,随着信息不对称理论和代理理论的发展,公司治理结构的研究已经成为现代会计理论和公司财务理论的一个重要内容。Jensen & Meckling(1976)提出的代理理论认为:在出售股权的过程中,公司控制者的代理行为虽然会增加自身的效用,但是只承担一部分的成本,所以公司控制者实际拥有的所有权越低,其代理行为的动机越强,就越有可能损害公司的价值。在市场有效运作的情况下,价格机制可以充分反映控制者的代理成本,因此,公司控制者拥有的股权越低,市场预期的代理成本会越高,公司价值越低。

Morck、Shleifer & Vishny(1988)以美国公司董事会所拥有公司股票份额作为公司实际控制人内部股票的替代变量,研究公司内部人持股比例与公司价值之间的关系。实证结果表明:一方面,在一定范围内(0%~5%),公司内部人持股比例越高,公司价值越高,从而为 Jensen & Meckling(1976)的代理理论提供了实证证据;另一方面,当公司