



终极控制人、负债融资 与公司绩效

王希胜◎著

ZHONGJI KONGZHIREN FUZHAI RONGZI
YU GONGSI JIXIAO



中国水利水电出版社
www.waterpub.com.cn

终极控制人、负债融资 与公司绩效

王希胜◎著



中国水利水电出版社
www.waterpub.com.cn

·北京·

内 容 提 要

本书详细阐述了国内外关于金字塔结构的理论和实证成果,以终极控制人视角,从股权结构和负债结构两个维度,对中国上市公司终极控制人、负债融资及其对公司绩效的影响做了详细、系统的研究。

本书对于公司治理机制,保障债权人、中小股东的合法权益,推动相关法律法规的完善以及上市公司的经营绩效提升具有重要的理论和现实价值。

图书在版编目(CIP)数据

终极控制人、负债融资与公司绩效 / 王希胜著. --
北京:中国水利水电出版社, 2017.7
ISBN 978-7-5170-5600-3

I. ①终… II. ①王… III. ①上市公司—经济绩效—
研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第167436号

书 名	终极控制人、负债融资与公司绩效 ZHONGJI KONGZHIREN、FUZHAI RONGZI YU GONGSI JIXIAO
作 者	王希胜 著
出版发行	中国水利水电出版社 (北京市海淀区玉渊潭南路1号D座100038) 网址:www.waterpub.com.cn E-mail:sales@waterpub.com.cn 电话:(010)68367658(营销中心)
经 售	北京科水图书销售中心(零售) 电话:(010)88383994、63202643、68545874 全国各地新华书店和相关出版物销售网点
排 版	北京亚吉飞数码科技有限公司
印 刷	三河市佳星印装有限公司
规 格	170mm×240mm 16开本 12印张 156千字
版 次	2018年1月第1版 2018年1月第1次印刷
印 数	0001—2000册
定 价	42.00元

凡购买我社图书,如有缺页、倒页、脱页的,本社营销中心负责调换

版权所有·侵权必究

前 言

自 20 世纪 80 年代初 LLSV 的理论开始,越来越多的学者关注于研究集中的股权结构,即控制权与所有权并未分离。中国上市公司普遍存在终极控制人控制权与现金流权分离的金字塔控制结构特征。因而,揭示金字塔结构下终极股东控制及其形成的不同代理冲突对公司绩效的影响,并研究特定股权结构对负债融资的影响及其解决途径,已成为现代公司治理有效性理论与实践面临的重要问题。

本书以 2011—2013 年中国上市公司为研究样本,详细梳理了国内外关于金字塔结构的理论和实证成果,运用了理论分析和实证研究相结合的研究方法,以终极控制人视角,从股权结构和负债结构两个维度,对中国上市公司终极控制人、负债融资及其对公司绩效的影响做了详细、系统的研究,得出了相关结论。这对于健全公司治理机制,保障债权人、中小股东的合法权益,推动相关法律法规的完善以及上市公司的经营绩效提升具有重要的理论和现实价值。

在理论规范分析方面,本书结合我国转型经济中资本市场的现实国情,分别探讨了国有上市公司和民营上市公司的金字塔股权结构的历史演进。国有企业和民营企业金字塔持股结构的制度背景具有不同的特点,这对其负债融资及掏空方式产生了不同的影响。

在实证分析方面,从理论规范分析入手,提出研究假设,通过样本公司面板数据,构建了终极控制人对负债融资、公司绩效的综合理论模型。本书从实证的角度首先检验了终极控制人的不

同特征对国有和民营上市公司资本结构及债务期限结构的影响。主要从以下三个方面进行研究：①终极控制人控制权、现金流权等控制特征与债务融资比例和债务期限结构的关系；②终极控制人国有和民营的不同所有权类型特征与债务融资比例和债务期限结构的关系；③终极控制人年龄、学历等背景特征的异质性与债务融资比例和债务期限结构的关系。

其次，研究了终极控制人控制权、现金流权等变量与公司绩效的关系，同时，按照终极控制人所有权类型差异，将上市公司分为国有控股、民营控股上市公司，并以此为基础进行了分组比较研究。研究表明：控制权、现金流权等对公司绩效能够产生重要的影响；民营控股上市公司终极控制权和现金流权分离程度要高于国有控股上市公司，其分离程度对公司绩效的负向作用更加明显。

最后，在金字塔股权结构下，从终极控制人的视角分析了负债融资决策的资本结构和债务期限结构两个方面与公司绩效的关系。研究表明：在不同终极控制权类型下，负债融资治理效应表现出不同的作用，即负债融资能够发挥公司治理效应，这种效应要受到终极控制权类型的影响。短期债务能够约束民营终极控制人的行为，国有控股上市公司短期负债比率与公司价值相关性不显著。

理论分析和实证研究说明，如何有效地抑制终极控制人的“掏空”行为成为现代公司治理研究的重要方向，其核心内容是限制终极控制股东权力膨胀及超额控制，抑制两权分离程度。解决问题的思路是，内部治理中，对权力进行合理分配，实现权力均衡及制衡，提高中小股东和债权人参与决策的能力和机制；外部治理中，增加信息披露的透明度，强化法律监督的执行。

作者

2017年4月

目 录

前 言

第 1 章 绪 论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	3
1.3 基本概念的界定	5
1.4 研究文献综述	10
1.5 本书技术路线图	25
1.6 本书的内容安排	26
1.7 本书的主要创新点	28
第 2 章 理论基础与我国金字塔股权结构演进	30
2.1 公司治理相关理论	30
2.2 负债融资相关理论	36
2.3 金字塔股权结构的“支持”与“侵占”	41
2.4 我国金字塔股权结构的演进	52
第 3 章 终极控制人与负债融资关系研究	62
3.1 终极控制人控制特征与负债融资	62
3.2 终极控制人类型特征与负债融资	81
3.3 终极控制人背景特征与负债融资	92
3.4 本章结论	102
第 4 章 终极控制人与公司绩效关系研究	106
4.1 引言	106
4.2 理论分析与研究假设	108
4.3 研究设计	114

► 终极控制人、负债融资与公司绩效

4.4	实证检验与分析	119
4.5	本章结论	125
第5章	负债融资与公司绩效关系研究:基于集中股权结构分析	128
5.1	引言	128
5.2	理论分析与研究假设	130
5.3	研究设计	137
5.4	实证检验与分析	139
5.5	本章结论	145
第6章	发挥支持效应及负债治理效应的政策建议	147
6.1	提高终极控制人利益侵占成本,完善上市公司内部 监督机制	148
6.2	降低终极控制人侵占收益,完善对投资者的 保护机制	150
第7章	总结与展望	158
7.1	总结	158
7.2	研究展望	161
参考文献	164
致 谢	185

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景

公司制企业的出现,产生了两权分离问题,公司治理逐渐进入人们的视野。1932年,Berle和Means在《The modern corporation and private property》一书中阐述了分散股权结构的假设^①。Berle和Means的研究发现众多的中小股东持有了公司的大多数所有权,但管理者拥有公司的经营权,由此导致了经营权与所有权分离问题的产生,因此,早期的委托代理理论的研究就从这种问题开始入手^②。自分散股权结构下公司所有权与控制权分离的假设开始,学者对公司治理问题的研究主要关注于公司所有者与经理层之间的委托代理关系上,寻找降低经理层代理成本的方法和途径。

随着对公司治理问题的进一步研究,20世纪80年代以来,更多的学者发现,大多数国家上市公司的股权结构集中的特征非常普遍且比较明显,并未高度分散。Demsetz(1983,1985)、Shleifer(1986)和Morck(1988)等的分析认为,简单地看,美国公司的股权结构高度分散,通过对其股权结构的详细分析,众多大企业的

^① La Porta, R., Lopez-de-Silanes, and F. Shleifer, Corporate Ownership Around the World[J]. Journal of Finance, 1999, 54: 471-517.

^② Fama, Jensen. Agency Problem and Residual Claims[J]. Journal of Law and Economics, 1983(26): 327-349.

股权大都被富有投资者及家庭(家族)所控制,股权呈现出高集中度的特征;德意日3个国家和7个OECD国家等发达经济体中公司的股权也具有美国的类似特征^{①②③④}。这意味着,发达国家及经济体公司股权表现为较高的集中度。Claessens等(2000)以东亚9个国家中2980家上市公司为样本,认为约38.7%的公司存在终极控制人,其中有超过一半的公司表现为家族控制的股权结构^⑤。印尼上市公司股权集中达66.9%,比例最高;新加坡上市公司股权集中达55%;泰国上市公司股权集中达12.7%,比例最低;具有金字塔股权结构公司的托宾Q值比较低。Faccio等(2001)以欧洲除爱尔兰等国家外的13国5232家上市公司为样本进行了实证研究,发现约50%的公司最终控制人表现为家族,以平均19%的比例实现金字塔持股结构^⑥。

La Porta等(1999)对公司治理理论进行了新的探索,通过分析所有权链条进而发现上市公司终极控股股东,第一次对终极控制权问题进行了研究,认为多数上市公司所有权结构中,终极控制人是普遍存在的,其利用多层控制链条掌握了一家或多家公司,并且终极控制人大多表现为个人、家族甚至是国家,处于控股地位的股东与公司外部中小股东之间的矛盾与冲突形成了公司治理最重要的代理问题^⑦。学者们将这种所有权结构安排称为金

① Demsetz H. Structure of Ownership and the Theory of the Firm[J]. The Journal of Economy, 1983, 26: 375.

② Demsetz H, Lehn K. The Structure of Corporate Ownership; Causes and Consequences[J]. The Journal of Political Economy, 1985: 1155—1177.

③ Shleifer A, Vishny R W. Large Shareholders and Corporate Control[J]. The Journal of Political Economy, 1986: 461—488.

④ Morek R, Shleifer A, Vishny R W. Management Ownership and Market Valuation; An Empirical Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293—315.

⑤ Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 81—112.

⑥ Faccio M, Lang L H P. The Ultimate Ownership of Western European Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65(3): 365—395.

⑦ La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. Journal of Finance, 2002: 1147—1170.

字塔股权结构。在对投资者缺失完善法律保护的情况下,采用通过交叉持股、金字塔持股或者双重持股等不同结构组建不同的控制链条,终极控股股东利用多行业投资、关联方交易及互相提供担保等多种途径掏空上市公司资源,为自身利益最大化服务,获得额外收益。上述复杂的控制链条能够使终极控制人拥有超额表决权,违背了同股同权的原则,降低了公司治理的有效性。Johnson等(2000)将这种转移上市公司资源、金字塔结构内公司间交易、转移定价等损害上市公司中小股东利益的行为称为“隧道效应”(Tunneling)^①。

在中国,终极控制人存在于大多数的公众公司,并且终极控制人主要利用复杂的股权结构、委派董事和高管等方式实现超额控制。从而,终极控股人具有强烈的动机与能力为谋求自身收益最大化,获取巨额利益而做出满足其目的的筹资策略和投资策略。股权分置改革可以在一定意义上完善我国上市公司的治理结构,消除股权分割,实现同股同权,但并不能从根本上解决终极股东控制与一股独大集权结构的问题。因而,分析集中股权结构终极股东控制及其产生的第二类代理问题对公司绩效及债务融资的影响,并研究特定股权结构对负债融资的影响,成为现代公司治理学术界与实践面临的重要研究方向。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

根据相应文献资料分析,国内外学术界对分散股权结构下的

^① Johnson S, Boone P, Breach A, et al. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 141-186.

债务融资问题研究得比较多,但关于终极控制人下债务融资命题较少,并且研究角度相对单一,有的仅考虑企业的资产负债率,有的仅关注控股股东的所有权属性,将终极控制权进行系统分析的文献较少。本书在研究企业债务融资问题时,拓宽了以往的研究方向,基于终极控制人的全面特征,分析了终极控制权不同特征对企业负债融资决策产生的影响机理。

深化了我国控制权理论。国内较多学者从大股东层面分析集中控制权的问题,但是大股东后面还隐藏着终极控制人。本书梳理了集中股权结构下的控制权与所有权分离问题,运用实证研究来分析其对上市公司绩效的作用机制,发现在集中控制权下小股东利益受到终极控制股东侵占问题严重,并依据理论和实证分析得出改进和完善的政策建议。将研究角度从直接控制公司的大股东转向隐藏于其背后的终极控股人,拓宽了公司治理研究的广度与深度,提升了研究的科学性和合理性,因此结论和建议也更具意义。研究集中股权结构下终极控股人的行为,可以促进中国公司治理理论的创新,推动治理理论的发展。本书基于终极控制人的视角,从控制人特征研究了控制权的代理成本,丰富了控制权理论的研究内容。

完善负债的相机治理理论。国内外学者研究负债融资和公司绩效关系,很少结合股权结构探讨负债对公司绩效的影响。本书从终极控制人视角出发,以资本结构的两个维度(股权结构和负债结构)为切入点,全面考虑特定股权结构对负债融资的影响,深入分析负债融资和公司绩效的关系,丰富了代理理论。

1.2.2 实践意义

我国的公司治理模式主要模仿美国等股权较为分散的国家,其治理模式的核心就是降低弱股东和强管理者的代理问题,公司治理结构安排、法律规范等都紧紧围绕这个核心。但经验证据表明,现代公司治理的关键是解决处于控股地位的股东与公司外部

中小股东和债权人之间的矛盾与冲突,终极控制人存在于大多数的上市公司。通过实施有效的监管措施,降低金字塔股权结构下终极控制股东行为的隐蔽性,从而提高上市公司的治理水平与创造价值的的能力,提高相关利益者保护程度,也能够促进我国资本市场的良性发展,为提高公司治理水平奠定坚实的基础。经过分析我国金字塔股权结构与公司绩效,公司控制人财务行为代理成本的经验证据,为完善公司治理模式、健全与公司相关的法律法规等提供了依据。

债券市场不发达是我国资本市场的现实情况,银行借款仍是大多数上市公司债务融资的主要渠道。我国尚未建立健全的保护债权人利益的法律和法规,因此,债权人经常被股东和经理层双重侵害。通过金字塔集中结构,上市公司的终极人能够采用债务融资方式获取控制权私有收益,这既侵占了中小股东及债权人的合法权益,有损企业健康发展及经营绩效;也不利于资本市场的发展,恶化了筹资环境。因此,通过分析所有权控制链条查找隐藏于企业背后的终极控制人,考虑终极控制人的全面特征对企业负债融资决策的作用机制,从而有利于提高公司治理有效性、保持公司健康运营、提高公司绩效,并且对保障中小投资者和债权人权益具有重要的实践价值。

1.3 基本概念的界定

1.3.1 金字塔股权结构

根据 La Porta 等(1999)对公司治理理论进行的探索,在富有的普通法系及法律对投资者保护不力的国家,终极控股股东普遍存在于多数上市公司中,并且其利用一条或多条控制链条掌握了一家或多家公司,并且终极控制人大多表现为个人、家族甚至是

国家,因此所有权结构呈现高度集中的特征,我们将这种所有权结构认定为一般意义上的金字塔控制结构。终极控制人获得的控制权与现金流权发生分离是金字塔控制结构的显著特征。在这种股权结构中,控制权大于所有权,两权的偏离能够使终极控制人有能力通过其掌握的控制权侵占其他中小股东的利益,从而实现自身利益的最大化。图 1-1 是对典型的金字塔结构的解释。在金字塔结构中,A 是终极控制股东,是金字塔结构顶层公司,B 至 Z 均为金字塔结构的中间公司,A 能够对第二层级公司 B 实施有效的控制,B 能够对第三层级 C 实施有效的控制,同理,控制链条直至金字塔结构底层公司 Z。研究表明,我国上市公司大多存在终极控制人,其多通过金字塔控股结构的方式形成对上市公司的控制链。



图 1-1 典型的金字塔股权结构示意图

La Porta 等(1999)对金字塔结构的研究以发达国家公司的股权结构为研究对象,因此综合国外学术界的观点并结合我国历史及现实情况,本书对金字塔结构进行了如下定义。

(1)以 10%的控制水平作为终极控制人对目标公司投票权标准。

(2)上市公司处于金字塔结构最底层,存在着终极控股人,终极控制人依据其不同性质,划分为国有和非国有两种不同类型。

(3)顶层终极控股人至最底层目标公司间至少有两个或两个以上的层级。

(4)终极控股股东对控制链中的每一家公司均能进行有效的控制。

由上可知,金字塔结构中比较重要的两个概念是金字塔控制层级和控制链个数。我们以最长控制链的层数为金字塔层级,若金字塔结构存在多条控制链,以上市公司与终极控制人间的控股层级作为该条控制链的长度。控制链个数指终极控制人对目标

公司进行有效控制的控制链条数。

以往对股权结构的研究主要关注的是公开发布的第一大股东持股比例和其性质,而我们采用金字塔结构就可以层层追溯到上市公司的最终控制人,在分析企业的股权结构时采用了与以往不同的观点。上市公司最终控制人是处于控制性地位的股东(自然人),位于金字塔顶层,具有唯一性。依据终极控制人不同的所有权属性,将其划分国有和民营两种不同类型。

1.3.2 终极控制权、现金流量权与两权分离

1. 终极控制权

终极控制权(ultimate vote right, UVR),包括显性和隐性终极控制权,是指所有权结构中控制链条顶层最终控制人以直接及间接方式对目标公司进行实际控制所持有的股份数量。显性终极控制权指终极控制人通过直接方式对上市公司进行控制所掌握的控制权;隐性终极控制权指终极控制人利用金字塔等复杂股权结构等方式间接对公司掌握的实际控制权,其重要特征就是具有隐秘性和复杂性。隐性控制不仅为关联交易、转移底层公司资源、转移定价、掏空上市公司等侵害中小投资者利益行为提供了方便,更严重的是产生了控制权和现金流权分离的问题,导致终极控制人用较小的所有权实现了较大的投票权,进而能够控制上市公司的大多数现金流量。

终极控制权是控制性股东直接或间接拥有的投票权之和。如果金字塔结构中只有一条控制链,那么终极控制权就是其中持有股权最弱的一层;如果金字塔结构中有多条控制链,那么终极控制权(投票权)就是各个控制链上最弱一层的持股比例之和。

控制权即投票权,可将直接投票权与间接投票权相加得到,其表达公式如下:

$$V = D + \sum_{k=1}^n \min(I_{k1}, I_{k2}, I_{k3}, \dots, I_{kt}), (1 < t \leq m) \quad (1.1)$$

上式中, V 表投票权, D 表示直接控制链的投票权, n 表示间接控制链条数, m 表示间接控制链中层级的层数, I 表示第 k 条间接控制链上第 t 个层级中的所有权。

2. 现金流权

现金流权(Ultimate Cash Right, UCR)即所有权,是指上市公司股东通过投资得到的权利。现金流量是股东因对公司进行投资而获得的利益,可以由上市公司发放股利等途径得到。在间接持股中,现金流量代表的是股份相乘的概念。现金流量是股东实际投入企业的资金,是股东实际拥有的股份。

现金流权包含直接现金流权和间接现金流权。间接现金流权通过计算每个控制链条中各个所有权的乘积求和而得到。如果终极控制人通过一条控制链控制目标公司,现金流量权就是该链条上所有权的乘积;如果终极控制人通过多条链条形成控制,终极现金流量权等于链条上各个所有权的乘积之和。计算公式如下:

$$CF = D + \sum^n \prod^n I_{kt} \quad (1.2)$$

上式中, CF 表示总现金流权,其他的变量定义与公式(1.1)相同。

3. 两权分离

La Porta(1999)等提出了“一股一权”的概念,其中“股”是股东投入资金后所得到的股份份额,对应着现金流量;“权”代表着实际的投票权,对应着终极控制权。“一股一权”符合“出多少资金,拥有多少权利”的概念。但是终极控股股东能够利用金字塔等不同的方式形成超额控制,使其得到投票权大于进行投资的所有权,通过两权偏离达到以较少的现金流量拥有较多的投票权。

控制权和现金流权两权分离度(Separate Ratio, SR)计算时, Claessens、Djankov 和 Lang(2000, 以下简称 CDL)以控制权与现金流量权的比值来度量,即 UVR/UCR ; La porta、Lopez-De-

Silanes、Shleifer 和 Vishny(1999, 将其简写为 LLSV), 则以控制权与现金流量权的差值来衡量两权分离度, 即 $UVR - UCR$ 。本书采用 CDL 方式, 即以控制权与现金流量权的比值来衡量两权分离度, 即控股股东可以以投资较少的现金流获得目标公司较大的投票权, 是一种杠杆作用, 当两权分离度为 1 时, 说明控制权等于现金流权, 两权未发生分离。

控制权与现金流权偏离可能来自于两方面的情况: ①公司发行了不同类型的股票(即多重股票), 即现金流权相同但投票权不同的股票; ②存在金字塔股权结构、交叉投资持股或多条控制链等控制权安排。中国不允许存在多重投票权, 股东的股权、直接投票权与直接现金流权是相等的。

如图 1-2 所示, 按传统的研究方式, 我们关注的是中国石油天然气股份有限公司的直接控股股东, 即第一大股东中国石油集团, 而现在通过金字塔结构, 我们可以追溯到其实际控制人为国务院国资委, 终极控制人类型是国有, 此结构中有 1 条金字塔链条, 控制链层级为 2。终极控制权为 73.96%, 终极现金流量权 = $100\% \times 73.96\% = 73.96\%$, 两权分离度为 1, 没有发生两权分离。这是一个比较简单的终极控制图。

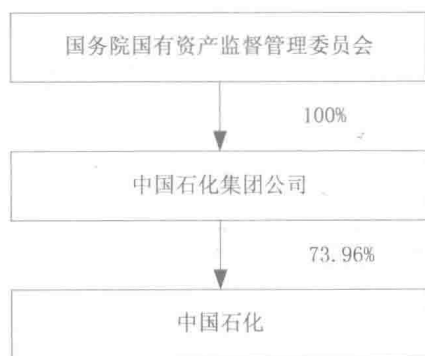


图 1-2 中国石油化工股份有限公司股权控制关系图

(摘自 2013 年年报)

如图 1-3 所示, 新希望六和股份有限公司的第一大股东是新希望集团有限公司, 持有新希望六和股份有限公司 33.74% 的股份, 控制链条个数为 2, 控制链层级为 2, 终极控制人是自然人刘永好先

► 终极控制人、负债融资与公司绩效

生,性质为非国有控股上市公司,终极控制权为 45.13%,终极现金流量权为 $62.34\% \times 51\% \times 23.24\% + 62.34\% \times 21.89\% = 21.04\%$,即刘永好以 21.04% 的现金流量获得新希望六和股份有限公司 45.13% 的控制权,两权分离度为 2.14,即拥有 1 份的现金流量可以获得 2.14 份的控制权。

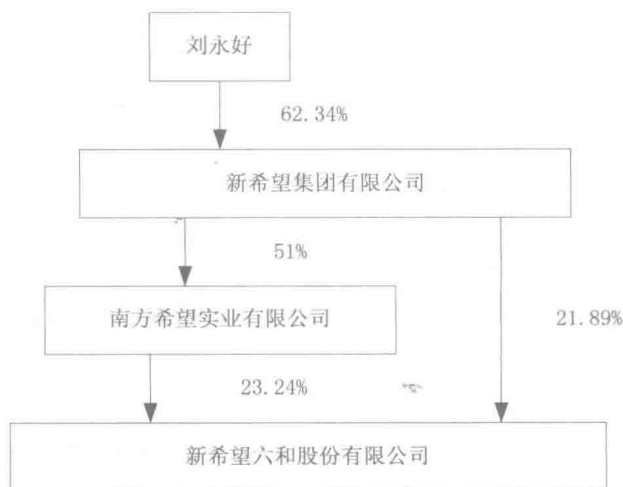


图 1-3 新希望六和股份有限公司股权控制关系图

(摘自 2013 年年报)

1.4 研究文献综述

1.4.1 终极控制权、负债融资及其关系

Attig 等(2003)认为通过金字塔控制结构,终极控制人能分散风险,提高金字塔层级可以降低终极控制人投资项目的风险^①。余明桂和夏新平(2004)通过研究发现终极控制股东往往通过关联

^① Attig N, Gadhoum Y, Lang L. Bid-Ask Spread, Asymmetric Information and Ultimate Ownership[J]. Chinese University of Hong Kong, Department of Finance, 2003:G32.