

F278.245
156

Ultimate Control And Corporate
Finance In Private-controlled
Listed Companies

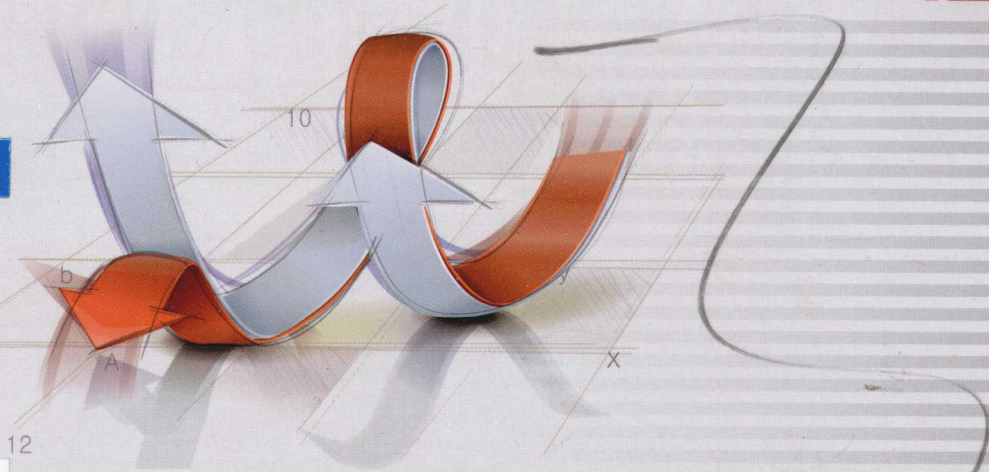
民营上市公司

终极控制权与财务决策

基于金字塔股权结构的经验研究

Empirical Evidence from Pyramidal
Ownership Structures

丁新娅◎著



对外经济贸易大学出版社
University of International Business and Economics Press

民营上市公司终极 控制权与财务决策

——基于金字塔股权结构的经验研究

Ultimate Control and Corporate Finance in Private-Controlled Listed Companies

——Empirical Evidence from Pyramidal
Ownership Structures

丁新娅 著

对外经济贸易大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

民营上市公司终极控制权与财务决策：基于金字塔股权结构的经验研究 / 丁新娅著. — 北京：对外经济贸易大学出版社，2009

ISBN 978-7-81134-299-4

I. 民… II. 丁… III. ① 私营企业 - 上市公司 - 股份制 - 研究 - 中国 ② 私营企业 - 上市公司 - 企业管理：财务管理 - 研究 - 中国 IV. F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 198525 号

© 2009 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

民营上市公司终极控制权与财务决策
——基于金字塔股权结构的经验研究

**Ultimate Control and Corporate Finance in
Private-Controlled Listed Companies**
——Empirical Evidence from Pyramidal Ownership Structures

丁新娅 著

责任编辑：顾永才

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码：100029

邮购电话：010-64492338 发行部电话：010-64492342

网址：<http://www.uibep.com> E-mail：uibep@126.com

北京山华苑印刷有限责任公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸：170mm × 230mm 13.5 印张 228 千字

2009 年 1 月北京第 1 版 2009 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-81134-299-4

印数：0 001 - 2 000 册 定价：24.00 元

摘 要

在传统的公司治理中，关注的主要问题是分散所有权结构下内部经理人与外部股东之间的代理问题（第一类代理问题）。而近年来的学术研究结果表明，企业中普遍存在控制性股东。控制性股东的存在，能在一定程度上缓解所有权分散情形下内部经理人与外部股东之间的代理问题，但由于控制性股东与小股东之间的利益目标不一致，控制性股东利用其掌握的实际控制权，可能以小股东利益为代价来获取控制权私有收益，导致了控制性股东与小股东之间的代理问题（第二类代理问题）。

大量研究表明，世界上大多数上市公司都存在终极控制性股东，终极控制性股东控制作为公司内部治理机制的基本特征，不仅决定了公司剩余索取权和剩余控制权的分配格局，而且深刻地影响着公司的财务决策行为。而金字塔股权结构，是终极控制性股东用来强化上市公司控制权的一种常用方式。在金字塔股权结构下，终极控制人的现金流权与控制权发生了分离，为控制性股东通过各种财务决策侵占上市公司和中小股东利益、攫取控制权私有收益提供了便利和可能，从而加剧了终极控制性股东与小股东之间的代理冲突。

我国民营上市公司终极控制性股东普遍采用金字塔股权结构来分离现金流权与控制权，但以前对控制权与公司财务决策的研究很少涉及终极控制人。基于终极控制性股东视角来研究我国民营上市公司控制权对公司财务决策的影响，是本书的主导思想，也是本书的主要研究特色。

本书将控制权的研究视角从表层控制权拓展到终极控制权，并在对我国民营上市公司终极控制权现状进行分析的基础上，从控制权的股东层面、董事会层面和经营层面出发，选择了现金流权与控制权的分离程度、是否指定管理者、是否通过集团控制以及是否通过创始家族控制等作为终极控制权的分析维度，运用规范和实证研究相结合的方法，以我国民营金字塔股权结构上市公司作为研究样本，具体研究了如下几个问题：民营上市公司终极控制

权对筹资决策的影响；民营上市公司终极控制权对投资决策的影响以及民营上市公司终极控制权对股利决策的影响。

本书通过民营上市公司终极控制权对负债筹资、过度投资以及现金股利分配等主要财务决策的影响研究，分析了民营金字塔股权结构上市公司终极控制权安排对财务决策的影响模式，为我国民营上市公司财务决策效率的提升提供了终极控制权方面的新视角和新思路，并从终极控制权对财务决策的影响角度为控制性股东和中小股东之间的代理问题提供了新的证据。

Abstract

In traditional academic literature on corporate governance, one of the problems mainly focused on is the agency conflicts between the inside managers and shareholders in the dispersed ownership structure (Agency Problem I). A more recent line of research confirms however, that most of the firms around the world, especially in developing countries have a controlling shareholder, usually a family or the State. The prevalence of controlling shareholder can align manager's interests with those of shareholders and alleviate the conflicts of interests between owners and managers. However, the controlling shareholder may use its controlling position in the firm to extract private benefits at the expense of minority shareholders (Agency Problem II). The second type of agency problem appears and can be particularly acute when the controlling shareholder is an individual or family.

Several recent studies show that there are ultimate controlling shareholders in most companies around the world. As a basic feature of internal corporate governance mechanisms, ultimate control right not only determines the arrangement of residual control right and residual claim, but also enormously affects the corporate financial decisions. Pyramidal ownership structure is the most commonly used mechanism to enhance control by ultimate controlling shareholders. The separation of cash flow right and control right in pyramidal ownership structures makes the ultimate controlling shareholders expropriate the corporate resource at the expenses of minority shareholders and listed companies for their private benefits of control. Thus it can create substantial conflicts between ultimate controlling shareholders and minority shareholders, as ultimate controlling shareholders can appropriate private benefits of control without incurring their fair share of the cost.

In private-controlled listed companies of China, the ultimate controlling

shareholders commonly use pyramidal ownership structures to separate cash flow right and control right, presence in the board and top management position is also commonly prevalent, which shows that dominant agency problem is between ultimate controlling shareholders and minority shareholders in private-controlled listed companies of China. Unlike previous research that focused on the direct controlling shareholders, this dissertation studies the effects of ultimate control right on corporate financial decisions from the perspective of ultimate controlling shareholders, which is the dominant idea and feature of this dissertation.

Based on the analysis about the present state of ultimate control right in Chinese private-controlled listed companies, this dissertation expands the extension of control right from direct to ultimate control right, analyzes the ultimate control right from three aspects: the shareholders, board of directors and top managements, and chooses the ratio of cash flow right to control right (CV), the board and top management appointment, group-affiliation and founding controlling shareholders as the proxy variables of ultimate control right, which is the first innovation and contribution of this dissertation.

Based on both normative and empirical research, using the date of Chinese private-controlled pyramidal ownership, this dissertation studies the effects of ultimate control right on corporate financial decisions. The main research contents are as follows:

- (1) The effect of ultimate control right on financing decision;
- (2) The effect of ultimate control right on investment decision;
- (3) The effect of ultimate control right on dividend decision;

Through studying the effects of ultimate controlling right on debt-financing, overinvestment and cash dividend decision in Chinese private-controlled listed companies, the dissertation analyzes the mode that ultimate control right arrangement effects on corporate finance in private-controlled pyramidal ownership, and provides new understanding and new perspective of improving corporate finance efficiency, gives new evidence about the conflicts between controlling shareholders and minority shareholders in China.

目 录

第 1 章 导言	(1)
第一节 研究背景和研究视角	(3)
第二节 研究目的和研究意义	(7)
第三节 研究内容和研究方法	(9)
第 2 章 理论基础和制度背景	(19)
第一节 现代企业理论	(21)
第二节 企业所有权和控制权理论	(24)
第三节 我国民营上市公司的制度背景	(42)
第四节 本章小结	(48)
第 3 章 文献回顾与现状分析	(51)
第一节 关于终极控制权现状研究的文献回顾	(53)
第二节 我国上市公司终极控制权现状分析	(57)
第三节 我国民营上市公司终极控制权现状分析	(62)
第四节 本章小结	(68)
第 4 章 民营上市公司终极控制权与筹资决策	(71)
第一节 文献回顾	(73)
第二节 研究设计	(79)
第三节 实证结果及分析	(88)
第四节 本章小结	(104)
第 5 章 民营上市公司终极控制权与投资决策	(105)
第一节 文献回顾	(107)

第二节 研究方法	(114)
第三节 实证结果及分析	(120)
第四节 本章小结	(131)
第6章 民营上市公司终极控制权与分配决策	(133)
第一节 文献回顾	(135)
第二节 研究设计	(139)
第三节 实证结果及分析	(144)
第四节 本章小结	(158)
第7章 民营上市公司终极控制权与财务决策案例研究	(161)
第一节 草原兴发案例分析	(163)
第二节 传化股份案例分析	(176)
第三节 本章小结	(181)
第8章 研究结论	(183)
第一节 主要研究结论	(185)
第二节 主要贡献及创新	(187)
第三节 研究局限与研究展望	(188)
参考文献	(190)
后记	(208)

第 1 章

导 言

第一节 研究背景和研究视角

一、研究背景

1. 控制性股东所引发的公司治理问题

公司治理问题的产生是与股份公司所有权与控制权的分离联系在一起的。长期以来各国公司治理的实践均已表明,有效的公司治理结构和治理机制是现代企业维持长期稳定发展、取得良好业绩以及维护公司股东权益所必不可少的有力保证。上市公司的所有权结构是公司治理的产权基础,决定着所有权与控制权分配的比例关系。因此所有权结构对公司治理效率有着非常重要的作用。所有权结构不同会导致不同的代理问题,因而主要的公司治理问题就不一样。

1932年, Berle 和 Means 分析了美国 200 家大公司所有权广泛分散的特征并据此形成了所有权和经营权分离的思想。在传统的分散所有权结构背景下,上市公司的代理问题主要体现为公司内部经理人与外部分散股东之间的代理问题。上市公司所有权广泛分散的观点对当代经济学研究产生了深远影响,也几乎影响了随后几十年公司治理的学术研究和管理实践。

而近年来的大量研究均表明,在世界上除英美之外的其他许多国家里,很多大公司都普遍存在着大股东甚至是控制性股东。股权集中在控制性股东手中,产生了两种不同的公司治理效应:一种是正向的利益趋同(alignment effect)效应;另一种是负向的利益侵害效应(entrenchment effect)^①。

利益趋同效应的产生是由于当股权集中于控制性股东手中时,控制性股东利益更多地与公司利益相关,控制性股东有积极性也有能力监督公司管理者,从而在一定程度上缓解了由于所有权和经营权分离所带来的代理问题(Jensen, 1986; Grossman 和 Hart, 1988)。控制性股东和小股东在利益方面也更趋于一致,小股东能从中获得控制权的共享收益。Shleifer 和 Vishny

^① 又可以翻译为壕沟防御效应。

(1986), Admati, Pfleiderer 和 Zechner (1993), Huddart (1993), Maug (1998) 和 Noe (2002) 等人对控制性股东的利益趋同效应进行了验证。

利益侵占效应是由于控制性股东本身的利益和外部小股东的利益常常并不一致, 控制性股东可能会侵害小股东利益来获取自己的私人收益。控制性股东可能通过各种各样的方法对外部少数股东实施侵害, 如通过上市公司担保而取得贷款, 利用与上市公司的关联交易直接将上市公司的资产转移至控制性股东自己控制的其他公司, 稀释小股东的股权, 或者是利用成员企业之间的并购来转移资源, 夺取企业的投资机会或者迫使企业投资于不盈利但有利于控制性股东的投资项目等等。Johnson 等人 (2000) 使用了“掏空”(tunneling)^① 一词对这些行为加以概括。而在那些对小股东利益缺乏良好法律保护的国家 and 地区, 这种利益侵占现象更为普遍。在利益侵占效应下, 出现了与传统外部股东与管理者之间代理问题所不同的新的代理问题, 即控制性股东与小股东之间的代理问题 (Shleifer and Vishny, 1997)。

而 La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (1999) 则首先采用追溯至上市公司终极控制性股东的方法来分析控制性股东与小股东之间的代理问题, 他们认为上市公司的终极控制性股东通常采用金字塔式持股方式、交叉持股方式、发行双重投票权股票等股权结构安排以及指定管理者等方式来强化对上市公司的控制。这些方式的运用, 容易导致终极控制性股东的控制权 (voting right) 超过现金流权 (cash flow right) 而出现控制权和现金流权的分离 (the separation of voting right and cash flow right)。这种仅持有少数现金流权而对企业实施控制权的终极控制性股东被 Bebchuk 等人 (2000) 称为控制性少数股东 (Controlling minority shareholders, CMSs)。在控制性股东现金流权和控制权发生分离情况下, 控制性股东能获得控制权的私人收益而只承担很小的由于侵害而给企业带来的损失, 因此, 控制性股东有更大的动机来侵害上市公司和中小股东权益, 从而加剧控制性股东与小股东之间的代理冲突。Burkart, Gromb 和 Panunzi (1997)、Wolfenzon (1999)、Bebchuk 等人 (2000)、Bae 等人 (2002)、Bertrand Meata 和 Mullainathan (2002)、Claessens, Djsnkov, Lang (2000)、Claessens, Djsnkov, Fan 和 Lang (1999, 2002) 等研究均表明了这一代理问题的存在。

^① 对于“tunneling”一词, 在中文文献中还有其他不同的翻译, 如有的将其翻译成“隧道挖掘”, 有的文献将其翻译成“利益输送”, 但基本含义都相同, 即指控制性股东为了获取控制权私人收益而进行的损害上市公司和小股东利益的各种转移资源行为。

2. 金字塔股权结构及其代理问题

(1) 金字塔股权结构存在的普遍性

与其他方式,如发行双重投票权股票、交叉持股等相比,金字塔股权结构是使用最为普遍的控制性股东强化控制权的方式(La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer, 1999),这在西欧、东亚等国家和地区中的家族控制企业中尤为普遍。如 Claessens, Djankov 和 Lang (2000) 根据东亚九个国家和地区 2 980 家上市公司资料进行的研究表明,在亚洲国家和地区中,终极控制性股东强化控制权的手段和工具中,金字塔股权控制的使用比例最高。在中国上市公司股权高度集中的情况下,终极控制性股东,尤其是民营上市公司的终极控制性股东,也通常采用金字塔持股方式来控制上市公司(刘苟佳、孙需、刘乃全, 2003; 赖建清、吴世农, 2005)。

(2) 金字塔股权结构所带来的代理问题

在金字塔股权结构下,终极控制性股东现金流量权和控制权的分离,使得控制性股东在持有较低的现金流权情况下仍然可以实现对底层公司的有效控制,控制性股东有更大动机来侵害上市公司和中小股东权益,因此在金字塔股权结构下,控制性股东与小股东之间的代理冲突会加剧,代理成本会加大。

终极控制性股东的现金流权具有正向的利益趋同效应,而控制权具有负向的利益侵害效应,两者都对公司价值产生影响。关于金字塔股权结构上市公司价值的研究能够反映出终极控制性股东的利益趋同效应和利益侵占效应。国外大部分的研究(Burkart, Gromb 和 Panunzi (1997) Wolfenzon (1999), Bebchuk 等人 (2000)、Bae 等人 (2002)、Bertrand Meata 和 Mullainathan (2002) Claessens, Djsnkv, Lang (2000) 和 Claessens, Djsnkv, Fan 和 Lang (1999, 2002))表明,现金流权与控制权的分离程度与上市公司价值呈显著负相关,从而证实了终极控制性股东的利益侵占效应,说明控制性股东有可能以损害中小股东和上市公司利益为代价来获取控制权私有收益。国内的相关研究大部分表明了金字塔持股上市公司中终极控制人的侵害效应导致了企业价值的下降(杨兴军等, 2003; 苏启林, 2004)。

(3) 研究金字塔股权结构上市公司财务决策的意义

企业决策涉及企业经营的方方面面,包括生产决策、营销决策、财务决策^①等。由于企业财务决策与企业的现金流相联系,因此控制性股东及管理

① 这里的财务决策是指企业资本的取得或运用的决策,包括筹资决策、投资决策以及分配决策等。

者容易利用企业财务决策的选择谋取个人私利,从而最容易产生代理冲突。

尽管金字塔股权结构中现金流权与控制权的分离程度与企业价值之间的负相关关系已经得到一系列实证研究的证实,但是影响控制机制的原因可能是多方面的。现有的研究表明,金字塔股权结构中,终极控制性股东往往指定或直接出任底层公司的管理者,有动机抽取企业资源,并可以通过各种投资融资决策来实现其目的。如 Holmen 和 Hogfeldt (2004, 2005)、Bebchuk 等人 (2000) 对金字塔股权结构投资决策的研究、Faccio, Lang 和 Young (2001) 对股利决策的研究、Bianco 和 Nicodano (2004)、Igor Filatotchev 和 Tomasz Mickiewicz (2003) 对债务筹资的研究等均表明这些财务决策成为控制性股东实施侵害的机制。

尽管在胡国柳 (2004) 的博士论文中,对上市公司股权结构与理财行为的关系进行了分析,并利用我国上市公司的数据进行了经验检验。但是其研究主要基于第一层次的股权结构,而非基于终极控制人视角。终极控制人控制作为公司内部治理机制的基本特征,不仅决定了公司剩余索取权和剩余控制权的分配格局,而且深刻地影响着公司的财务决策行为。正如 Shleifer 和 Vishny (1997) 所指出的那样,当控制性股东几乎控制了公司的全部控制权时,他们更倾向于通过资本的取得或运用来增加企业的控制性资产,从而形成不为中小股东所共享的控制权私有收益。而由于制度背景和历史原因,我国民营上市公司的终极控制人普遍采用金字塔股权结构来加强对上市公司的控制,形成了较为复杂的控制权结构,因此,本书选择民营上市公司终极控制权与企业财务决策的研究视角,从而为中国上市公司股权结构以及金字塔股权结构在公司治理中的作用提供了新的理解,为控制性股东与中小股东之间的代理问题提供了新的证据。

二、研究视角

1. 目前相关研究的局限

本书研究民营上市公司终极控制权对财务决策的影响。本书所选择的财务决策主要包括有筹资决策、投资决策以及股利分配决策。

关于股权结构、控制权与公司财务决策的研究文献繁多,这些文献存在的不足主要表现在以下几个方面:

(1) 大部分文献关注直接控股的第一层次大股东对公司财务决策的影

响,而在金字塔股权控制上市公司中,终极控制人对上市公司的各种财务决策有着实质影响,基于终极控制人的分析框架,有助于更深入地了解股权结构对公司财务决策的影响。

(2) 大部分文献对股权结构与财务决策的分析主要基于股东与管理者之间代理问题的框架。而在我国目前股权高度集中的情况下,控制性股东与管理者之间的代理问题并非是公司主要的代理问题,主要的代理问题为控制性股东对中小股东利益侵害问题。从控制性股东与中小股东之间代理问题的视角来分析其对公司财务决策的影响更有现实意义。

(3) 对民营上市公司财务行为的研究很少。我国资本市场发展的初期主要是为了解决国有企业的融资问题,因此上市公司主要以国有上市公司为主,民营上市公司在全部上市公司中的比重一直很低。但自从2000年以来,转轨中的资本市场逐步向民营企业开放,民营企业通过直接IPO或者通过兼并收购国有上市公司而实现上市的数量迅速增多,民营企业已成为推动中国经济发展的重要力量。但我国学术界对民营上市公司的研究不够,而基于金字塔股权控制角度对民营上市公司财务决策的研究则更少。

2. 本书的研究视角

以上局限性为本书研究提供了很好的视角。基于金字塔股权结构理论的分析框架,以民营上市公司为研究对象,揭示民营上市公司终极控制权对财务决策的影响,不仅可以深化股权结构和控制权理论,也可以为控制性股东与中小股东的代理问题提供新的证据。

第二节 研究目的和研究意义

一、研究目的

本书基于终极控制人的框架,分析中国民营金字塔股权控制上市公司控制权对公司财务决策的影响,期望达到以下目的:

其一,从终极控制人角度,分析民营金字塔股权控制上市公司控制权配置对财务决策的影响,为我国上市公司的财务决策和财务行为的研究提供新

的分析思路。

其二，从终极控制人角度，为民营上市公司财务决策和财务行为提供新的理论解释。

其三，从民营上市公司财务决策和财务行为的角度为控制性股东和中小股东的代理问题，提供新的证据。

二、研究意义

本书的研究，不仅丰富了现有文献，而且具有一定的现实意义。

1. 理论意义

首先，本书的研究丰富了控制权理论。目前国内关于控制权的有关研究，主要停留在大股东层面。这种关注直接控制权的研究及其对公司治理的影响，无论是在对控制权收益的研究还是对股东利益侵害的研究方面都有可能使研究结论产生偏差。本书对控制权的研究主要基于终极控制人视角，从终极控制权的角度出发，并从控制权的获取方式、控制方式以及控制架构的分析维度，来考察其对公司财务决策的影响，因而本书的研究无疑丰富了控制权研究的相关文献。

其次，本书的研究丰富了公司财务决策的相关文献。公司财务决策和财务行为受到多种因素的影响和制约，而控制权是影响公司财务决策的一项重要因素。本书从终极控制权的角度出发来考察其对公司财务决策的影响，丰富了公司财务决策的相关文献。

再次，本书的研究丰富了代理问题的相关文献。大量的文献研究表明，我国民营上市公司普遍存在控制性股东与中小股东之间的代理问题，本书通过考察终极控制权对上市公司财务决策的影响，研究了终极控制性股东侵害上市公司利益和中小股东利益的财务途径和方式，丰富了代理问题的相关文献。

2. 实践意义

本书的研究具有重要的实践意义。

第一，本书分析了民营上市公司终极控制权及配置对公司财务决策的影响，为控制权结构的优化提供了方向。

我国民营上市公司终极控制结构复杂，既存在直接上市获取控制权方式，又存在买壳上市等间接获取控制权方式，既通过金字塔股权结构又通过