

现金流权和控制权分离所产生的代理问题综述

辛琳

(苏州大学商学院 江苏苏州 215000)

【摘要】 目前学术界主要从四个角度研究现金流权和控制权分离所产生的代理问题。国内外研究基本结论为:现金流权与控制权分离程度越高,大股东对中小股东利益侵占动机越强、企业价值越低、经营业绩越差、会计盈余信息的质量遭受质疑的可能性越大。

【关键词】 现金流权 控制权 代理问题 分离

自 Berle 和 Means(1932)提出现代公司的股权结构具有分散性,普遍存在所有权与控制权分离的现象以来,由分离造成的所有者与管理者之间的委托代理问题就成为研究公司治理的一大热点。随着理论界对股权结构研究的深入,学者们发现在世界各国股权集中的现象较为普遍。在股权集中的特殊结构下,控股股东享有的对公司的控制权可能超过其持有的股权(现金流权),从而产生另一种形式的“两权分离”。这种两权分离也就产生了另一种形式的委托代理关系,即控股股东与中小股东和债权人之间的委托代理关系。控股股东与管理者是公司的内部人,中小股东及债权人是公司的外部人,公司治理机制因而成为保护外部人利益不受内部人侵害的机制。当终极控股股东以较少的现金投资获得较大的控制权时,控制权和现金流权就会发生偏离。这时,控股股东就容易产生利用控制地位获得超额利益的动机,出现侵占公司资源、掠夺中小股东利益的行为。由此,现金流权和控制权分离后所产生的代理问题(即大股东与中小股东之间的委托代理问题),开始为众多学者所关注。

一、现金流权和控制权的含义及计算

1. 现金流权和控制权的含义。 现金流权是指上市公司股东通过付出现金流而取得的权利,有的文献称之为所有权。控制权是与投票权相对应的,有多大的投票权就有多大的控制权(包括直接控制权和间接控制权)。现金流权和控制权偏离是指控制权超过现金流权而导致两者不相等。当一位股东实际持有某一家银行股票,则可称之为“直接持股”;但如果这个股东转而投资另一家公司,而这家公司又再投资该银行,这就形成了“间接持股”。“直接持股”是直接登记在控制者名下的股权,“间接持股”是登记在第三者名下但受同一个控制者所控制的股权。可以称此同一控制者为控制型股东。

2. 现金流权和控制权的计算。 根据 La Porta 提出的计算方法,举例如下。如果甲(自然人或法人)直接持有公司乙的 35% 的股份,那么甲对公司乙的现金流权和控制权都为 35%,两者之间没有偏离。如果甲持有公司乙的 30% 的股份,公司乙持有公司丙的 20% 的股份,那么甲对公司丙的控制权为

$20\%[\min(30\%, 20\%)]$, 现金流权为 $6\%(30\% \times 20\%)$, 即在 20% 的水平上,甲对公司丙具有控制权,虽然甲仅仅拥有 6% 的现金流权。这种情况被称为金字塔持股结构。如果甲持有公司乙的 30% 的股份,公司乙持有公司丙的 20% 的股份,同时甲又直接持有公司丙的 12% 的股份,那么甲对公司丙的控制权为 $32\%[\min(30\%, 20\%) + 12\%]$, 现金流权为 $18\%(12\% + 30\% \times 20\%)$ 。如果甲持有公司乙的 30% 的股份,乙持有公司丙的 20% 的股份,同时丙又直接或间接持有甲 5% 的股份,则称为交叉持股。

目前受学术界公认的控制权与现金流权的定义是由 La Porta 等(1999)提出的,控制权是在股权结构图中金字塔链条上的最小持股份额,现金流权是在股权结构图中金字塔链条上所有持股份额的乘积。通常认可的存在终极控股股东的控制权标准是 10% 以上。

二、国外关于现金流权和控制权分离所产生的代理问题研究综述

所谓现金流权和控制权分离所产生的代理问题,实质就是控制利益侵占问题,属于公司治理中的第二类委托代理问题;大股东与中小股东之间的委托代理问题。第一类委托代理问题为公司管理者与股东之间的委托代理问题,是公司治理要解决的主要问题。世界上大多数国家的企业都存在股权集中的现象,大股东控制,尤其是家族作为大股东控制企业的现象非常普遍,如何解决现金流权和控制权分离所产生的代理问题逐渐成为研究的重心。

国外学者主要从四个角度对现金流权和控制权分离所产生的代理问题进行研究:现金流权和控制权分离与大股东行为的关系;现金流权和控制权分离与企业经营业绩的关系;现金流权和控制权分离与公司价值的关系;现金流权和控制权分离对会计盈余信息的影响。

1. 现金流权和控制权分离与大股东行为的关系。 国外学者在对现金流权和控制权分离与大股东行为关系进行研究时,主要从股权集中度、现金流权和控制权分离程度如何影响大股东决策、终极控股股东如何利用复杂债务关系侵害中小

股东利益等角度展开。主要研究结论如下:

Jensen 和 Meckling(1976)认为,公司内部人在股份公司中的利益由分红(货币收入)和在职消费(非货币收入)两部分构成。内部人在股份公司拥有的股份越大,则按照正常方式分配的利润越多。当内部人持有的现金流权达到一定比例时,利益协同效应便会产生。与 Berle 和 Means(1932)所描绘的股权分散特征不同,最近的研究表明,世界上绝大多数国家公司的所有权都相对集中,这导致对另一类代理问题的关注,即大股东与中小股东之间的代理冲突。La Porta(1999)提出的最终控制人概念为研究现金流权和控制权分离对大股东行为的影响奠定了基础。所有权和控制权的分离带来了管理层与股东之间的代理冲突,现金流权和控制权的分离则带来了大股东和中小股东之间的代理冲突,导致大股东有动机侵占公司和中小股东利益,进而使公司价值降低。

Fan 和 Wong(2002)在分析大股东给公司带来两种互为相反的影响(利益协同效应和利益侵占效应)时指出,决定大股东最终对公司产生什么样的影响的因素就是现金流权和控制权的分离程度。当现金流权接近于控制权时,大股东与中小股东利益一致,此时是利益协同效应发挥主导作用;而当现金流权和控制权分离程度较大时,大股东和中小股东利益出现不一致,大股东侵害中小股东利益的可能性就会增加,此时是利益侵占效应发挥主导作用。由此我们发现,股权集中只是一个外在表现,其实质是不同股权比例之间存在的利益差别。仅仅从股权集中现象来研究公司价值是不够的,只有从现金流权和控制权分离的角度分析,才能真正把握股权结构和大股东的利益诉求。

Burkart, Gromb 和 Panunzi(1998)分析了现金流权和控制权的分离,指出过低的现金流权会增加道德风险,并导致非效率经营。当大股东的控制权超过其现金流权时,其利益侵占行为产生,而中小股东无法通过“用手投票”来有效地制止大股东的败德行为,只有通过“用脚投票”的方式对大股东的利益侵占行为做出反应,这将导致两权分离程度较大的公司股价下跌。Lemmon 和 Lins(2003)研究了东南亚金融危机期间公司所有权结构对公司价值的影响。他们发现,大股东一般通过金字塔持股结构和交叉持股方式来分离现金流权和控制权。在金融危机以前,两权分离的样本公司与其他公司的价值没有显著差异。金融危机会对公司的投资机会产生负面影响,并使得大股东有强烈的动机和能力侵占中小股东利益,在金融危机期间,两权分离的公司的价值下降了 12%。他们认为,公司的所有权结构会对大股东的利益侵占动机和能力产生重大影响。Faccio, Larry, Lang 和 Young(2001)的研究认为:债务的存在会使管理者的行为受到约束,债权人可以迫使债务人名誉扫地甚至于破产清算。但是,在金字塔持股结构中,终极控股股东却可以通过复杂的网络关系使得债务关系变得复杂,即使出现违约也不会影响到终极控股股东在“金字塔”顶端的支配地位。相反,较高的债务比例会增加其他债务人的风险,而终极控股股东却可以通过这种方式控制更多的资源,从而直接或间接地损害中小股东的利益。

2. 现金流权和控制权分离与企业经营业绩的关系。Chang(2003)以 400 家韩国企业为样本,研究发现企业的经营业绩与现金流权和控制权的分离程度负相关。大股东通常通过关联交易将上市公司资源转移到自己控制的公司内,而当公司业绩欠佳时将导致大量的贷款无法按时还本付息,从而影响金融机构的正常运转,进而引发金融危机。

3. 现金流权和控制权分离与公司价值的关系。很多学者从现金流权和控制权分离与公司价值关系的角度对多个国家、多个资本市场的公司进行了实证研究,得出了基本一致的结论:现金流权和控制权的分离程度与公司价值负相关。

La Porta(1999)研究发现,随着大股东控制权和现金流权分离程度的加大,大股东可以用较少的现金流来实现对目标公司的实质性控制,从而产生侵害中小股东利益的强烈动机,损害企业的经营效率,并抑制潜在投资者的投资积极性。Claessens(2002)发现东亚国家上市公司严重的家族控制现象也造成了大股东的掠夺和侵占行为,控制权和现金流权的分离程度与公司价值负相关。与 Fan 和 Wong(2002)的研究类似,Claessens 也发现公司价值随着第一大股东的现金流权的增加而增加,从而表现出其正面的激励作用;而随着公司第一大股东的控制权的增加,负面的侵占效应也会突显。对于现金流权和控制权分离程度大的公司来说,这种负面效应尤其严重。Volpin(2002)在对意大利上市公司进行研究后发现,控制型股东持有的现金流权低于 50% 的公司,其价值显著低于被大股东绝对控股的公司。

Lins(2003)依据 1995 年 18 个国家 1 433 家公司的样本数据,研究了股权结构与 Tobin'Q 值之间的关系,发现第一大股东同时参与公司经营管理的比例达到样本公司的 69%,第一大股东兼任公司管理层的样本中有 66% 的公司通过金字塔持股结构来强化他们的控制权;控制权和现金流权分离程度与公司价值负相关,分离程度越大,公司价值越低。La Porta(2002)以 27 个富裕国家中数千家上市公司为样本,分析了投资者保护、股权结构与公司价值之间的关系。分析结果表明,在股权相对集中的公司中,最主要的代理问题是大股东与中小股东之间的利益冲突,这种冲突有可能降低公司价值。随着大股东的现金流权比例增加,他们与中小股东的利益趋于一致,代理成本降低,公司价值上升。当中小股东的利益被大股东侵占时,投资者就不愿意持有公司股票,或只愿意以较低的价格持有公司股票,从而导致公司价值下跌。

4. 现金流权和控制权分离对会计盈余信息的影响。近年来,对现金流权和控制权分离的研究还拓展到了其对会计盈余信息的影响。Fan 和 Wong(2002)认为现金流权和控制权的分离会导致会计盈余的信息含量降低。他们认为现金流权和控制权的分离使得控制型股东有能力和动机采取自利行为,而这必然会降低会计盈余信息的可信度,进而使得会计盈余的信息含量降低。Francis, Schipper 和 Vincent(2005)以美国公司为基础,研究了现金流权和控制权的分离对会计盈余信息含量和股利信息含量的影响。美国上市公司的股权结构不同于 Fan 和 Wong 所研究的东亚国家的上市公司,美国上市公司

中金字塔持股结构和交叉持股现象并不多见,存在双重股权的公司却不少,双重股权的公司规模普遍比单一股权的公司规模大(Bhushan, 1989; De Angelo, 1985)。双重股权结构既导致了现金流权和控制权的分离,又预示着公司的管理层持股比例较高。此外,双重股权的信息是公开披露的,投资者可据此获知公司现金流权和控制权分离的程度,因此在美国市场研究双重持股问题更有意义。Francis, Schipper 和 Vincent 选取了 205 家双重股权公司及 5 764 家单一股权公司为样本,在控制了其他影响因素后,对回报与盈余进行回归的结果显示:双重股权公司的回归系数要显著小于单一股权的公司,现金流权和控制权分离程度越大,这种现象就越显著。

三、国内关于现金流权和控制权分离所产生的代理问题研究综述

国内关于现金流权和控制权分离所产生的代理问题研究主要包括两个阶段:第一阶段是对大股东侵占中小股东利益程度的衡量,第二阶段是对产生的相关代理问题的研究。

第一阶段实质是解决一个计量问题,国内目前主要采用两种办法:大宗股权转让价格差异的控制权溢价方法和 ST 公司累积超额收益率法。唐宗明等(2002)以转让溢价作为度量大股东侵害中小股东利益程度的指标,认为我国上市公司大股东平均侵害程度不高,平均控制权溢价水平为 6%,低于各国平均控制权溢价水平。但同时他们发现,个别大股东对中小股东利益的侵害很严重。施东晖(2003)以控制权交易和小额股权交易的价格差额来估算我国上市公司控制权价值,结果显示,我国上市公司的控制权价值平均水平为 24%,略高于国际平均水平。叶康涛(2003)则对我国上市公司控制权的隐性收益水平进行了直接测算,结果表明:上市公司控制权的隐性收益约为流通股市价的 4%,相当于非流通股转让价格的 28%。邓建平等(2004)用非流通股协议转让交易中控股股权和非控股股权转让的溢价之差来度量控制权私有收益,以研究利益侵占程度,发现我国的控制权私有收益水平大约为 17%,高于国际平均水平。余明桂等(2006)通过 54 个非流通股协议转让事件来估计我国上市公司的控制权私有收益,以度量利益侵占程度,用两个指标来度量控制权私有收益:第一个指标是协议转让的每股价格相对于每股净资产的溢价;第二个指标是协议转让的溢价总值与企业净资产的比率。他们发现,买方为获得上市公司的控制权平均支付的每股溢价水平达 45%,平均总溢价水平达 17%,这一结论与邓建平等(2004)的结论一致。ST 公司累积超额收益率法是由香港学者 Bai 等(2002)首先提出的,但由于 ST 公司的特殊性,这一方法的运用受到限制。

第二阶段是对现金流权和控制权分离所产生的代理问题进行有益的研究。苏启林和朱文(2003)对我国家族上市公司

的现金流权和控制权的分离进行了研究,发现分离系数越大,家族企业的价值越低。邓建平等(2004)对家族上市公司的股利政策进行了研究,他们发现我国家族上市公司的现金流权和控制权的分离程度越大,公司价值越低。王明琳和周生春(2006)的研究也得出了类似的结论:家族企业的金字塔持股结构使得大股东和中小股东代理冲突加剧,现金流权和控制权的分离导致公司价值下降。葛敬东(2006)建立模型分析了现金流权比例对大股东掠夺行为的约束程度:现金流权比例对大股东的限制与大股东实现控制权的最小比例 α 有关。当大股东持有现金流权的比例超过 α 达到某点 α' 时,大股东的现金流权对其掠夺行为有绝对约束, α' 的具体数值由股票价格、盈利水平、分配比例和掠夺成本函数在零点的偏导数值决定。谷祺、邓德强和路倩(2006)以家族上市公司为对象研究了现金流权和控制权分离下的公司价值,研究结果表明:我国家族上市公司现金流权和控制权的分离率平均为 62%,并且此分离程度在东亚地区为最高;家族上市公司价值与现金流权比例显著负相关,现金流权和控制权的分离程度与家族上市公司规模显著负相关。

笔者认为,国内有关研究存在以下局限性:第一,理论支撑不足导致研究结论不一致。由于目前研究现金流权和控制权分离所产生的代理问题的理论尚未形成完整的体系,大多数学者都是选择自认为比较合理的变量进行实证检验,从而导致研究结论不一致。第二,研究方法比较单一,大多数研究为实证研究,而所用的方法基本都是多元回归分析法,模型中会设计一些虚拟变量来增加模型的信度和效度。部分研究采用的是时间序列数据或者面板数据,在研究方法上有所改进,但是对模型设计方面没有深入研究,相当多的研究是借用国外的模型进行验证性研究,缺乏创新。第三,研究范围比较狭窄,大多数研究集中于民营上市公司,尤其是家族上市公司。第四,研究深度不够。国外的相关研究已经进入对终极控股股东行为的分析,而国内很多研究还停留在对现金流权和控制权分离表象的研究。

主要参考文献

1. 叶勇,淳伟德,黄雷.不同行业的上市公司终极控制权、现金流量权和公司绩效.软科学,2007;5
2. 郭义辉,黄国良.公司控制权利益侵占问题研究述评.工业技术经济,2007;12
3. 唐宗明,奚俊芳,蒋位.大股东侵害小股东的原因及影响因素分析.上海交通大学学报,2003;4
4. 施东晖.上市公司控制权价值的实证研究.经济科学,2003;6
5. 邓建平,曾勇.大股东控制和私人利益研究.中国软科学,2004;10