



# 股权分置、控制权私人收益 与上市公司股权融资偏好

西南财经大学会计学院 何丹

**【摘要】** 本文从我国证券市场的特点和上市公司治理结构的特点出发,分析了在股权分置的制度安排下和存在控股股东对中小股东的利益侵占时股权融资活动对控股股东股权价值的影响,指出股权分置的制度安排以及大股东对中小股东的利益侵占是造成上市公司股权融资偏好的重要原因。

**【关键词】** 控制权私人收益 控股股东 融资成本

我国上市公司存在强烈的股权融资偏好,学者们通过不同的研究方法,得出了我国上市公司的股权融资成本低于债务融资成本的结论。与成熟资本市场中的上市公司不同,我国许多上市公司都存在控股性大股东,而且其持股比例较高。控股性大股东可能凭借其超强的控制权来操纵上市公司的经营决策以谋求控制权私人收益。而且,当控股股东所持股份为非流通股时,其股权价值并不直接受二级市场股价的影响。所以,在股权分置的制度安排下和存在控股股东对中小股东的利益侵占时,控股股东股权价值的变化与二级市场股价的变化并不一致,融资中的控股股东成本与中小股东成本并不相同。当上市公司被控股股东控制时,融资中的控股股东成本才是真正影响上市公司融资决策的成本,如果股权融资比债权融资对控股股东更有利,控股股东就会选择股权融资。因此,我们必须考察融资活动对控股股东股权价值的影响,分析控制权私人收益对控股股东融资行为的影响。

## 一、股权融资可以提高控股股东的股权价值

在股权分置的制度安排下,控股股东所持股份为非流通股,非流通股的协议转让价格以每股净资产为主要判断标准,远远低于二级市场流通股股价。而中小股东所持股份为流通股,其转让依据二级市场价格进行。由于股权融资往往采用二级市场市价折算法,以这种方式确定的股票发行价格可以保证增发价格或配股价格远高于会计账面上的每股净资产,从而使每股净资产增加,相应控股股东所持非流通股的股权价值也会大幅提升。可以采用以下公式测算控股股东通过股权融资所获得的每股超额资本收益  $G$ :  $G = [P_1^{NL} N_1^{NL} - P_0^{NL} N_0^{NL} - P_b(N_1^{NL} - N_0^{NL})] / N^1$ 。其中:  $P_1^{NL} N_1^{NL}$  为控股股东股权融资后的权益价值;  $P_0^{NL} N_0^{NL}$  为控股股东股权融资前的权益价值;  $P_b(N_1^{NL} - N_0^{NL})$  为控股股东出资额;  $N_1^{NL} - N_0^{NL}$  为控股股东认购的股份份额;  $P_1^{NL}$  为融资后上市公司的每股净资产;  $P_0^{NL}$  为融资前上市公司的每股净资产;  $N^1$  为再融资后控股股东所持的股数。

李康、杨兴君、杨雄等对 2000 年和 2001 年实施股权再融资的上市公司的研究结果显示:在配股方式下,如果非流通股股东参与配股将平均获得 28.22% 的每股净资产增长,如果非流通股股东不参加配股,那么每股净资产增长 33.06%;而

在增发方式下,非流通股股东享受的平均每股净资产增长率高达 72.2%。从这些数据来看,当控股股东所持股份为非流通股时,股权融资就可以轻而易举地为其带来百分之几十的超额收益。

## 二、股权融资可以提高控股股东的控制权私人收益

理论界认为,公司股东根据其所持有的股份比例得到公司的收益。大量研究表明,持有大宗股权的控股股东往往会得到比一般股东更多的额外收益,我们把这部分额外收益叫做控股股东的控制权私人收益。这个概念最早由 Grossman 和 Hart(1980)提出,其后 Shleifer 和 Vishny(1997)将其分为货币性收益与非货币性收益:前者通常指控制性股东通过剥夺的方式转移资产,如关联方交易、股价操纵等;后者指控制性股东在经营过程中的过度在职消费、闲暇享受等。

在我国,由于证券市场效率低,信息披露不规范,相关的法律法规不健全,对中小投资者利益的重视程度不够,上市公司高度集中的股权结构又为控股股东侵占中小股东的利益提供了可能,所以我国上市公司控股股东的控制权私人收益水平是比较高的。有学者通过计算我国 66 家 ST 公司在 1998~2000 年间股价的累计超常收益得出结论,在其中的 22 个月间,控制权私人收益达到公司市场价值的 29%。唐宗明和蒋位(2002)则通过计算大宗股权转让价格与每股净资产之间的差额来推算我国上市公司的控制权私人溢价水平。研究结果表明,控制权的价格与大股东可能从控制权中获得的收益成正相关关系,平均控制权溢价近 30%,并且公司规模越小、透明度越低,中小股东利益受侵害的程度越高。该研究指出,由于上市公司信息披露不完全,控股股东对中小股东的实际侵害程度很可能被低估。

下面,笔者构建一个数理模型来分析股权融资对提高控股股东控制权私人收益的作用。为了简化起见,假设上市公司不存在负债和税负,上市公司价值为  $V_g$ , 股东按持股比例分享上市公司的总收益,假定上市公司存在一个控股股东,控股股东持股比例为  $F_1$ 。如果不存在控股股东对上市公司的利益侵占,则控股股东从上市公司中获得的收益为:  $U_1 = F_1 V_g$ 。如果控股股东有条件侵占上市公司利益,设控股股东侵占的利益为  $W(S)$ ,  $S$  代表上市公司的净资产规模,  $\partial W / \partial S > 0$ , 表



# 我国新企业会计基本准则的求实与创新

湖北经济学院 林勇军

**【摘要】** 本文探讨了我国新企业会计基本准则的求实与创新之处,认为新基本准则准确地确定了企业会计基本准则的法律地位,阐述了会计基本假设和会计目标,科学而清晰地界定了会计信息相关性和可靠性的关系,创新性地定义了会计要素,并把会计要素的定义同确认结合起来。

**【关键词】** 新基本准则 会计假设 会计目标 相关性 可靠性 会计要素

财政部在2006年2月15日正式颁布了经过重新修订和完善的企业会计准则,其中包括1项基本准则和38项具体准则。新准则的颁布标志着我国已基本完成企业会计准则的制定任务,掀开了我国会计发展史上的一个新篇章。笔者拟对《企业会计准则——基本准则》(以下简称“新基本准则”)的求实与创新之处进行分析。

一、与我国现有的法律环境相适应,把握国际会计理论的最新发展,准确地确定了基本准则的法律地位

如何确定我国财务会计概念框架的法律地位是一个颇有争议的问题。国际上通常用概念框架的形式来指导和评价会计准则,我国在构建财务会计概念框架方面是否应模仿国际上的做法,开发出一套独立于会计法律规范体系之外的概念框架呢?我国会计界主流的观点是:采用实质重于形式原则,让基本准则承担概念框架的作用。此次颁布的新基本准则就是会计界主流观点的体现,它在第一章第一条指出:“为

明随着上市公司净资产规模S的扩大,控股股东侵占的利益W也在增加。

当考虑控股股东对上市公司的利益侵占时,控股股东从上市公司获得的利益为: $U_2 = F_1[V_g - W(S)] + W(S)$ 。对上式整理后得: $U_2 = F_1V_g + (1 - F_1)W(S)$ 。其中: $F_1V_g$ 是控股股东从上市公司获得的正常利益; $(1 - F_1)W(S)$ 则是控股股东侵占的中小股东利益,也就是控股股东的控制权私人收益。对于控制权私人收益而言,其与控股股东持股比例 $F_1$ 和控股股东直接侵占的上市公司利益 $W(S)$ 直接相关。控股股东持股比例越低,则控制权私人收益越高,反之亦然。上市公司净资产规模越大,控股股东直接侵占的上市公司利益 $W(S)$ 就越多,控制权私人收益就越高,反之亦然。

股权融资是一种非常好的提高控股股东控制权私人收益的方式。这是因为,控股股东在保持控制权的前提下,让上市公司实施股权融资,可以从两方面提高控制权私人收益:一是股权融资可以迅速扩大公司的净资产规模,使控股股东控制的资源增加,做大了可被侵占的财富蛋糕;二是通过股权融资,控股股东可以降低自己的持股比例,放大自己对中小股东的利益侵占效应,从而提高控制权私人收益。

了规范企业会计确认、计量和报告行为,保证会计信息质量,根据《中华人民共和国会计法》和其他有关法律、行政法规,制定本准则。”这就明确表达了会计准则制定者的意图:利用会计规范的形式,发挥财务会计概念框架的作用。

利用会计规范的形式,发挥财务会计概念框架的作用,是我国会计界深入研究我国的具体国情并密切联系国际上会计理论最新发展而提出的一项决策,表明我国会计准则制定者既具有创新精神又具有务实态度。理论有很强的权威性但缺乏强制性,把理论用规范的形式确定下来,无疑会使该理论既具有权威性又具有强制性。一方面,会计人员可以通过对基本准则的学习,加深对财务会计概念框架的理解,提高其判断能力,以更好地适应日趋复杂的会计环境;另一方面,如果在会计准则之外为财务会计概念框架另立规范,那么概念框架这一法律新名词很难为我国立法部门所理解,而会计准则这一术语我们已使用了十来年,易为人们所接受和理解。我国目前

### 三、结论及启示

由于掌握上市公司实际控制权的控股股东能在很大程度上决定上市公司未来的融资决策,因此,股权分置的制度安排和控股股东对中小股东的利益侵占使上市公司有强烈的股权融资偏好。目前正在进行的股权分置改革使大小股东的利益趋向一致,可以增加控股股东的股权融资成本,从而在一定程度上抑制上市公司的过度股权融资偏好。优化上市公司治理结构,培育良好的证券市场环境,减少控股股东对中小股东的利益侵占,可在一定程度上纠正上市公司的过度股权融资偏好。这就要求我们必须继续优化上市公司的股权结构,完善独立董事制度和上市公司表决权制度,营造良好的证券市场环境,使上市公司治理结构不断得到完善。

#### 主要参考文献

- ①吴晓求.中国上市公司:资本结构与公司治理.北京:中国人民大学出版社,2003
- ②孙永祥.公司治理结构:理论与实证研究.上海:上海人民出版社,2002
- ③唐宗明,蒋位.中国上市公司大股东侵害度实证分析.经济研究,2002;4