

股权结构、控制权收益与 上市公司债务融资代理成本

顾 群 翟淑萍(博士)

(天津财经大学 天津 300222)

【摘要】 本文基于我国上市公司股权结构普遍集中且存在控制性股东的治理特点,以控制性股东收益最大化为基本决策目标,探讨了上市公司债务融资决策行为,并以上海和深圳证券交易所上市公司为样本进行了实证分析。研究结果表明,上市公司债务融资可以增加控制性股东与中小股东的代理成本,表现为上市公司过度债务融资以增加控制性股东可控资源和控制权私利。另外,与非民营企业相比,民营上市公司债务融资引起的代理问题更加严重。

【关键词】 股权结构 控制权收益 债务融资决策 代理成本

一、股权结构及公司债务融资代理成本

高度分散的股权结构下,外部股东与经理人之间的利益冲突是公司存在主要的代理问题。而企业所有权集中于少数大股东手中则导致了另一类代理问题:掌握公司控制权的控股股东对外部中小股东利益的攫取。我国证券市场 2005 年开始进行股权分置改革,其使绝大部分上市公司实现了股权性

类公司内部控制存在缺陷。我们以财务重述作为财务报告内部控制质量较弱的代理变量,建立如下模型,检验内部控制质量与盈余质量的关系。

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Restatement} + \alpha_2 \text{Lna} + \alpha_3 \text{Lev} + \alpha_4 \text{Merge} + \alpha_5 \text{Loss} + \alpha_6 \text{Growth} + \alpha_7 \text{Atype} + \alpha_8 \text{Finance} + \alpha_9 \text{ST} + \alpha_{10} \text{ROa} + \alpha_{11} \text{Control} + \alpha_{12} \text{Instish} + \alpha_{13} \text{Foreign} + \varepsilon \quad (6)$$

其中,Restatement 指财务重述,当公司发生财务重述时取值为 1,反之为 0。回归结果显示财务重述与盈余质量显著正相关($P=0.008$),说明较差的内部控制质量确实会产生较差的盈余质量。

六、结论

本文研究了内部控制与盈余质量的关系。当内部控制存在缺陷时,不论是出于无意的差错或是有意的操纵,报告的盈余质量都会受到不利影响。笔者对公司的内部控制信息披露行为进行分析,认为遵从事实的内部控制披露可以促使企业改善内部控制质量,相应披露内部控制有效的公司其盈余质量也应更高。

本文从截面和跨期两个维度进行了内部控制信息披露与盈余质量的关系检验,发现内部控制信息披露行为无论是在自愿或强制阶段,无论是否引入第三方进行审核,披露内部控制信息有效的公司都没有带来更高的盈余质量。

究其原因,可能是公司未真实披露其内部控制情况。在现有的市场法律环境下,公司有效信息披露内部控制不会引发竞争的专有成本,也不会招致违规的法律诉讼成本,反而可以

质的统一,并在一定程度上降低了公司的股权集中度,但从市场总体来看,我国上市公司普遍存在相对控股地位(持股比例在 30%以上)的控制性股东。如果按照郎咸平(2000)等人的观点,拥有 20%直接股权的股东便具有控制能力的话,我国有将近 90%的上市公司的第一大股东具有控制能力。而且从前五(十)大股东持股比例以及 Z 指数来看,其他股东对第一大股

向市场传递好消息,提升公司形象,进而提高股价、降低融资成本。成本效益权衡下,公司披露内部控制有效是最有利的决策。会计师事务所的介入也未能使披露内部控制信息的公司改善盈余质量,这可能是因为会计师事务所缺乏适当的内部控制审计标准,难以抵制管理当局的压力,会计师事务所的独立性难以得到保证。

在《企业内部控制配套指引》全面实施,内部控制自评报告和财务报告内部控制有效性的审核报告即将强制实行之时,如何提高内部控制信息披露的质量更加值得关注。笔者认为提高公司内部控制信息披露的法律责任,出台更具操作性的内部控制审计标准是至关重要的。

主要参考文献

1. Kam C. Chan, Barbara Farrell, Picheng Lee. Earnings Management of Firms Reporting Material Internal Control Weaknesses under Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act, Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2008; 27
2. Bedard, J. Reported internal control deficiencies and earnings quality. Working paper, Université Laval, 2006; 6
3. 张国清. 内部控制与盈余质量. 经济管理, 2008; 12
4. 张龙平, 王军只, 张军. 内部控制鉴证对会计盈余质量的影响研究. 审计研究, 2010; 2
5. Dye, Ronald A. An Evaluation of Essays on Disclosure and the Disclosure Literature in Accounting. Journal of Accounting and Economics, 2001; 32

东的制衡力较弱(见下表)。在这种股权结构下,上市公司董事会及其决策都会受到大股东的控制,企业的决策目标在很大程度上体现了控制性股东利益。

我国上市公司平均股权集中度与制衡度

| 年份 | 第一大股东 持股比例(%) | 前五大股东 持股比例(%) | 前十大股东 持股比例(%) | Z指数 (平均) |
|------|------------------|------------------|------------------|-------------|
| 2005 | 40 | 57 | 60 | 31.33 |
| 2006 | 36 | 52 | 56 | 18.85 |
| 2007 | 36 | 52 | 58 | 16.65 |
| 2008 | 36 | 58 | 62 | 17.57 |
| 2009 | 36 | 51 | 54 | 16.97 |

负债融资对公司价值以及股东收益的影响具有两面性。一方面,在公司股权较为分散、债权人能够有力地对公司行为加以监控的前提下,负债作为一种激励机制和监控机制能有效地减少股东和管理者之间因利益不一致而产生的代理成本,从而提高公司价值,即债务融资具有约束功能(Jensen&Meckling,1976)。另一方面,公司股权虽较为分散,但在股东与经理利益一致的前提下,负债也能导致股东和债权人之间的利益不一致,并增加公司的代理成本,从而减少公司价值。这种代理成本主要有两种形式:一种是Jensen和Meckling(1976)提出的资产替代问题,即投资于减少债权价值和债权人收益的高风险项目;另一种是Myers(1977)提出的投资不足问题,即放弃对债权人有利的低风险项目的投资。而在股权结构集中并存在控制性股东的情形下,公司委托—代理问题主要发生在控制性股东与中小股东之间,加之债权人监督约束不力,公司债务融资很可能增加控制性股东与中小股东的代理成本、降低公司价值(Filatovchev和Mickiewicz,2001),从而引致负债融资的另一种代理成本。正如Faccio(2001)等提出的,在对投资者保护较弱的情况下,负债增加了控制性股东对公司更多资源的控制和对中小股东的剥削。

本文在Filatovchev和Mickiewicz(2001)控股股东模型基础上进行一定的改进,对控制性股东在控制权收益最大化目标下的债务融资决策行为进行理论分析和实证检验。

二、控制权收益最大化下债务融资决策理论分析与研究假设

1. 控制性股东持股比例与债务融资决策。首先,假设有一家个人所有制企业,当前拥有投资机会需要资金为 I ,投资产生的收益是永续年金的形式,即企业在未来的每一期都将获得等额的收益 $I\beta$ (其中 β 为投资回报率, $0<\beta<1$)。假设企业利用永久性债务 L 进行融资,企业定期支付利息,每期利率为 i ($0<i<1$)。利息支付的时期与投资获得收益的时期相一致。在未来的每一期,企业将产生净收入 $I\beta-iL$ 。根据以上假设,由于 $I=L$,因此这个企业的投资现金流净现值最大化为:

$$\text{Max}_L V = \int_0^{\infty} (L\beta - iL)e^{-rt} dt = \frac{L\beta}{r} - \frac{iL}{r} \quad (1)$$

其中 r 是主观贴现率,且 $0<r<1$ 。则最优投资额应满足

$$I^* = L^* = \left(\frac{\beta}{i}\right)^{1/(1-\beta)} \quad (2)$$

这个最优投资额将产生正的净收入:

$$V = \frac{L^*\beta}{r} - \frac{iL^*}{r} \quad (3)$$

如果企业的组织形式是股份制企业,并拥有一个控制性股东,持股比例为 λ ($0<\lambda<1$)。在对中小股东的权益保护较弱的环境下,大股东可能侵占企业资金。我们定义 s 为大股东在投资前从全部债务资金中侵占出的为己无偿使用的部分($0 \leq s \leq L$),则控制性股东从资金侵占中每期获得收益为机会收益,即 $s \cdot i$ 。此时,用于投资的资金为: $I = L - s$ 。假设大股东的利益侵占成本函数为 $c(s)$,且满足 $c_s(s) > 0$, $c_{ss}(s) > 0$, $c(0) = 0$ 。

此时企业的投融资决策应满足控制性股东收益最大化,即:

$$\begin{aligned} \text{Max}_{L,s} \varphi = & \int_0^{\infty} s \cdot i \cdot e^{-rt} dt - c(s) + \lambda V' = \int_0^{\infty} s \cdot i \cdot e^{-rt} dt - c(s) + \lambda \int_0^{\infty} [(L-s)\beta - iL] e^{-rt} dt \\ \text{s.t. c. : } & iL - (L-s)\beta \leq 0 \end{aligned} \quad (4)$$

利用Kuhn-Tucker最大化条件,得到 s 的均衡解为:

$$c_s(s^*) = \frac{i}{r} - \frac{\lambda i}{r} \quad (5)$$

上式表明,控制性股东所持股权比例越高,达到均衡的侵占边际成本越低。由于侵占成本为增函数,因此均衡的侵占资金越小。也即:

$$\frac{\partial s^*}{\partial \lambda} = - \frac{i}{rc_{ss}(s^*)} < 0 \quad (6)$$

由该分析结果,我们可以得到:控制性股东持股比例越高,其对债务资金侵占的越少,因此过度债务融资的可能性越低。由此,我们提出如下研究假设:

假设1:在控制公司规模和成长性的前提下,控制性股东持股比例与公司债务融资比重呈负相关关系。

另外,由式(6)可以得到满足控制性股东收益最大化的最优债务融资额:

$$L^{**} = \left(\frac{\beta}{i}\right)^{1/(1-\beta)} + s^* = I^* + s^* \quad (7)$$

将式(7)与式(2)相比较,有:

$$L^{**} > L^* \quad (8)$$

式(8)清楚地表明股份制企业和个人所有制企业选择了一样的投资项目 I^* ,但控制性股东为了侵占小股东的利益而超额借入了债务资金,最终导致所有制企业融资效率低于个人所有制企业。

满足控制性股东收益最大化条件下的企业项目投资收益为:

$$V' = \frac{L^*\beta}{r} - \frac{iL^*}{r} - \frac{is^*}{r} \quad (9)$$

该式与式(3)相比,有:

$$V' < V \quad (10)$$

这说明由于控制性股东的侵占,投资给企业带来的收益减少。减少的部分即为债务融资带来的控制性股东与中小股东代理成本的增加。

2. 控制性股东性质对债务融资的影响。随着我国民营经济的长足发展, 民营上市公司在我国证券市场中占据了举足轻重的地位, 从 2004 年的 353 家(26.03%), 增加至 2009 年的 704 家(40.91%)。

我国民营上市公司多为家族控股, 与国有控股公司相比, 家族控股股东更加重视控制权的掌控和巩固, 而采用更多的负债融资可以避免股权融资的稀释效应、保持其控制权, 同时也可以扩大其可控资源规模和增加控制权私利, 加之民营公司经营的自主性较强, 因此家族控股股东出于自身利益的考虑更有动力和能力迫使公司采用更多的负债融资。由此我们提出如下假设:

假设 2: 与非民营上市公司相比, 我国民营上市公司控制性股东持股比例与债务融资的负相关关系较弱, 甚至不存在负相关关系。

三、研究设计

1. 研究样本。本部分的研究样本包括 2005~2009 年上海和深圳证券交易所已实施股改的 A 股中主动债务融资的非金融类上市公司数据。实施主动债务融资的判断依据为: 债务融资额大于零($\Delta \text{DEBT} > 0$), 即: (年底短期借款、长期借款、应付债券之和 - 年初短期借款、长期借款、应付债券之和) > 0 。

同时做如下剔除: ①数据缺失的公司; ②被 ST、PT 的公司; ③IPO 不足三年的公司; ④2005~2009 年当年实施股权融资及可转债融资的公司; ⑤第一大股东持股比例低于 20% 的公司。所有数据均来自色诺芬 CCER 数据库。经筛选, 满足以上条件的民营上市公司为 521 家, 非民营上市公司为 1 224 家。

2. 研究方法。

(1) 控制性股东持股比例对债务融资的影响。根据假设 1, 建立以债务融资率(DFA)为因变量、第一大股东持股比例(TOPSH)为自变量的回归模型:

$$\text{DFA} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{TOPSH} + \sum_i \alpha_i \cdot \text{CON}_i + \varepsilon \quad (11)$$

检验主动债务融资比重与第一大股东持股比例是否显著负相关。其中: 债务融资率(DFA) = (总负债 - 经营性负债) / 总资产 = (短期借款 + 长期借款 + 应付债券) / A。CON_i 为控制变量, 包括: 公司规模(LNSIZE) = 对公司总资产取自然对数, 净资产收益率(ROE) = 净利润 / 净资产, 成长性(GROW) = 主营业务收入增长率。

(2) 控制性股东性质对债务融资的影响。将全体样本按照第一大股东性质分为民营公司组和非民营公司组。建立回归模型(11)比较两组样本第一大股东持股比例与债务融资率的关系。

四、实证结果分析

1. 控制性股东持股比例对债务融资的影响。建立线性回归模型, 利用加权最小二乘法(残差的绝对值的倒数做权重)消除异方差, 结果为:

$$\text{DFA} = 0.292 \ 581 - 0.028 \ 282 \text{TOPSH} - 0.002 \ 641 \text{GROW} \quad (12)$$

$$R^2 = 0.999 \ 831 \quad \bar{R}^2 = 0.999 \ 831 \quad \text{D.W.} = 1.962 \ 692$$

模型拟合效果很好, 且不存在异方差和序列相关性。回归结果显示债务融资率与第一大股东持股比例显著负相关, 检验结果支持假设 1。

2. 控制性股东性质对债务融资的影响。分别按民营公司和非民营公司建立线性回归模型, 利用加权最小二乘法(残差的绝对值的倒数做权重)消除异方差。

民营公司组:

$$\text{DFA} = 0.233 \ 944 + 0.126 \ 401 \text{TOPSH} - 0.002 \ 641 \text{GROW} - 0.066 \ 639 \cdot \text{ROE} \quad (13)$$

$$R^2 = 0.999 \ 765 \quad \bar{R}^2 = 0.999 \ 762 \quad \text{D.W.} = 1.924 \ 897$$

非民营公司组:

$$\text{DFA} = 0.312 \ 863 - 0.069 \ 518 \text{TOPSH} - 0.003 \ 916 \text{GROW} \quad (14)$$

$$R^2 = 0.999 \ 383 \quad \bar{R}^2 = 0.999 \ 381 \quad \text{D.W.} = 1.959 \ 761$$

模型拟合效果很好, 且不存在异方差和序列相关性。回归结果显示, 与非民营公司的主动债务融资比重与第一大股东持股比例显著负相关形成鲜明的对比, 民营公司的主动债务融资比重与第一大股东持股比例显著正相关, 检验结果支持假设 2。

五、结论与建议

本文以控制性股东收益最大化为基本决策目标, 对上市公司债务融资行为进行了理论和实证分析。研究结果显示, 由于控制性股东的存在, 债务融资有可能会加剧大股东与小股东之间的代理冲突, 具体表现为控制性股东通过债务融资对上市公司控制权私利进行攫取。这一方面由于我国中小股东利益保护的体系并不健全, 执法效率也显著低于证券市场发达国家, 致使上市公司控制性股东对中小股东利益侵占的惩罚成本较低; 另一方面, 目前我国上市公司的最大债权人是有国有商业银行, 其自身风险控制能力及对上市公司约束的动力和能力均不足。加之我国证券市场上公司“壳资源”非常宝贵, 公司无法偿还到期债务时往往采取各种重组措施脱困, 而不是由债权人接管, 从而造成债务的治理机制难以形成。而我国民营上市公司大多为家族控股股东, 与国有公司相比经营的独立自主性较强, 对上市公司及其资源的控制能力和愿望更加强烈, 更有能力和动力迫使公司采用更多的负债融资。

虽然经历了股权分置改革, 我国上市公司股权结构集中度在一定程度上得到了改善, 但控制性股东对上市公司控制的普遍存在依然是我国目前及未来一段时期内上市公司治理的股权结构特征。在这种股权治理结构下, 除了改善中小股东利益保护的制度和法律环境, 深化我国国有商业银行运营的市场化程度, 并加强商业银行在上市公司中的治理作用就显得尤为必要和迫切。

主要参考文献

1. 夏新平, 邹振松, 余明桂. 控制权、破产风险与我国民营企业负债行为. 管理学报, 2006; 11
2. 孙健. 终极控制权与资本结构的选择——来自沪市的经验证据. 管理科学, 2008; 2