

中国财务与投资前沿研究丛书

所有权、 控制权与公司绩效

Ownership, Control and the Performance of
Chinese Listed Companies

赖建清 ©著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

中国财务与投资前沿研究丛书

所有权、 控制权与公司绩效

Ownership, Control and the Performance of
Chinese Listed Companies

赖建清 ©著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

所有权、控制权与公司绩效/赖建清著. —北京:北京大学出版社, 2007. 5
(中国财务与投资前沿研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 301 - 12045 - 3

I. 所… II. 赖… III. 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 053585 号

书 名: 所有权、控制权与公司绩效

著作责任者: 赖建清 著

策 划 编 辑: 朱启兵

责 任 编 辑: 王花蕾

标 准 书 号: ISBN 978 - 7 - 301 - 12045 - 3/F · 1589

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米 × 980 毫米 16 开本 13 印张 187 千字

2007 年 5 月第 1 版 2007 年 5 月第 1 次印刷

印 数: 0001—4000 册

定 价: 24.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010 - 62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

编委会名单

主 编

吴世农/厦门大学

编委(按拼音排序)

曹 勇/南洋理工大学	陆正飞/北京大学
陈小悦/北京国家会计学院	曲晓辉/厦门大学
陈 晓/清华大学	沈艺峰/厦门大学
陈信元/上海财经大学	孙 谦/厦门大学
陈志武/耶鲁大学	孙 铮/上海财经大学
洪永森/康奈尔大学	全允桓/清华大学
李若山/复旦大学	张 华/香港中文大学
李善民/中山大学	张 维/天津财经大学
刘 锋/麦吉尔大学	赵德武/西南财经大学
刘 力/北京大学	周春生/长江商学院
刘志远/南开大学	

总 序

综观过去 30 年公司财务 (Corporate Finance) 与资本市场 (Capital Market) 的研究动态,这一领域的研究发生了一些革命性的变化,通过与不同学科(例如,经济学、心理学、法学、非线性动力学、金融学、投资学、会计学和审计学等)的相互碰撞和融合,产生了一系列具有挑战性的新课题。我认为,以下四方面新的研究课题反映了当代公司财务和资本市场研究发展的新趋势。

第一,公司财务和资本市场的研究与公司治理的研究相互融合,探讨公司治理是否对公司财务产生影响、为什么影响和如何影响。传统的公司财务都是在一般均衡条件下讨论成本最小化或收益最大化,而忽略了公司的股权结构、董事会构成、总经理与董事会关系、经理持股、经理薪酬制度等对公司财务政策的影响。事实上,近年来的许多案例和研究成果都表明,无论是国内还是国外,公司治理因素对公司财务政策选择和业绩具有显著影响。但迄今为止,公司治理如何影响公司的资本结构、融资方式、股利分配政策、投资决策和业绩等方面,并没有明确的结论;公司治理是否影响公司资产定价,即“公司治理溢价”(Corporate Governance Premium)是否存在?等等。由此可见,公司财务与公司治理之间的关系仍是一个值得深究的“谜”!

第二,公司财务和资本市场的研究与心理学及行为科学的研究相互融合,探讨管理者和投资者的非完全理性行为是否以及如何影响公司财务政策、投资决策和资产定价等。传统的公司财务和投资理论都是在理性投资者或管理者的前提下讨论财务理论和投资理论,但研究发现,不仅投资者存在非理性行为,而且管理者也存在非理性行为。这些发现对传

统的财务理论和投资理论无疑是个巨大的挑战。也正是由于这些发现,使得研究者开始从心理学的视角来解释公司财务和资本市场存在的某些反复出现的、却难以用传统的财务理论和投资理论来解释的“异象”(Anomalies),例如,为什么股票价格涨(跌)得越快,投资者买(卖)得越多,即使股价已经超过(低于)其价值?从心理学角度研究投资行为和理财行为,推动了行为金融(Behavior Finance)和行为公司财务(Behavior Corporate Finance)这些新思想和新理论的产生与发展。

第三,公司财务和资本市场的研究与法律的研究相互融合,探讨法律是否以及如何影响公司财务政策和投资行为等。法律作为公司外部治理变量,早年属于公司治理研究的范畴,但近年来,法律与公司财务及投资的关系研究纷纷兴起,特别是投资者法律保护是否影响公司的股权结构、财务政策选择和投资决策?投资者法律保护是否能够提高公司的价值?等等。当前,“法律与金融”(Law and Finance)以及“法律与公司财务”(Law and Corporate Finance)已经成为财务和资本市场研究的新领域。

第四,公司财务和资本市场的研究与微观结构(Microstructure)的研究相互融合,探讨从微观的视角,采用高频数据(High Frequency Data),研究投资者潜在需求如何最终转化为公司资产价格和交易量的过程。更具体地说,微观结构思想和方法的导入,使得我们能够更加细致地观测各种信息与资产价格及交易量之间的变动过程和关系、价格形成与交易规则之间的关系、信息透明度与交易行为及交易策略的关系、流动性程度与资产收益的关系,也有助于我们从市场微观结构解释股票首次公开发行(IPO)、股票拆细、小公司股票筹资、境内资本市场分割、外汇交易市场等“谜题”。

本系列丛书的作者正是立足财务与投资研究的前沿,结合国情,以中国上市公司和资本市场为研究对象,针对中国上市公司面临的财务政策、融资与投资决策、公司治理与财务管理、投资者行为等相关问题展开专题研究,发现并提出许多具有科学意义和应用价值的结论和建议。我相信,本系列丛书所介绍的研究成果,不但有助于我国高校理财、会计、金融、投资专业的教师和研究生,也有助于证券业研究机构的研究人员拓展研究

思路,拓宽研究视野,掌握研究动态和深化我国财务和投资的研究;不但有助于我国上市公司、投资基金和证券业的财务和投资管理专业的工作者深入了解我国上市公司财务管理和资本市场面临的问题以及公司的财务行为、投资者行为和资本市场的变化趋势,掌握基于价值创造理念以科学地制定上市公司的财务政策和投资决策的原理,进一步完善上市公司的财务制度和治理结构,做好财务管理工作,也有助于证券监管机构的管理者了解上市公司的财务行为及其成因,以及资本市场投资者行为及其成因,为制定和完善我国证券市场监管政策提供科学依据。

本系列丛书的撰写和出版得到福耀玻璃工业集团总裁曹德旺先生的关心和支持。福耀玻璃工业集团本着办好民族企业和为股东创造价值的理念,艰苦创业,注重技术创新和管理创新,强调品质第一,以质量强化品牌,不断开拓市场,研究国内外市场需求变化,加强财务管理,追求投资效益。福耀玻璃工业集团所生产的汽车玻璃先后赢得了国内外诸多荣誉,成为优秀的民族品牌,企业的经济效益也日益上升,成长为一个“价值创造型企业”,不断为股东创造价值,并为投资者带来丰厚的回报。曹先生办企业兴民族产业的卓越领导才能,举善事以回报社会的爱国爱乡之心,有口皆碑。我谨代表本系列丛书的全体作者,真诚地感谢曹先生和福耀玻璃工业集团对学术研究的支持!

本系列丛书的出版,得到北京大学出版社梁鸿飞博士及其同事的理解和支持。梁博士以敏锐的学术眼光和高超的专业精神,对本系列丛书的定位、选题、学术价值、编委会组成等,提出了诸多宝贵的意见和建议,特此致谢!此外,本系列丛书的编选和出版,还得到国内外同行专家的帮助和支持,他们都是财务与投资研究领域的杰出学者。因此,我还要代表全体作者深深感谢全体编委会成员,他们为提高这套丛书的学术价值和质量作出了重要的贡献!

吴世农

2006年2月于厦门大学芙蓉湖畔嘉庚楼

前 言

1933 年 Berle 和 Means 提出,美国大型公司的所有权和控制权是分离的,大型公司的控制权掌握在管理层手中。至此之后,以公司所有权和控制权为核心的公司治理研究一直都是金融学术界的研究焦点。但自上世纪 90 年代末以来,以 LLSV 为代表的一些学者发现所有权和控制权集中才是全球企业的主导形态,现今的公司治理研究主要基于这种 LLSV 范式,深入探讨在各国不同的所有权和控制权形态下如何提高公司治理水平、促进资本市场的健康发展。

自从许小年和王燕(Xu and Wang, 1999)对沪、深两市上市公司的所有权结构与绩效之间的关系进行实证研究之后,这一研究领域一直就是国内理论和实务界关注的焦点。一方面这一领域的研究有助于回答“我国上市公司是否存在最佳的所有权结构”这一问题,另一方面可以从侧面检验我国企业股份制改革的成果。因此,有关这方面的研究具有相当的理论和现实意义。但是,迄今国内多数的研究是借鉴美国的 Berle 和 Means 研究范式,即直接分析大股东的持股比例、国有股比例或法人股比例与公司绩效之间的关系。事实上,我国上市公司的所有权和控制权形态较为特殊,存在所有权高度集中、股权分置等特点,采用 LLSV 研究范式似乎更具有合理性。为此,本书采用 LLSV 研究范式,追溯上市公司的最终控制人,以现金流量权度量所有权,以表决权度量控制权,从以下两个维度系统地考察上市公司的所有权和控制权对公司绩效的影响:最终控制人的所有制性质和最终控制人采用的控股结构,前者是指最终控制人是国有性质还是非国有性质,后者是指最终控制人拥有的现金流量权、表决权以及二者的分离程度。

本书在借鉴国外相关的理论和实证成果的基础上,结合中国上市公司的制度背景,运用理论分析和实证研究相结合的研究方法,对我国上市公司的所有权和控制权及其对绩效的影响进行了较全面、系统的研究。本书的研究结论主要包括理论分析、实证检验和国际间比较三部分。

在理论分析方面,笔者结合中国证券市场的现实国情,采用 LLSV (2002)的分析框架,构建了以转移利润的成本函数为立足点的理论模型,分别探讨了在全流通和股权分置条件下国有和非国有最终控制人拥有的所有权、内部监督水平对公司价值的影响。

在实证研究方面,通过收集我国沪、深两市上市公司的相关数据,笔者从实证的角度检验了我国国有上市公司和非国有上市公司的所有权、控制权及其对绩效的影响。另外,笔者分析了国有最终控制人将上市公司的控制权转让给非国有法人对二级市场的公司股价产生的影响,以及转让前后公司绩效的变化情况。

在国际间比较方面,笔者把本书获得的实证结果与东亚九个国家(地区)进行比较,并且认为中国内地上市公司的两权分离所带来的“隧道效应”似乎并不比东亚九个国家(地区)严重。

总而言之,在回顾国内外研究成果的基础上,本书结合中国的制度背景,构建理论模型并进行实证分析,探讨了国有上市公司、非国有上市公司的所有权和控制权及其对绩效的影响。研究结论表明,政府直接控制上市公司将降低公司绩效,国有上市公司的所有权不能产生“利益汇聚效应”,反而降低公司绩效,并且两权分离不影响公司绩效;非国有上市公司的所有权能够产生“利益汇聚效应”,并且两权分离产生“隧道效应”,但都不显著。另外,上市公司所有制性质的变更将对公司股价产生积极作用,但不影响公司长期绩效。

本书是在本人的博士学位论文的基础上修改而成的。在厦门大学管理学院攻读博士学位的三年期间,我深切体会到这是一个温暖的大家庭。若没有各位老师和同学的支持,本书是不可能完成的。

首先感谢我的导师吴世农教授,吴老师以渊博的学识、严谨的治学态度给予我极大的启迪和熏陶,引领着我在财务学领域孜孜前行,在论文研

究思路形成、文献收集、提纲拟定、论文写作等方面我都得到了吴老师的悉心指导。师恩长存,永驻我心!感谢论文答辩委员会的沈艺峰教授、刘星教授、王美今教授、沈维涛教授和傅元略教授,他们严谨认真的审阅和富有挑战性的问题为我修改论文提供了有益的帮助;感谢厦门大学管理学院的李常青老师、翁君奕老师、刘震宇老师、程文文老师,他们给予我知识,鞭策我前进,使我终生受益匪浅;感谢厦门大学管理学院已毕业或即将毕业的博士们:潘越、许年行、李文强、陈炜、吴超鹏、蔡志岳等,他们时时给我鼓励和关怀;感谢朋友:甘少浩、吴江鸣、许文彬、蔡宁、杨熠、郑泽星、黄学敏……最后,我要特别感谢厦门大学福耀教育发展基金对本书的出版给予资金支持。

健全公司治理结构、保护投资者利益不但关系到上市公司绩效的提高,更重要的是关系到我国证券市场的生存和发展。笔者希望本书的出版将有助于健全我国上市公司的公司治理结构,同时对未来公司治理的理论和实证研究起到一个“抛砖引玉”的作用。由于笔者水平有限,书中难免存在疏漏或不妥之处,敬请读者批评指正。

赖建清

2006年8月修订于深圳证券交易所博士后工作站

Abstract

In 1990s corporate ownership and control rights has always been one of hot issues in finance. Some researchers, such as LLSV, showed evidence that to some extent corporate ownership around the world is concentrated. Therefore, recent researches on corporate governance are almost based on this LLSV hypothesis, and the focus of study turns to protecting minority shareholders' interest, preventing controlling shareholders from extracting private benefit, and accordingly fostering the development of capital market.

Ownership structure of China's listed corporate has some unique characteristics, for instance highly concentrated ownership and a lot of non-tradable shares, so it seems that researches on this field should lies on LLSV hypothesis. Thus, with LLSV hypothesis adopted in this book, I manage to find out ultimate owners of China's listed companies and their ownership (cashflow rights) and control rights (voting rights). Moreover, the relationship between ultimate owners, including their ownership, control rights, and corporate performance has been studied. This book consists of seven chapters.

Chapter 1: An introduction that covers areas: research objectives, theoretical and practical value, contents and framework, improvement and innovation.

Chapter 2: Theoretical literature review. This chapter briefly introduces theory on the efficiency of state-owned companies, theory based on Berle and Means hypothesis, theory based on LLSV hypothesis and theory on pyramidal structure, with the aim of providing theoretical background for study on

China's listed companies.

Chapter 3: Empirical literature review. This chapter briefly introduces empirical papers home and abroad on concerning field, and provides foundation for empirical study in this book.

Chapter 4: Analysis of the institutional background of the ultimate owners and the ownership and control rights of China's listed companies. Simultaneously some typical cases on entrenchment of ultimate owners have been analyzed in brief.

Chapter 5: Theoretical model. On the ground of the model suggested by LLSV (2002) and institutional background in China, a theoretical model has been built to describe the relationship between cashflow rights of ultimate owners and corporate values. Accordingly several interesting conclusions have been deduced from this model.

Chapter 6: Procedure and results of empirical study on the relationship between ownership and control rights of the ultimate owners and the performance of listed companies in China. Two samples analyzed state and non-state owned listed companies, by means of statistical tools such as one-way ANOVA and multiple linear regressions. Moreover, I compare the empirical results with those of Eastern Asia countries or regions. Finally, through analyzing a peculiar sample of listed companies whose ultimate owners change from state owned to non-state owned listed companies, not only do I calculate CARs (cumulative abnormal return) during these events but test whether corporate performance changes around these events. Thus, I can show evidence if state and non-state ultimate owners will make different impact on corporate performance.

Chapter 7: Conclusion and suggestion. In this chapter, I sum up conclusions in this book and put forward some suggestions.

After reviewing the theoretical and empirical research in the developed countries, and considering the institutional background in China's stock mar-

ket, I study on the relationship between the ownership and control of ultimate owners and the corporate performance of the listed companies in China thoroughly. Conclusions in three aspects have been made in this book:

Theoretically, a model which describes the relationship between cashflow right of ultimate owners and corporate values has been built on the basis of cost-of-theft function. Above all, I attain ten interesting inferences from two theoretical models, which could be summed up as follows: Firstly, if all shares, including shares owned by controlling shareholders, can be traded publicly, then corporate Tobin Q will increase with the ownership of non-state ultimate owners. However, other conditions being equal, corporate Tobin Q will decrease with the ownership of state ultimate owners. Secondly, if a large number of shares owned by ultimate owners are non-tradable, the relationship between the ownership of non-state or state ultimate owners and corporate values still holds just as when shares segmentation doesn't exist. Thus, corporate values in two conditions are quite different, which is due to a large number of non-tradable shares. Thirdly, no matter ultimate owners are non-state or state owned listed companies, and whether shares held by ultimate owners are tradable or non-tradable, increasing internal monitoring level can lead to a higher corporate values.

Empirically, through making an empirical study on the relationship between ownership and control of ultimate owners and performance of listed companies in China, I find the following results: Firstly, direct control by government seems to decrease corporate performance. Actually, cashflow rights owned by state will not produce "convergence-of-interests effect" but "tunneling effect", so it seems that state shares have been made use of by managers or politician to pursue private benefit. Simultaneously, the separation of state cashflow rights and voting rights will not have significant impact on performance of state-owned listed companies. Secondly, with the increase of cashflow rights of non-state ultimate owners, corporate performance will improve.

Therefore, cashflow rights of non-state shareholders can produce “convergence-of-interests effect”. Most of non-state owners adopt pyramidal structure to separate cashflow rights and voting rights, which decreases corporate performance. However, all results of non-state companies do not have enough statistic significance. Thirdly, the stock price reaction to the announcement of event that state controlling shareholders transfer corporate control to non-state owners is significantly positive, and CARs from day -4 to +4 average 3.5% using standard event study. However, through non-parameter test no significant change has been found on corporate performance from years -2 to +1.

In international comparison, after comparing the empirical data in this book with that in Eastern Asia, I discover on one hand that the ownership and control of China's state ultimate owners is much higher than that of partners in Eastern Asia, but the separation of cashflow rights and voting rights of China's state ultimate owners is the lowest. On the other hand, ownership and control rights of China's non-state ultimate owners is higher than those of some partners in Eastern Asia, and the separation of cashflow rights and voting rights of China's non-state ultimate owners is more serious than that of any other Eastern Asian countries or regions. Moreover, I don't think that “tunneling effect” brought about by the separation of cashflow rights and voting rights in China is significantly more serious than that of Eastern Asia.

This book makes innovation and improvement in some aspects as follows:

1. After researching ultimate owners of listed companies in China's stock market, I classify them into two types: state owners and non-state owners. Most importantly, this book studies this issue on the ground of LLSV hypothesis instead of Berle and Means hypothesis.

2. A theoretical model, which describes the relationship between cashflow rights of ultimate owners and corporate value, has been built on the basis of cost-of-theft function. Above all, ten interesting deductions have been in-

ferred.

3. Based on theories abroad and deductions from theoretical models, I study empirically the relationship between corporate performance and the ownership and control rights of ultimate owners with two different samples: state and non-state owned listed companies. Some important results have been arrived at.

4. Through comparing empirical data in this book with that of Eastern Asia, this book reached some meaningful conclusions.

In conclusion, this book reviews theoretical and empirical research in the developed countries, surveys institutional background in China's stock market, and then studies thoroughly the relationship between the ownership and control rights of ultimate owners and corporate performance of listed companies in China. Results achieved are as follows: Firstly, Direct control by government will decrease corporate performance. Cashflow rights owned by state will not produce "convergence-of-interests effect" but "tunneling effect", and the separation of state cashflow rights and voting rights will not have significant impact on performance of state-owned listed companies. Secondly, with the increase of cashflow rights of non-state ultimate owners, corporate performance will improve. Therefore, cashflow rights of non-state shareholders can produce "convergence-of-interests effect". The separation of cashflow rights and ownership will decrease non-state corporate performance. However, all results of non-state companies do not have enough statistic significance.

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 研究对象的界定	(1)
第二节 研究背景、研究问题和研究意义	(5)
第三节 研究的主要内容和研究框架	(7)
第四节 研究的主要改进和创新	(10)
第二章 企业的所有权和控制权对绩效影响的理论研究回顾	(11)
第一节 国有企业效率的理论研究回顾	(12)
第二节 Berle 和 Means 范式的理论研究回顾	(18)
第三节 LLSV 范式的理论研究回顾	(25)
第四节 金字塔控股结构的理论研究回顾	(31)
第五节 本章小结	(39)
第三章 企业所有权和控制权对绩效影响的实证研究回顾	(41)
第一节 国有企业效率的实证研究回顾	(42)
第二节 Berle 和 Means 范式的实证研究回顾	(45)
第三节 LLSV 范式的实证研究回顾	(50)
第四节 本章小结	(60)
第四章 我国上市公司的所有权和控制权的制度背景分析	(61)
第一节 我国上市公司的所有权和控制权的历史背景 及其特征	(62)
第二节 我国上市公司的所有权和控制权对股东 行为的影响	(66)
第三节 我国上市公司的所有权和控制权对财务	

政策的影响	(68)
第四节 我国上市公司的最终控制人进行利益输送的 案例分析	(69)
第五节 本章小结	(75)
第五章 上市公司所有权、内部监督水平对公司价值影响的	
理论模型分析	(77)
第一节 全流通条件下非国有上市公司的理论模型	(78)
第二节 股权分置条件下非国有上市公司的理论模型	(82)
第三节 关于非国有上市公司的一些深入讨论	(83)
第四节 国有上市公司的理论模型	(86)
第五节 本章小结	(89)
第六章 上市公司的所有权和控制权对绩效影响的实证研究	(91)
第一节 公司绩效指标的选取	(92)
第二节 我国上市公司的所有权和控制权的描述性统计	(95)
第三节 国有上市公司的所有权和控制权对绩效影响的 实证研究	(103)
第四节 非国有上市公司的所有权和控制权对绩效影响的 实证研究	(115)
第五节 上市公司的所有权和控制权对绩效影响的 国际间比较	(123)
第六节 上市公司所有制性质变更对绩效的影响研究	(125)
第七节 本章小结	(133)
第七章 结论和启示	(135)
第一节 结论	(135)
第二节 启示	(137)
第三节 研究的局限性和未来的研究方向	(139)
附表 2002 年沪、深股市上市公司的基本情况表	(141)
参考文献	(177)