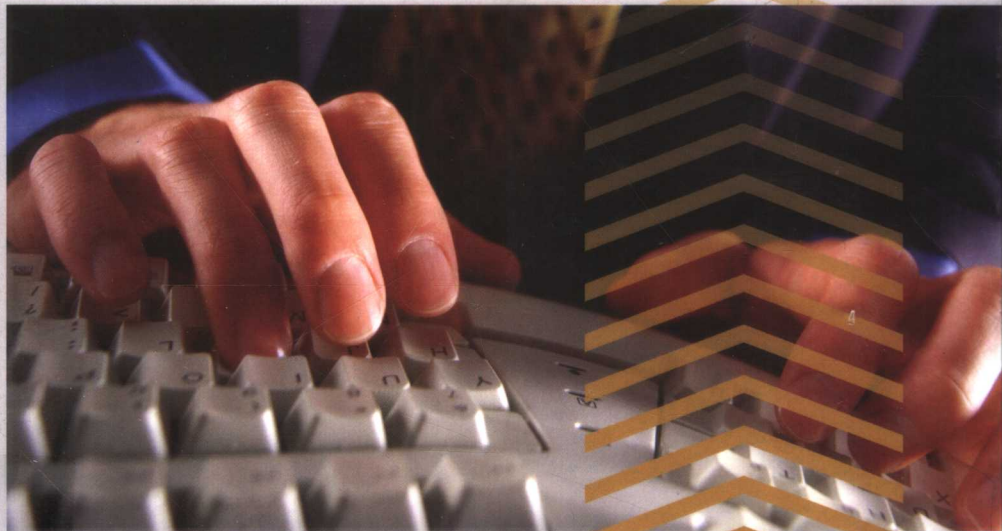


国家控股、超额 雇员与公司价值

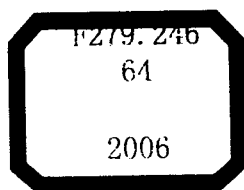
—— 一项基于中国证券市场的实证检验

曾庆生 著



上海财经大学出版社

本著作由上海汽车工业教育基金会资助



国家控股、超额雇员与公司价值

——一项基于中国证券市场的实证检验

曾庆生 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国家控股、超额雇员与公司价值——一项基于中国证券市场的实证
检验/曾庆生著. —上海:上海财经大学出版社,2006.11
ISBN 7-81098-773-9/F·719

I. 国… II. 曾… III. 股份有限公司-企业管理-研究-中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 125575 号

GUOJIA KONGGU CHAOE GUYUAN YU GONGSI JIAZHI

国家控股、超额雇员与公司价值

——一项基于中国证券市场的实证检验

曾庆生 著

责任编辑 梁 源 封面设计 优典工作室

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海竟成印务有限公司印刷装订

2006 年 11 月第 1 版 2006 年 11 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 7 印张 201 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 22.00 元

序

公司治理已成为最近 10 年来一个全球性的热门话题。根据 Shleifer 等人的观点,公司治理是确保公司资金提供者获得投资回报的一系列制度安排。对于公众公司而言,公司治理的根本目的在于保护外部投资者的利益。然而,在外部环境迥异、发展阶段不同的证券市场,公司面临的治理问题会有所不同,甚至可能完全不同,因而公司治理的要义绝非千篇一律。经过十多年的发展,中国证券市场突飞猛进,取得了十分骄人的业绩。据统计,截至 2005 年末,我国沪深两市股票数量达 1 466 只,股票总市值达 34 792 亿元,占 GDP 的 19%。但是,与成熟市场不同,我国证券市场仍是一个转型经济中的新兴市场。在中国证券市场上,绝大多数上市公司从国有企业改制而来,国有股东“一股独大”成为普遍现象(80%以上公司的终极控股者是政府),政府行为对资源配置具有重要影响。因而,股权结构(包括股权性质)问题被认为是中国上市公司最核心的治理问题,并成为学术界的研究焦点。

国内外有关公司治理研究文献可谓浩如烟海,其中国内不少学者采用国外研究方法检验了股权结构与公司绩效的关系,以此评价不同股权性质或股权结构的经济后果。毫无疑问,这些研究对于我们了解中国上市公司的股权结构或性质的意义,具有不可或缺的价值。但是,与发达市场特别是英美市场的公司不同,我国上市公司面临更为复杂的代理问题:首先,与所有公众公司一样,面临着所有权与经营权分离所带来的内部人代理问题;其次,“一股独大”的股权特征导致了大股东

侵占中小股权的代理问题；第三，可能面临政府干预引起的代理问题，尤其在政府成为上市公司最终控股股东时。这种从“股权安排”直接到“经济后果”的关联研究似乎过于简单，无法告诉人们股权安排是如何作用于公司行为，进而产生经济后果的。例如，当观察到国有控股公司的绩效显著差于其他公司时，我们无法得知这种低效率究竟是源自于政府控股引起的更严重的内部人代理问题，还是更严重的大股东代理问题，抑或是更严重的行政干预问题，从而不能为国有控股公司治理的改善提供直接、具体的帮助。

首先，本书采用“股权安排—公司行为—经济后果”的研究范式，研究了作为上市公司最终控股股东的政府，是否以及如何影响国家控股公司的行为，从而影响其公司价值。具体而言，本书以代理理论为基础，从政府作为社会管理者和公司控股股东的双重身份出发，按“行政干预”和“内部人控制”两条线索，分别检验了国家控股公司是否比非国家控股公司承担了更多的社会性负担和更高的内部人代理成本（即权益代理成本），以及国家控股方式的不同是否导致了公司社会性负担和权益代理成本差异；最后，用市场指标验证了国家控股和社会性负担对公司价值即总代理成本的影响。尽管出于行文紧凑的考虑，作者没有检验终极控股权不同是否引起直接大股东代理问题的差异，但这并不影响本书结构的完整性和逻辑的严密性。与“股权安排—经济后果”式研究相比，本书在研究方法上的改进使得研究结论更具说服力，而且有助于我们更加深入理解和积极改善国家控股公司的代理问题。这是本书的学术贡献之一。

第二，本书从上市公司雇佣行为视角，以公司雇员规模作为社会性负担的代理变量，检验了作为终极控股者的政府（特别是地方政府）是否对其控股公司进行了行政干预。以公司雇员规模作为代理变量研究终极控股者——政府的代理问题，这在国内资本市场实证研究中尚不多见，是本书的创新。与国内诸多聚焦于公司直接控股股东或董事会代理问题的研究相比，本书将公司治理研究的视野拓展到作为终极控股股东的政府。而对于处于转型经济中的、以国家控股为普通现象的

新兴资本市场,政府治理可能是公司治理的基本前提,政府的影响不容忽视。因此,本书的研究问题和视角值得关注,相信它将引起更多的进一步研究。

第三,本书的研究结论具有较强的政策意义。作者发现,即使经过改制上市,并受到更强的外部监督,但国家控股公司承担的社会性负担仍显著重于非国家控股公司;而且国家控股方式越直接,公司承担的社会性负担越重。这表明国有产权(含控股权)与政府干预或社会性负担可能是一种内生关系,政府对企业控制越直接,这种内生关系就越强,因而不能指望在不改变产权关系的前提下,国有公司的社会性负担问题可以自行解决。本书为中国资本市场上国有产权的多元化、政府持股的间接化改革提供了直接的经验证据。

本书是曾庆生的博士论文,除少量文字删减外,保持了博士论文稿的原汁原味。博士论文的核心部分经修改后,已陆续发表于《财经研究》和《经济研究》(见本书附录)。更值得一提的是,曾庆生的博士论文经海外大学五位知名专家匿名评审,荣获第二届中国会计、财务与工商管理国际研讨会(由北京大学与英国 Cardiff 大学共同主办,2006 年 6 月 29~30 日于英国 Cardiff 大学召开)“最佳博士论文奖”(the competitive Ph. D dissertation prize)。同时,本博士论文也被评为上海市优秀博士论文和上海财经大学优秀博士论文。作为导师,看到曾庆生取得的成绩,我备感欣慰。适逢博士论文出版之际,欣然提笔为序以贺。

陈信元

2006 年 9 月 25 日

前 言

中国证券市场是一个处于经济转型过程中的新兴市场,上市公司大多由国有企业改制而来,政府对上市公司具有直接或间接的控制权。这种特殊的制度背景可能是中国上市公司治理问题区别于市场发达国家公司治理问题的关键所在。然而,国内的研究文献要么热衷于直接采用国外方法直接检验股权结构或股权性质对公司经营业绩或价值的影响,要么聚焦于董事会、监事会等内部治理机制的影响分析,而中国特殊的制度背景特别是转型经济中的政府对公司治理的影响分析则被忽视。少量文献检验了政府对上市公司的影响,但它们局限于作为社会管理者身份的政府对全部上市公司的影响(如通过财政补贴参与公司盈余管理),而没有区分作为社会管理者身份的政府与兼具社会管理者和终极控股股东双重身份的政府对公司的影响,特别是出于政府自身目标对上市公司的影响,是否存在差异。经济学家指出“放权让利”改革后的国有企业呈现出“行政干预与内部人控制”的双重代理问题,那么,由国有企业改制而来的国家控股公司是否仍然面临着相同的代理问题呢?若能找到恰当的代理变量对两类代理问题分别进行检验,则较之股权结构或性质与公司绩效的关联研究,更加有助于我们认清上市公司控股股东所有权性质为什么重要或不重要,从而为进一步改善上市公司的内部或外部治理提供直接的经验证据。同时,对这一问题的回答,在某种程度上可以检验改制上市对改善国有企业治理效率

的作用。这是本书最初选题的起点。

政府对企业的行政干预是多方面的,行政干预的度量是极其复杂而困难的一件事情,也是选题后遇到的第一个难题。鉴于中国特殊的制度背景和国外研究的惯例,本书选择上市公司雇佣行为作为政府干预的代理变量,以上市公司雇员规模衡量政府干预的程度。由于非国家控股公司实行的是市场化雇佣政策,即可以在法律许可范围内根据利润最大化或公司价值最大化原则调整雇员规模和工资率,本书选择非国家控股公司为参照,即假定其雇员规模达到相对合理水平,若国家控股公司较之雇用了更多的职工,我们有理由相信这是国家控股公司受行政干预而承担社会性负担的结果,即政府出于缓解就业压力需要,让国家控股公司雇用了更多的职工,或者限制其释放原国有企业遗留下来的冗员。如果国家控股公司雇用了更多的职工即存在超额雇员,那么它会导致直接的经济负担吗?为此,笔者进一步检验了超额雇员对公司劳动力成本的影响。这便构成本书的研究线索之一,也是本书的核心内容和亮点。

如何度量内部人代理成本是第二个要解决的问题,构成本书的第二条研究线索。通常,会计利润和公司价值可以用来度量公司内部人代理成本。但是,这两个指标均受诸多内部人不可控因素的影响。为此,本书借鉴国外文献的做法,选择管理费用作为上市公司内部人代理成本的代理变量,检验公司内部人代理问题是否受终极控股股东所有权性质影响,以及行政干预(以超额雇员为代理变量)是否加剧了内部人代理问题,即是否导致所谓的预算软约束问题。

最后,为了弥补会计指标(劳动力成本和管理费用)的不足,本书采用市场指标检验了终极控股股东所有权性质和超额雇员对公司价值的影响。此外,本书同时检验了终极控股权性质相同的情况下国家控股模式的不同(如直接控股与间接控股)是否导致公司行政干预和/或内部人代理问题的差异。

以1999~2002年“正常经营”的上市公司为样本,本书的实证检验

得到了以下主要结论:

(一)国家控股公司的雇员数量显著多于非国家控股公司,在国家控股公司中,国家控股越直接,上市公司的雇佣数量越多。

(二)国家控股公司的劳动力成本显著高于非国家控股公司,在国家控股公司中,国家控股越直接,公司的劳动力成本越高;超额雇员越多,劳动力成本越高,但是控制超额雇员因素后,国家控股公司的劳动力成本仍然高于非国家控股公司,即国家控股公司支付了高于市场平均水平的工资率。

(三)无论是否控制超额雇员变量,国家控股公司的管理费用显著高于非国家控股公司,在国家控股公司中,国家控股越直接,公司的管理费用越高;超额雇员与管理费用显著正相关,在控制超额雇员因素后,国家控股公司管理费用有所下降。

(四)从市场指标来看,国家控股公司的价值显著低于非国家控股公司,国家控股模式越直接,公司价值越低;市场对作为政府干预代理变量的超额雇员公司进行了折价。

本书研究结论表明,国家控股公司可能一方面仍然受到了比非国家控股公司更多的政府(主要是地方政府)干预,从而承担了更重的社会性负担;另一方面,由于终极所有者“缺位”,国家控股公司的内部人代理问题比非国家控股公司更加严重。也就是说,改制上市并没有彻底改变一般国有企业的“行政干预与内部人控制”的双重治理缺陷。因此,在现阶段,控股股东的所有权性质对我国证券市场而言是重要的;在改善政府治理、约束政府干预冲动的同时,积极推进国有资产管理模式的市场化、多元化改革,避免政府直接控股,有利于改善公司治理效率、提高国有资本的运行效率。

本书选题的初衷是期望从行为视角来考察当政府特别是地方政府成为上市公司终极控股者时,公司面临的代理问题与非政府控股公司的代理问题差异在哪里;而国内同类文献大多仅仅以公司绩效指标度量了两类公司总代理成本差异,这是本书的边际贡献所在。诚然,受个

人水平和时间所限,本书可能存在不少纰漏甚至错误,欢迎也希望得到同行专家、读者的批评指正。

曾庆生

2006 年 10 月 16 日于上海交通大学
安泰经济与管理学院

目 录

序	1
前言	1
第一章 引言	1
第一节 研究问题	1
第二节 研究思路	5
第三节 本书结构	9
第二章 文献综述	11
第一节 所有权、市场结构与企业绩效	11
第二节 公有产权、政府干预与公司治理	17
第三节 国内相关实证研究	27
第三章 制度背景	32
第一节 国企改革与当前国有企业的治理缺陷	32
第二节 转型经济中的二元就业制度	42
第三节 股票发行制度、改制上市与上市公司股权特征	51
第四章 理论分析与研究设计	63

第一节 理论分析	63
第二节 研究假说	67
第三节 样本选择、数据来源与研究变量界定	76
第五章 实证检验	88
第一节 国家控股与上市公司雇佣规模	88
第二节 国家控股、超额雇员与劳动力成本	112
第三节 国家控股、超额雇员与管理费用	130
第四节 国家控股、超额雇员与公司价值	140
第六章 全书总结	151
第一节 研究结论、创新和局限	151
第二节 理论与政策启示	157
第三节 未来研究方向	160
参考文献	161
附录 1 何种内部治理机制影响了公司权益代理成本 ——大股东与董事会治理效率之比较	169
附录 2 国家控股、超额雇员与劳动力成本	186
后记	208

第一章 引言

第一节 研究问题

自 2001 年粤美的、深方大、宇通客车等开启上市公司管理层收购 (management buy-out, MBO) 之先河以来,我国沪深两市已有数十家上市公司实施了或正在实施显性的或隐性的管理层收购。尽管由于部分公司 MBO 运作过程中出现了这样或那样的问题,我国政府监管部门对上市公司 MBO 的态度还不明确,但是作为国有资本退出方式之一, MBO 仍在继续发生。另一方面,近年来,随着我国国有资本战略性调整,部分上市公司的控股权已经由国有企业向民营企业转移。此外, 2001 年以来,随着股票发行和上市制度的市场化改革的推进,以用友股份、太太药业为代表的一批民营企业通过首次公开发行 (IPOs) 直接上市,出现了我国首批自然人直接控股的民营上市公司。至此,我国证券市场国有控股一统天下的局面已经被打破,非国有企业(集体企业和民营企业)控股的上市公司比例日益上升。可以预见,随着我国经济市场化改革的推进,非国有控股特别是民营控股的上市公司将逐渐成为中国证券市场的生力军。那么,对上市公司而言,控股股东的所有制性质真的很重要吗? 如果重要,又重要在哪里? 这不仅是一个理论问题,而且是一个实证问题。尽管国外关于公有产权(public ownership)与私有产权(private ownership)的理论探讨和实证检验已经形成了比较

丰富的文献,而且支持私有产权比公有产权更有效率的文献占主流,但是对于正处于转型经济中的新兴的中国证券市场,控股股东性质是否发挥作用以及如何作用于公司的运营,仍缺乏深入研究。从现有文献来看,较多研究直接采用国外的研究方法检验了中国上市公司绩效或价值与股权结构(包括股权性质)的相关性(如 Xu and Wang, 1999; Sun, Tong and Tong, 2000; Tian, 2001; Sun and Tong, 2003),少有论文去研究股权性质或结构安排对公司行为的影响差异或者说股权性质是怎样影响上市公司行为的。

始于 20 世纪 70 年代末的中国经济体制改革,其最重要的内容之一就是改变政府与企业特别是国有企业的关系。在计划经济时代,国有企业的经营管理权全部归政府(主要是中央政府),全国所有国有企业相当于一个企业,每个国有企业近似于一个生产车间,政府作为社会管理的职能和作为国有资产所有者的职能高度合一,政企分开也就无从谈起。从 80 年代简单的“放权让利”、经济责任制、承包责任制,到 90 年代的股份制改造和现代企业制度建设,其实质是实现政府与企业职能逐步分开,实行所有权与经营权分离,使企业真正成为自主经营、自负盈亏的经济实体。20 年的“放权让利”式改革将国有企业的绝大多数经营管理权(经营决策权、劳动用工、人事管理、定价等等)从政府转移到企业,并给予企业经营者更大的激励。改革使得国有企业的生产率明显提高,但是,相对非国有企业来看,国有企业与非国有企业之间的相对劳动生产率差距不仅没有缩小,相反,却出现了扩大的趋势(陆铭, 2003)。这是因为“放权让利”的尺度过了还是不足呢? 韩朝华(2003)指出,放权让利显著地改变了国有企业制度中的属于经济性层面的产权安排,但未触及其行政性层面的安排,从行政上控制经营者的任免权成了政府控制国有企业的主要手段,政府履行其行政管理职能的方式尚无根本变化,政府直接控制的企业仍然被当作政府调控经济的重要方式之一。陆铭(2003)认为,如果国有企业的所有制性质决定了其人事制度是由政府部门决定企业管理者的任免,那么,企业的管理者就会屈从于政府的目标。中国国有企业面临的由传统的“赶超型”发

展战略遗留下来的政策性负担以及冗员和退休职工的社会性负担(林毅夫、蔡昉、李周,1997),便是国有企业服从政府目标的一个例证。因而中国国有企业中现存的治理结构被概括为行政干预下的内部人控制(吴敬琏,1995;张春霖,1995)。作为内部控制人的企业经理,享有部分“事实上”的剩余收益,具有一定的激励促使企业效率提高;但是,由于行政干预使企业承担社会职能,具有信息优势的内部人可以把经营性亏损说成是政策性亏损,要求政府增加补贴,从而导致预算软约束问题。

股票市场是中国经济转型过程中的产物。建立股票市场的初衷主要是为国有企业改革创造条件,期望通过中小投资者来监督上市公司行为,以解决国有企业的所有者缺位问题(林毅夫,2003)。然而,在国有股东“一股独大”、股权分置的环境下,通过中小投资者解决所有者缺位——内部人控制问题,实不能如愿。但是,不可否认的是,在证券监管部门监管和市场各参与方的监督下,通过改制上市,国有企业的不良资产、非经营性资产和冗员得到了不同程度的剥离^①,企业的经营目标可能更加“纯”化;而且,由于信息披露透明度增加以及市场各参与方的监督,政府干预企业的交易成本相对增加,政府和企业经理的随意性行为相对非上市国有企业要受限得多。从理论上说,上市公司唯一的经营目标应该是利润最大化或股东价值最大化,如果上市公司不能为外部股东创造财富,那么证券市场必定萎缩并最终崩溃。而政府对上市公司的干预将导致其经营目标多元化,从而引起预算软约束问题,最终导致资源配置的无效率。因此,政府能否克制对上市公司特别是国有上市公司的干预,对中国证券市场的健康发展至关重要。但是,政府特别是地方政府是否仍然干预了上市后的国有企业呢?如果干预了,那么产生了怎样的经济后果呢?以个人所知为限,直接研究政府在证券市场中的角色,特别是研究政府是否以及如何影响上市公司行为的文章比较少。陈晓、李静(2001),陈冬华(2002)算是这一领域的开山之

① 同样不可否认的是,部分公司的这种剥离是一种形式而非实质行为,上市公司大股东可能通过关联交易等方式从上市公司转移财富以补贴被剥离的实体。

作。前者分析了地方政府财政行为在提升上市公司业绩中的作用,后者从董事会中具有政府工作背景的董事比例的角度研究了地方政府对上市公司的公司治理和绩效的影响。这两篇论文研究的焦点在于政府是否干预了上市公司,而几乎没有讨论政府对不同所有制类型(国家控股与非国家控股)公司的干预程度是否相同。

有鉴于此,本书提出以下研究问题:

第一,以上市公司的雇佣行为为政府干预^①的代理变量,研究身兼股东和社会管理者双重身份的政府,是否通过产权关系影响或干预了其控股的上市公司经营行为?即政府(特别是地方政府)是否干预国家控股公司的雇佣行为,从而使其雇佣了比非国家控股公司更多的员工?如果是,那么这种政府干预的经济后果如何?

第二,政府干预影响了上市公司的公司治理,容易导致预算软约束问题,但即使没有政府干预,控股股东的所有制性质差异也可能导致经理人员的代理问题的差异。因此,本书试图探讨在对政府干预因素作适当控制后,上市公司控股股东的所有制性质是否仍然重要?即以管理费用为代理变量,检验国家控股上市公司内部人的代理问题是否较非国家控股公司的代理问题更加严重。

第三,在上市公司终极控股权相同的情况下,国家控股模式(如直接控股与间接控股)是否会影响公司受政府干预的程度从而承担的社会性负担不同,是否导致公司内部人控制问题差异从而发生的管理费用不同?

从理论上说,前两个问题实际是一个问题的两个方面,它们都源于产权的所有制性质差异。公司所有权的不同可能导致政府干预的差异,同时也可能导致股东与经理的代理问题不同,而政府的干预又可能加剧经理的代理问题。从实证的角度,由于有的干预是显性的,有的是隐性的,并且难以对所有的政府干预的影响量化,因此,这两个问题(即

^① 本书中的“政府干预”是指政府作为社会管理者的身份对企业进行的行政性干预,而不包括政府作为国有企业和国家控股公司的股东身份对其行使股东权利的行为。

政府干预、内部人控制)的经济后果在计量上难以完全分开。在实证检验时,本书将选择一个角度(即一个代理变量)对政府干预进行度量,同时考察该代理变量度量的政府干预导致的经济后果以及在控制该变量后不同控股股东类型的经济后果。而第三个问题是研究国家控股方式的不同是否会影响公司代理问题差异,从而影响公司价值。

第二节 研究思路

如上节所述,本书研究的问题是上市公司控股股东所有制性质的不同是否导致政府干预和内部人代理问题的差异,从而产生了不同的经济后果。换言之,政府(特别是地方政府)是否通过产权纽带干预了其控股的上市公司,国家控股上市公司是否仍然存在一般国有企业的“行政干预下的内部人控制”问题。由于上市前的资料难以获取,加之改制过程中的大规模的资产重组,研究者很难直接通过上市前后的变量比较来考察上市对改善国有企业治理效率的影响。因此,本书采用了一个替代的方法,即采用横截面分析来比较不同控股股东类型下的上市公司差异。我们假定,非国有控股特别是民营控股的上市公司是一个相对更加以利润最大化或股东价值最大化为经营目标的公司,公司可以在法律许可的范围内根据经营目标自主地调整经营行为,包括解雇冗员、调整职工工资;而且由于剩余索取权与剩余控制权更加匹配,非国有控股特别是民营控股公司经理人员的代理问题较小。以非国有控股特别是民营控股公司为基准,可以检验国家控股公司的政府干预和内部人控制问题。需要指出的是,本书不能从经验证据上给出股票市场在多大程度上改善了国有企业的公司治理,而是检验上市后的国有企业是否仍然存在一般国有企业的“行政干预下的内部人控制”问题,进而说明对中国证券市场而言,控股股东的产权性质是否真的重要或重要在哪里。

政府目标常常是多维的,如促进经济发展、增加财政收入、保持社会稳定,政府干预企业可能也是多方面的。然而,要想完全度量政府对