

DIYI DAGUDONG KONGZHI YU
KUAIJI YEJI JI GUPIAO JIAZHI

第一大股东控制与 会计业绩及股票价值

■ 刘任帆 / 著

246



经济科学出版社

第一大股东控制与 会计业绩及股票价值

刘任帆 著

经济科学出版社

责任编辑：张建光 王长廷

责任校对：徐领柱

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

第一大股东控制与会计业绩及股票价值 / 刘任帆著.
北京：经济科学出版社，2007.7

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6439 - 9

I. 第… II. 刘… III. 上市公司 - 股份制 - 研究 - 中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 103111 号

第一大股东控制与会计业绩及股票价值

刘任帆 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 6 印张 160000 字

2007 年 7 月第一版 2007 年 7 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6439 - 9/F · 5700 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

国家一直要求在重要行业的公司中处于控制地位的第一大股东应该是国有股东，而且一直采取对重要行业倾斜的宏观调控政策。本书试图从一个新的角度为下述三个问题的解答提供一些经验证据：一是第一大股东的控股地位及其组织属性对会计业绩及股票价值有何种影响？二是第一大股东所持股权的国家股和国有法人股的区分对会计业绩与股票价值的影响是否存在着差异？三是第一大股东的控制力和所有权属性同会计业绩及股票价值的关系具有行业特点吗？

本书选择沪深两市 1998 年以前上市的 12 个行业中的 541 家公司为样本，研究发现：

第一，在将 541 家公司按行业分成两组的情况下，第 I 组（公用、冶金、医药、食品酿酒与农业、商业、建筑房产与酒店、材料）中，第一大股东绝对控股公司会计业绩显著好；但第 II 组（机械、化工、IT、纺织、汽车、家电等）中，第一大股东绝对控股公司的会计业绩显著差。两组行业绝对控股公司的 A 股市净率均低于相对控股公司。第一大股东对后面四大联合表决权的倾轧性（contestability）及对第 II 组的会计业绩影响显著为正；对其余所有股东联合表决权的倾轧性及对第 I 组的会计业绩影响显著为正，但对第 II 组的会计业绩影响显著为负；第一大股东对其他股东的倾轧性对两组公司的市净率影响均显著为负。

第二，第一大股东持股超过 2/3 时，两组公司的会计业绩及流

通 A 股市净率均与其正相关；在其他区间，市净率均与其负相关；持股比率在 $1/4 \sim 1/2$ 区间，两组样本的会计业绩均与其负相关；持股比率 $1/2 \sim 2/3$ 区间，样本 I 的业绩与其显著正相关。市净率均与股票盘子显著负相关，A 股市场对固定资产比重与销售增长持否定态度。

第三，将上市公司的第一大股东及其控股股东划分为地方政府、地方政府机构、地方综合性资产管理公司、地方行业控股公司、地方一般国有法人、中央企业和非国有企业七大类，实证发现，地方行业控股公司控制最优，地方综合性资产管理公司最差，地方政府和政府机构控制较差；没有看到一般国有法人控股和非国有控股存在显著差异；第一大股东持股中的国家股与公司业绩及股票价值负相关，但第一大持股中的国有法人股与公司业绩及股票价值正相关。

第四，控制住固定资产投资影响以后，第 I 组行业第一大股东持股对业绩的正面影响和第 II 组行业第一大股东持股对业绩的负面影响依然存在，冶金、机械、食品酿酒与农业的固定资产投资显著提高了业绩，建筑房产与酒店的房屋投资及纺织的设备投资显著降低了业绩。

目 录

第1章 绪论	1
1.1 选题背景	1
1.2 本书研究结构、研究目的和研究框架.....	11
1.3 样本数据来源、样本选择与样本数据描述.....	12
1.4 本书的创新.....	13
第2章 第一大股东的控制力与会计业绩及股票价值	15
2.1 制度背景分析.....	15
2.2 国外文献回顾.....	21
2.3 三个国外模型及简要评述.....	32
2.4 国内文献回顾.....	48
2.5 第一大股东的控制力与会计业绩 及股票价值实证研究.....	53
第3章 第一大股东的属性与公司业绩	88
3.1 我国股份制企业股本结构形成历史的制度回顾.....	88
3.2 公共财政理论与我国国民经济的布局调整.....	90
3.3 制度背景分析：国有资产管理体制的演变.....	95
3.4 国外文献回顾	101
3.5 国内文献述评	104

3.6	第一大股东及其控股股东类型与公司业绩 及股票价值实证研究	110
第4章	第一大股东固定资产投资与公司业绩	149
4.1	制度背景分析	149
4.2	国外文献回顾	150
4.3	国内文献回顾	152
4.4	固定资产投资与公司业绩关系的实证研究	154
4.5	本章小结	172
第5章	全书主要结论、政策建议和研究的局限性	173
5.1	主要结论	173
5.2	政策建议	175
5.3	研究的局限性	176
	参考文献	178
	后记	186

第 1 章

绪 论

1.1 选题背景

1.1.1 制度背景与理论分析

一般认为,公司治理机制有以下六种:股东控制、董事会监督、企业内部劳动力市场、债权人监督、公司控制权市场和外部经理人员市场。毋庸置疑,股东控制是最重要的公司治理机制。

股东对公司实施控制职能的基础是手中握有的投票表决权。如表 1.1 所示,统计发现,我国 48% 的样本公司第一大股东拥有 50% 以上的投票表决权,46% 的样本公司第一大股东拥有 20% ~ 50% 的投票表决权。同时,由谁来履行投票表决权,或者说由何种类型的控股股东掌握上市公司的控制权,这无疑对上市公司的会计业绩和股票价值也会产生至关重要的影响。

表 1.1 第一大股东绝对控股与相对控股样本公司分布

	全样本		样本 I		样本 II	
	公司数 (家)	百分比 (%)	公司数 (家)	百分比 (%)	公司数 (家)	百分比 (%)
合计	541	100	312	100	229	100
第一大股东绝对控股 A 组	262	48.4	148	47.44	114	49.78
第一大股东相对控股 R 组	251	46.4	146	46.79	105	45.85
流通股均值 (元)		33.22		32.72		33.90

注:本表为 1998 年底以前上市的非综合、非金融类公司数据,绝对控股定义为持股超过 50.01%,相对控股定义为持股 20% ~ 50%。

我国自 1978 年十一届三中全会实行改革开放以来,一方面始终坚持公有制为主体、多种经济成分共同发展的基本经济制度;另一方面努力探索政府机构改革,实行政企分开,在政府和国有企业之间分中央和地方两个层次构建国有资产管理机构,在努力扩大企业经营自主权的同时不断转换国有企业经营机制,从承包经营、租赁经营转为公司股份制。

我国的股份制经历了从 20 世纪 80 年代下半期北京、上海、广东、福建等地的试点到 90 年代初的国家逐步规范这样一个发展过程,绝大部分上市公司原来进行股份制改制时的母体是国有企业。笔者研究了沪深两市 1998 年底以前上市的主业比较突出的 541 家公司,占沪深两市上市公司总数 851 家的 64%,占主业比较突出的非金融类上市公司总数 687 家的 79%。如表 1.2 所示,从年报数据发现:截止到 2002 年底,82% 的样本公司第一大股东的实际控制人是国有单位。

表 1.2 第一大股东实际控制人属国有性质的公司数量及比重

单位:家,%

行 业	冶 金		公用事业		商 业		医 药		IT	
年度	数量	比重	数量	比重	数量	比重	数量	比重	数量	比重
IPO 年底	34	100	52	96	51	96	32	80	30	82
2002 年底	29	85	49	91	48	91	30	75	25	64

行 业	机 械		化 工		建筑房产 与酒店		材 料		食品酿酒 与农业		纺 织	
年度	数量	比重	数量	比重	数量	比重	数量	比重	数量	比重	数量	比重
IPO 年底	45	92	44	94	33	92	49	86	34	85	18	69
2002 年底	40	82	43	91	32	89	41	72	33	83	16	62

注:样本还纳入了“其他行业”,主要是汽车与家电行业的公司样本,样本公司总数 67 家,其中第一大股东实际控制人属国有性质的公司数 2002 年为 58 家,占 86.6%。
IPO 年底为股票上市当年年底。

绝大部分上市公司的实际控制人是国有单位,而且在 2005 年

2月份以前,我国政府一直要求国有资本保持对国民经济命脉行业、垄断行业、关系到国计民生的行业和公共品行业的控股甚至独占地位。^①

国务院从20世纪80年代末开始构建新的国有资产管理体制。从中央层次来讲,1988年1月国务院成立国有资产管理局,在1988年、1993年和1998年三次国务院机构改革的基础上,很多中央企业从原来的部委所属经济管理部门或经济实体中脱胎出来。2003年4月国务院成立国资委,同年10月,国务院公布了189家国资委履行出资人职责的中央直管企业名单。从地方层次来讲,在地方政府纷纷成立相应的国有资产管理机构(如国资委、局)的同时,地方各省市的财政部门 and 国有资产管理部門还分别建立了自己的综合性资产(投资)管理公司,地方行业主管部门纷纷建制改制成地方行业控股公司。从企业层次来讲,国务院和部分省市试行了授权企业集团经营国有资产的办 法,即授权直属中央政府或地方政府的大型企业集团负责国有资本的经营与管理。

在财税体制改革方面,从1994年初开始实行“分税制”规定:中央企业所得税和中央企业上缴利润属中央固定收入,地方企业所得税和地方企业上缴利润属地方固定收入。

中央企业控制的上市公司大多分散在全国各地,地方各省市的中央企业所辖上市公司要从地方获取土地、劳动力、原材料、银行贷款等生产要素。由于中央企业所得税和中央企业上缴利润属中央固定收入,地处各省市的中央企业无助于地方领导提高产值和税收政绩,因此,可以预见地方政府更注重对地方企业的扶持,在获取地方生产要素方面中央企业的组织劣势大于地方企业。由于中央企业的管辖权归中央企业工委和国务院国资委,地方领导无权往中央企业安插冗余职工,在这一点上,中央企业的组织优势又大于地方

^① 国务院于2005年2月份颁发《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》,要求允许非公有资本进入垄断行业、公用事业和基础设施等领域,鼓励非公有制企业通过并购和控股、参股等形式改组国有企业。

企业。

受国有资产管理体制的影响，就地方政府所属的地方国有企业来说，在地方政府与国有企业之间及其所控制的上市公司之间在控制链条和代理成本方面存在差异。譬如，有的上市公司归地方政府独资的国有企业集团控制，而有的上市公司归地方国有资产管理委员会、管理局等国资管理部门所属的综合性国有资产管理公司或行业控股公司所控制，有的上市公司直接归政府机构控制，还有的直接归一般地方国有企业或地方高校控制。

尽管国家在政企分开方面进行了很多尝试，但在 2002 年党的十六大召开以前，中央企业出资人的国有资产管理职能被分解成不同方面后赋予不同的政府部门。国有资产的产权归财政部管，投资立项权归国家发展改革委管，日常经营归经贸委管，劳动与工资归劳动和社会保障部门管，经营者的人事任免权归组织部管（张先治，2000）。地方企业的领导任命跟企业的行政级别挂钩，譬如上海，正局级干部由市委常委任命，副局级干部由市委组织部任命，市国资局做第一大股东的上市公司的高管人员由国资局任命。因此，上市公司第一大股东的行政级别不同，直接或中间控制人不同，所有权代表和高管人员的任命权和委派方式、职业生涯、薪酬激励等也都不同。

基于对国有资产管理体制的分析，本书将上市公司的第一大股东及其控股股东划分为地方政府、地方政府机构、地方综合性国有资产管理公司、地方行业控股公司、一般国有法人、中央企业和非国有企业七大类。上述七大类控制人及其所控制的上市公司至少在以下四个方面存在组织属性差异：

- (1) 在地方政府与地方国有控股股东之间的代理链条长短及代理成本；
- (2) 上市公司及其控股股东单位的企业自主权；
- (3) 控股股东对上市公司高管人员实施监督的积极性和监督的能力；

(4) 控股股东单位及其上市公司高管人员的职业生涯、薪酬激励、技术与管理更新动机、同政府讨价还价的能力。

从历史角度来讲,在我国国民经济体系初建时期实行的是“重工业优先发展”战略。从经济体制来讲,国家在经济调控上一直采用对重要行业 and 重点企业的重点倾斜政策。从表 1.3 可以看出,在本书的研究样本中,国家重点企业和试点企业集团行业分布比重最高的前五大行业是:化工(16.6%)、机械(16%)、其他(其中汽车与家电行业重点企业较多)(16%)、材料(10%)、冶金(7.6%)和医药(7.6%)。从市场竞争环境来讲,国家一直没有让民营单位控股或参股垄断行业、公用事业和关系到国民经济命脉的重要行业。每一个行业都具有诞生、成长、扩张、成熟与衰落等几个发展阶段,不同行业的上市公司会面临不同的市场竞争格局,不同行业面临着不同的产成品和原材料供求状况。如表 1.4 所示,2002 年同 1999 年比较,不同行业所提供的产成品面临着不同的出厂价格指数。房产和电力行业的价格涨幅分别为 7% 和 6%,而机械和农副产品行业的价格跌幅分别达到 12% 和 13%。由此可以预见,第一大股东控制与会计业绩及股票价值的关系会呈现出一定的行业特点。

表 1.3 样本中重点企业与试点企业集团的行业分布 单位:家,%

行业	合计	IT	材料	纺织	公用	化工	机械	建筑 房产 酒店	其他	商业	食品 酿酒 与农业	冶金	医药
数量	145	7	15	5	10	24	23	3	23	6	7	11	11
比重		5	10	3	7	16.6	16	2	16	4	5	7.6	7.6

注:国家重点企业与试点企业集团在其他行业中的具体行业分布情况是:化肥 3 家,家电 7 家,煤炭开采 1 家,汽车 10 家,石油开采 2 家。

表 1.4 1999 ~ 2002 年期间分行业产品出厂价格
定基指数 (1999 年为 1.00)

行业	房产	电力	居民 消费	医疗	冶金	建材	纺织	化工	食品	机械	农副 产品
价格指数	1.07	1.06	0.99	0.98	0.95	0.94	0.94	0.92	0.93	0.88	0.87

鉴于以上制度背景和理论分析, 本书的研究视角确定为: 第一大股东绝对与相对控股的效果比较; 第一大股东所持表决权在前五大股东和所有股东中的控制力对会计业绩与股票价值的影响; 第一大股东及其控股股东的不同类型对公司业绩与股票价值的影响; 第一大股东的国家股与国有法人股股权分设对会计业绩与股票价值的影响; 第一大股东的控制力和所有权属性同会计业绩及股票价值关系的行业特征等。在很大程度上本书的研究是一种国有资产管理的政策效果经验评价。

1.1.2 国外研究现状

国外关于所有权结构与公司业绩及股票价值的研究主要包括四部分。第一部分是国有企业与私人企业的对比; 第二部分是所有权集中度对会计业绩与企业价值的影响, 其中包括管理层持股对业绩与企业价值的影响; 第三部分是股东的属性对公司业绩及股票价值的影响; 第四部分是国外华人学者对中国的乡镇集体企业与民营企业进行了一些对比研究, 认为乡镇集体企业同民营企业比较具有乡镇政府支持和意识形态优势。

Shirley 和 Walsh (2001) 对有关所有权的讨论进行了总结, 并归纳成三种观点: 第一种观点认为, 产品市场竞争而非所有权, 是企业业绩的主要决定因素; 第二种观点则集中在所有权, 认为政府会通过国有企业, 采用在企业私有情况下不可能采用的方式去实现利润最大化以外的目标, 而这将对任何市场结构下的企业业绩产生负面影响; 第三种观点认为, 即使不考虑政府影响, 私有企业在解

决公司治理问题方面也会比国有企业更加成功。

关于所有权集中度的影响,第一,对资本主义企业的股权分布到底是分散还是集中具有不同的看法。Berle 和 Means (1932), Lerner (1966), Monsen, Chiu 和 Cooley (1968), Fama, E. (1980), Holderness 和 Sheehan (1988) 都认为西方资本主义所有权分散,企业实际控制在管理者手里。但 La Porta 等 (1999) 根据世界 27 个最发达国家 540 家公司的所有权结构数据,发现按照 20% 的控制链标准,世界最发达国家的大公司只有略超过 1/3 的公司股权分散。La Porta 等 (1999) 认为, Berle 和 Means (1932) 有关股权分散在世界占主导地位的说法让人误入歧途。但本书认为, Berle 和 Means 单单针对美国一个国家的股权数据就研究了 200 家公司,而 La Porta 等的公司数显然远远不够。大家公认的看法是:美国股权分散,欧洲和亚洲股权比较集中。第二,一些学者研究了第一大股东和管理者持股与会计业绩及企业价值之间关系的区间效应。第三,一些学者指出,一方面大股东控制存在很多的优势;但另一方面,大股东控制也有很多值得重视的譬如侵犯中小股东利益之类的缺点。第四,一些学者认为,大股东控制同会计业绩及企业价值的关系同一个国家对中小股东的法律保护程度有关。第五,一派学者认为,股权同企业价值的关系同行业相关联。另外值得提起的是,对美国分散式所有权集中度的研究一般采用前 5 大、前 10 大乃至前 20 大股东持股衡量股权集中度。但在德国, Januszewski, Oke 和 Winter (2001) 提到,根据德国法律,在正常任期结束后,经过 50% 的表决权同意,经理层可以被更换;经过 75% 投票权同意,经理层在任职期间也可以被更换;持股 25% 的股东对决策具有否决权。因此作者在实证中设置了“终极股东是否拥有控制权”哑变量,当第一大股东持有 50% 以上投票权时,称之为对公司具有强有力控制权 (strong ownership); 当第一大股东持有 25% 以上投票权时,称之为对公司具有弱控制权 (weak ownership)。作者之所以采用了 1/2 和 1/4 两个股权界限,是因为德国

股权比较集中。

关于第一大股东属性的影响, Holderness 和 Sheehan (1988) 对美国第一大股东绝对控股 (持股超过 50.10%) 和股权分散 (第一大股东持股低于 20%) 的公司进行了对比研究, 发现公司的投资决策、控制权转让、会计回报和托宾 q (Tobin's q) ($\text{托宾 } q = \text{资产的市场价值} / \text{资产的重置成本} = (\text{债务的市场价值} + \text{权益的市场价值}) / \text{资产的账面价值}$) 同股权集中度无关, 但同第一大股东是公司组织还是家族个人显著相关。Mork, Shleifer 和 Vishny (1988a) 认为, 公司创始人容易侵占其他股东的利益, 大股东的类型与品质关系到大股东治理是现金流量激励占主导还是利益侵占占主导地位。Faccio, Lang 和 Young (2001) 发现, 同样是集团公司做第一大股东, 但欧洲公司的股利支付率高于亚洲公司。Claessens 等 (2002) 发现, 东欧国家较强的创业股东控制对企业价值产生了负面影响。

Victor, Nee (1992) 指出, 中国中央政府计划机关的作用在下降, 但依然控制着企业。Che, Jiahua (1998) 认为, 地方政府所有权是纠正国家所有权的失灵, 而不是市场失灵。

1.1.3 国内研究现状

国内对国有股的代理成本研究文献很多, 但结论很不一致。譬如, 有的结论是国有股比例同公司业绩及价值的关系是正 U 形, 有的结论是倒 U 形。而且在方法论上普遍存在的问题有: 第一, 由于受到证券交易所按发起人身份进行股权分类和巨灵数据库提取数据的限制 (我国上市公司年报的股权分类是国家股和境内发起人股等), 将国有法人股和非国有法人股捆在一起的境内发起人股和国家股同业绩或股票价值挂钩, 仅仅依据国家股同业绩或股票价值负相关的结果就给出国有股代理成本高的结论。第二, 为了得到大样本数据, 将不同年度上市的公司, 不同年度和不同行业的业绩或股价数据放在一起, 假设它们来自同一个总体, 这样做很难

控制住上市包装对业绩的影响,而且没有连续几年的平均业绩也很难控制住配股或增发前盈余管理对业绩的影响,尤其是行业效应被淹没了。第三,很多研究将具有显著多重共线性的解释变量放在一起,得到的结果在作者自己的模型之间就互相矛盾。第四,分行业研究单个样本信息量太小,因此实证结果所得到的行业特点往往不显著。

前已述及,我国的股份制改革一直是在坚持以公有制为主体、多种经济成分并存的基本经济制度下进行的。笔者的研究样本统计结果也发现,截止到2002年底,82%的1998年以前上市的公司第一大股东的实际控制人是国有单位。由于国有与民营单位的市场准入条件不对等,因此,国有与民营的对比研究尚缺乏比较充分的经验数据,至少国有与民营的对比研究尚占不了主导地位。

本书非常同意 Nee (1992) 和 Che, Jiahua (1998) 的观点:中国中央政府计划机关的作用在下降,但依然控制着企业。地方政府所有权是纠正国家所有权的失灵,而不是市场失灵。总而言之,无论是中央政府还是地方政府,以及政府的各级职能部门,对上市公司的发展扮演着十分重要的角色。但政府的介入,在宏观上主要通过行业倾斜政策,在企业微观上主要通过政府的人事任命等间接控制和政府机构及其综合性资产管理公司担当第一大股东,以直接参与企业的经济活动等方式对企业施加影响。因此,上市公司的直接控制人(第一大股东)或间接控制人(譬如第一大股东的第一大股东)不同,企业的会计业绩与企业价值会存在差异。

从终极控制权和中间控制人角度对公司业绩进行研究的文献还相当稀少。刘芍佳、孙霁和刘乃全(2003)在这方面进行了有益的尝试。笔者根据控股股东的类型将上市公司进行分类:第一步,区分政府直接控制与政府间接控制;第二步,将政府间接控制的样本分类为国家控制的实业公司控股与政府独资的投资管理公司控股;第三步,将第二步中的实业公司控股又分类为专业化经营公司控股与多元化大型企业控股;第四步,将第三步中的专业化经营公

司控股的上市公司又分为整体上市与部分上市两类。笔者做了四对样本的业绩均值对比检验。政府直接控制与间接控制这一分类是比较明确的，政府直接控制指政府机构做第一大股东，但政府间接控制样本主要做的是专业化经营还是多元化经营和整体上市或是部分上市的区分，没有涉及到第一大股东的行政级别属性。笔者认为，政府间接控股公司的一级控制权在政府手里，即上市公司第一大股东的控股股东是政府，二级控制权即第一大股东的类型只有实业公司与投资管理公司的区别，而且笔者的投资管理公司类别包括中央政府与地方政府设立的投资管理公司在内。笔者的分类没有触及我国国有企业的分级管理体制，尤其是简单地认为政府间接控制的上市公司其终极控制权在没有区别的政府手中。事实上政府间接控制不仅仅是投资管理公司与实业公司的区别。在这方面本书进行了更细致、更详细的分类研究，而且建立在较好的制度分析基础之上。本书将刘芍佳、孙甯和刘乃全（2003）一文中的政府直接控制区分为政府控制和政府机构控制两类，将政府间接控制中的实业公司控制划分为地方行业控股公司控制、一般地方国有法人控制和中央企业控制三类，将政府投资管理公司控制缩小为地方政府综合性资产管理公司控制。因此，本书对刘芍佳、孙甯和刘乃全的观点做了进一步深化。

关于第一大股东的治理作用，理论界、政界与实务界对一股独大的诟病很多，但褒奖甚少。事实上，孙永祥、黄祖辉（1999）、陈小悦、徐晓东（2001，2003）、陈晓、江东（2000）、施东辉（2003）、刘小玄（2003）、宾国强、舒元（2003）、刘任帆、于增彪（2004）、于良春（2004）、王克敏、陈井强（2004）、朱红军、汪辉（2004）、宋力、韩亮亮（2005）等的研究都看到了国有较高比例持股或国有第一大持股的积极效果。

赵景文（2004）的专著结论是：给定固定资产投资水平，一股独大公司与多股同大公司的基准调整后的股票收益率并无显著差异。该文的独到之处是试图将股权结构与固定资产投资对企业业