

中山大学“211”工程二期建设项目:

现代管理论丛

Konggu Gudong Leixing Guquan Jizhongdu

控股股东类型、股权集中度 与上市公司经营分析

Yu Shangshi Gongsi Jingying Fenxi

苏 赞 著

中山大学出版社

中山大学“211”工程二期建设项目:

现代管理论丛

Konggu Gudong Leixing Guquan Jizhongdu

控股股东类型、股权集中度 与上市公司经营分析

Yu Shangshi Gongsi Jingying Fenxi

苏 贇 著

主 编 : 陈 永 贵
林 育 曾 : 协 编
计 划 : 林 育 曾
封 面 设 计 : 林 育 曾
中 山 大 学 出 版 社

中山大学出版社

· 广州 ·

版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

控股股东类型、股权集中度与上市公司经营分析/苏贇著. —
广州: 中山大学出版社, 2005.7

ISBN 7-306-02586-4

I. 控… II. 苏… III. 股份有限公司—股东—研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 088508 号

责任编辑: 方微之

责任校对: 曾育林

封面设计: 方 竹

责任技编: 黄少伟

出版发行: 中山大学出版社

编辑部电话: (020) 84111996, 84113349

发行部电话: (020) 84111998, 84111160

地 址: 广州市新港西路 135 号

邮 编: 510275

传 真: (020) 84036565

印 刷 者: 广州市番禺市桥印刷厂印刷

经 销 者: 广东新华发行集团

规 格: 850mm × 1168mm 1/32 6 印张 150 千字

版次印次: 2005 年 7 月第 1 版 2005 年 7 月第 1 次印刷

定 价: 15.00 元

本书如有印装质量问题影响阅读, 请与承印厂联系

目 录

第 1 章	导论	(1)
1.1	问题的提出	(1)
1.2	本书的研究线索、目的和意义	(4)
1.3	本书的研究方法	(6)
1.4	几个基本前提与概念	(7)
第 2 章	控股股东形成及控制权配置	(9)
2.1	企业内部组织制度理论的演进	(9)
2.2	控股股东的定义及形成	(17)
2.3	公司控制权配置的悖论分析	(23)
2.4	本章小结	(31)
第 3 章	控股股东与一般股东关系分析	(32)
3.1	有关控股股东作用的文献回顾	(32)
3.2	控股股东的收益方式和成本	(35)
3.3	一般股东的收益方式和成本	(44)
3.4	控股股东和一般股东效用最大化的数学分析	(45)
3.5	对不同控股股东作用的分析	(51)
3.6	本章小结	(58)
第 4 章	我国上市公司股权结构和控股股东特点分析	(60)
4.1	中国国企改革演进和证券市场发展	(61)
4.2	我国上市公司股权结构特征分析	(66)
4.3	我国上市公司控股股东实现收益的方式和成本	(79)
4.4	我国上市公司一般股东实现利益的方式和成本	(87)
4.5	本章小结	(88)

第 5 章	控股股东类型、控股比例与上市公司	
	经营绩效分析	(89)
5.1	研究背景	(89)
5.2	数据来源和样本确定	(90)
5.3	样本公司基本情况描述	(93)
5.4	不同控股股东类型与上市公司经营数据	
	回归分析	(111)
5.5	不同控股股东持股比例与上市公司经营效率的	
	回归分析	(119)
5.6	本章小结	(134)
第 6 章	我国上市公司控股股东变更分析	(136)
6.1	研究背景及样本选择	(136)
6.2	样本公司控股股东变更后的经营情况分析	(140)
6.3	有关深化我国上市公司股权改革的初浅建议	(145)
6.4	本章小结	(146)
第 7 章	控股股东类型、股权结构与上市公司	
	经营失败分析	(147)
7.1	研究背景及理论基础	(147)
7.2	样本的选择和变量的选取	(152)
7.3	数据结果的初步分析	(153)
7.4	本章小结	(155)
第 8 章	结论和局限性	(161)
8.1	初步结论	(161)
8.2	局限性	(163)
	参考文献	(165)

第 1 章 导 论

1.1 问题的提出

在社会经济发展过程中，企业对推动社会生产力进步和市场交易繁荣发挥了重要作用。随着企业组织形式的发展变化，有关企业形成及内部组织制度的研究引起了经济学家的广泛关注。经过多年的探索，企业理论已经成为主流经济学的重要组成部分。从现有的文献看，股份有限公司作为现代企业组织形式的代表一直是经济学家们分析的焦点。其中，对公司股东、管理层、工人等各个生产要素所有者的权利配置和利益博弈分析更是贯穿于企业理论发展的全过程。如伯利和米恩斯（Berle and Means, 1932）在《现代公司和私有产权》一书中，对公司制企业股东与管理层的权利配置问题，即“所有权和经营权分离”问题进行了初步分析，为以后的企业理论发展奠定了基础；詹森和迈克林（Jensen and Meckling, 1976）则从委托代理角度研究股份公司股东、债权人和管理层之间的关系，使企业理论迈上了一个新台阶。不过值得注意的是，受伯利和米恩斯的影响，大部分学者在研究中都将股权高度分散视为股份公司的必然特征，认为股东由于掌握的股权有限而对公司其他生产要素所有者，尤其是公司管理层的制约能力有限。因此，他们在探讨公司内部组织架构时往往将公司的

所有股东假设为一个整体，而忽略了股东之间在财富、管理能力等方面也存在差别。

近年来，越来越多的学者在对发达和新兴证券市场资料进行深入分析后发现，许多国家的公司制企业中股权集中现象比较普遍^①（La porta, Lopez-de-silanes and Shleifer, 1998；郎咸平，2002），大多数公司都存在一个或几个控股股东，这些控股股东在公司的经营管理中发挥着关键性的作用。就目前已有的文献来看，虽然有学者对影响企业股权集中度的因素进行了分析，但对股权结构与公司绩效之间的关系并没有得出一致的结论（Demsetz and Kenneth Lehn, 1985）。如果我们对伯利和米恩斯提出的“所有权和经营权分离”命题深入推敲，将发现这一命题实际上隐含着分散的股权结构不利于公司经营管理的含义^②，这似乎从侧面暗示了控股股东的存在有助于提升企业的经营绩效。然而，亚洲金融危机后，世界银行在对东南亚国家上市公司治理情况的调查中发现，这些国家上市公司被家族或政府控制的情况十分普遍，甚至出现了控股股东对其他股东利益的不正当摄取（Expropriation of Minority Shareholders）问题，以致于动摇了投资者的信心，在一定程度上直接诱发了外资的撤出和证券市场的崩溃（Claessens, Djankov, Fan and Lang, 1999）。于是，控股股东在公司经营管理中的作用发挥问题引起了越来越多学者的关注，理论界开始意识

① 如西欧 13 个国家的 5 232 家上市公司中，只有英国和爱尔兰有较多的公众持股公司，其他欧洲国家则以家族持股为主，54% 的欧洲公司是由股权集中的大股东（家族）所控股；在加拿大的 1 121 家公司中，2/3 以上是集中式以家族为主控股；德国和日本企业则是典型的银行控股体制；在东亚 9 个国家和地区的 2 980 家公司中，2/3 是由股权集中股东所控制。另外，大量的统计数据显示公司股权集中现象在拉美、非洲也普遍存在。

② 按照伯利和米恩斯的逻辑，股权分散将导致公司经营权落入管理层之手，而管理层在公司经营中有可能采取损害公司整体利益的策略，所以股权分散对上市公司的经营管理存在不利影响。

到在当前的公司委托—代理关系研究中，不能忽略公司成员尤其是股东成员的异质性问题（张维迎，1995）。我们除了要对股东与管理层之间的代理问题进行分析外，还要注意控股股东与一般中小股东之间存在的代理问题（Shleifer and Vishny, 1996）。

在中国，计划经济体制下不存在股份公司^①，现有的股份公司基本上是在经济体制改革过程中由原国有企业进行股份制改造而来。因此，中国的股份公司，尤其是上市公司的股权结构中国家股、法人股占绝对优势，控股股东在相当程度上也是由经济制度外生决定。相对其他转轨经济国家而言，中国这种具有浓厚行政色彩的股权结构和股东安排与他们对国有企业的私有化改造存在相当大的差别。这种制度安排上的差异对中国公司制企业的演变和证券市场的发展将产生什么影响，是众多学者研究的热点。就股权结构而言，钱颖一（1995）认为在国有股权高度集中的公司制企业中，政府对管理层的绝对任命监督权，可能是中国国有企业经营绩效好于东欧国家的重要原因。张维迎（1999）则指出，在目前中国企业产权结构有待完善的情况下，国有股权高度集中主导下的“行政性内部人控制”可以通过为管理层提供个人消费的短期激励而提升企业的经营绩效。本书作者（苏贇，2001）在对中国上市公司失败现象，即被ST或PT的实证研究中发现，国有股权相对集中的上市公司更不易失败。在控股股东的作用方面，近年来，中国证券市场上的一个讨论热点就是是否存在控股股东“摄取”社会公众股东利益的问题。深圳证券交易所在对516家上市公司的2000年年报事后审查中发现（高春涛，2001），存在控股股东占用上市公司资金和资产的有171家，占33.2%；存在为控股股东担保的有155家，占30.1%，两者合计

① 有的学者认为计划经济体制下甚至不存在严格意义上的企业，只存在执行计划的工厂。

占公司总数的 51.5%。从金额看,控股股东占用上市公司资金和资产总额达 271.28 亿元;上市公司为控股股东或其关联企业、个人提供的担保金额达 310.37 亿元,分别占有关上市公司净资产的 13.5% 和 6.37%。从上述数据看,控股股东在我国上市公司中发挥的作用值得怀疑,需要进一步分析。^① 另外,随着我国经济体制改革的深入,国有资本从部分产业中退出已经成为必然,但在股权、股东的变更过程中,应该推行股权分散还是继续保持控股股东格局、应该引入什么样的新股东等等,都是目前市场上亟需解决的问题。因此,深入分析中国证券市场上的控股股东安排和股权集中度问题,探讨特定制度背景下不同控股股东类型、股权集中度等与企业经营绩效之间的关系,对中国证券市场的下一步发展,尤其是确定国有控股上市公司的股权结构改革方向具有重要的理论意义和实践指导作用。中国证监会前主席周小川(2001)在一个论坛上曾指出,规范中国上市公司不同类型股东^② 之间的关系已经成为整顿证券市场秩序工作的重中之重。

1.2 本书的研究线索、目的和意义

本书将在现有文献的基础上,首先对控股股东类型、股权集中度与公司经营绩效之间的关系进行研究,从理论角度对控股股东在公司中发挥的积极作用作出分析肯定;然后,结合我国转轨经济时期外在制度性因素对上市公司的作用,从不同控股股东安排、股权集中度等角度出发,对我国上市公司经营绩效、控股权转让效果和公司经营失败等问题进行考察分析,明确不同类型控股股东在我国上市公司经营中发挥的作用和影响。

① 这个问题的本质就是前面指出的控股股东在公司中的地位和作用。

② 指国家股东、法人股东和一般中小股东。

本书的研究主要沿两条线索展开：一是在分析股份公司内部控制权非对称配置的基础上，研究相对完善市场环境控股股东对公司经营管理的作用；二是结合中国特殊的制度背景，分析控股股东持股比例、外部市场环境对控股股东作用发挥的影响。

本书的研究目的是：

(1) 在对控股股东的地位和作用进行一般理论分析的基础上，结合我国上市公司控股股东和股权结构制度性外生设定的特点，对我国上市公司的控股股东进行分类，进而考察分析不同类型控股股东经营管理下的上市公司在资产负债状况、经营效率和股利分配等方面是否存在差异，明确现有制度安排下何种类型控股股东的经营管理效果较好。

(2) 对我国上市公司控股股东持股比例与公司经营效率、经营业绩之间的关系进行分析，验证在外生股权制度安排下，我国上市公司中是否存在控股股东的股权集中效应，进而指出在经济转轨时期，保持公司股权的相对集中对稳定公司经营的重要作用。

(3) 对我国上市公司控股股东变更情况进行分析，比较控股股东变更后公司经营效率、股利分配等方面有无实质性的改变，进而分析这种变化与控股股东类型是否存在一定的关联性，从而为以后我国上市公司控股权的转移提供指引。

(4) 对我国证券市场上被 ST、PT 公司的治理情况进行考察，并着重分析控股股东类型、股权结构和上市公司经营失败之间的联系，从公司治理角度提出防止公司经营失败的政策建议。

本文的研究意义在于：

(1) 深刻理解公司中控股股东的作用。通过对完善市场环境下公司制企业中控股股东的形成、内部权利的分配、控股股东获取收益的方式和成本等问题的理论分析，明确控股股东的存在可以通过加强资源投入、降低管理层代理成本、克服股东机会主义

等方式起到提升公司整体价值的作用。

(2) 分析不同类型控股股东在公司经营管理中发挥的不同作用。通过对外部相关因素的研究,指出控股股东持股比例、外部市场环境等将对控股股东在公司中的作用产生相当影响。

(3) 探索我国上市公司股权改革的方向。通过对转轨经济时期特定制度环境下我国上市公司资产负债、经营效率、股利分配等方面情况的分析,指出控股股东的类型不同,上市公司的经营绩效也存在差别。在此基础上,进一步分析我国上市公司控股股东变更效果、可能导致上市公司经营失败的治理因素,从而为今后上市公司的股权改革提供参考。

1.3 本书的研究方法

本书将采用规范研究与实证分析相结合的方法。在理论分析部分,我们将运用演绎法,就一般市场环境条件下股份公司控股股东的形成、股份公司股东权利配置、控股股东与一般股东获取收益的方式和成本等问题进行推理分析,明确控股股东在公司经营发展过程中发挥着重要作用。以此为基础,在实证分析部分,我们将结合中国经济转轨时期上市公司股权结构和股东安排的制度特点,对上市公司控股股东类型进行分类,并按类别收集分析上市公司的资产负债、经营效率和股利分配等数据,从而验证我们在理论分析中提出的观点。

本书分为四大部分:第一部分将在对公司制企业形成和股东权利分配进行分析的基础上,就相对完善市场条件下控股股东与一般股东实现利益的途径、动机和彼此的制约因素等进行理论上的推证,提出由于存在控制权配置的悖论问题,控股股东的类型和持股比例对公司的经营管理有重大影响;第二部分结合规范研究的成果,在对中国证券市场制度形成和国企改革演进进行分析

基础上,讨论中国上市公司控股股东的类型特点、股权集中情况及其影响;第三部分在对我国上市公司数据进行收集整理的基础上,研究分析不同控股股东对我国上市公司的资产负债、经营效率和股利分配是否存在不同影响,并结合有关控股股东变更前后上市公司经营绩效的变化、失败上市公司治理情况等验证,指出我国上市公司中不同类型控股股东的经营效率是不同的;第四部分为结论。

1.4 几个基本前提与概念

本书研究的是股份有限公司中不同股东的行为特征。需要指出的是,股份公司有公开上市和不公开上市两种。我们认为就相对完善市场条件下的理论分析而言,股份公司是否上市对控股股东作用的发挥虽然有一定影响,但两者不存在根本的区别,因此我们理论分析的对象是一般意义上的股份公司。不过在实证分析中,由于我国公司制企业中只有上市公司数据可得,我们将这部分的研究对象限于上市公司。本书研究的基本前提是市场有效性不足、企业合约不完备所决定的企业剩余控制权和剩余索取权存在,所以特别强调以下概念:

科斯定理(产权理论)。当交易费用为零时,产权分配不影响经济效率;当交易费用不为零时,产权分配将对经济效率产生影响。

契约(合约)的不完全性。不完全合约指没有完全描述一切可能发生的事件,并对权利、责任和应对方案作出明确说明和解释的合约。导致合约不完全的原因在于:人是有限理性的,不可能预测所有发生的事件;履约各方的实际绩效衡量标准很难确定;有关合约的信息在履约各方之间不对称分布。

不对称性。在同一外部环境下,某一主体对另一主体占有信

息、程序、权利等方面的优势。这种不对称性在企业中普遍存在，如管理层与股东、上级管理人员与下级员工、参与经营管理的股东和脱离企业的股东。

外生交易费用。指在交易过程中直接或间接发生的那些费用，不是由于决策者的利益冲突导致经济扭曲的结果。

内生交易费用。个体自利决策之间交互作用的结果，是市场均衡与帕累托最优之间的差别（个人机会主义行为导致分工的好处不能被充分利用）。

机会主义。指人们借助欺诈等不正当手段谋取自身利益。机会主义的前提假设是：有限理性经济人、信息不完备、信息分布不对称、人力资本与其所有者天然不可分离的产权特性、人的效用函数不一致和人的行为具有外部性（个体的行为会给其他个体带来收益或造成损害）。机会主义可分为事前（逆向选择）和事后（道德风险）两种，是交易费用研究的核心概念。

外部性。外部经济（不经济）指某一事件给某些人带来收益（造成损害），而这些人又不是直接或间接导致该事件的人（Meade, 1973）。

第2章 控股股东形成及控制权配置

本章中，我们将对股份公司中控股股东的形成、公司股东权利分配等问题进行分析，指出控股股东的出现是市场自然发展和企业组织形式演进的阶段性结果。但由于公司内部存在实际控制权的非对称配置，导致了对控股股东在公司经营中发挥何种作用的质疑。为了更好地说明公司内部各生产要素所有者的权利配置问题，我们将首先对企业理论中有关企业内部组织制度的文献进行简要概括。

2.1 企业内部组织制度理论的演进

在经济学研究中，企业问题很早就引起了学者们的注意。但在古典经济学中，由于经济学还处于起步阶段，理论基础薄弱，并没有对企业理论进行专门研究。而随后的新古典经济学又在微观经济学中将企业简化为一个“黑匣子”，只对企业投入和产出之间的技术函数进行分析，而忽略了企业形成和各种内部制度安排等核心问题。因此，在相当长的一段时期内，经济学说中并不存在系统的企业理论。现代企业理论是随着信息经济学对新古典经济学一系列前提假设的突破而出现的。有关学者结合信息经济学、博弈论等的研究成果，分别从交易成本理论和代理理论对企业与市场的关系、企业内部的组织制度等问题进行研究。这两方

面研究的共同点在于都承认企业是由合约构成的,并且合约是不完全的。其中,在企业与市场关系的研究中,大部分学者认为企业作为个人间一系列合同订立关系的连结,是市场完全性和市场力量影响企业内部关系的函数结果。令人遗憾的是,有关研究由于受古典企业形式影响,在推证分析时一般都隐含了企业管理者与所有者合一的假定,这使得企业形成理论反而对现代企业组织形式的主要代表股份有限公司解释力不强^①。不过,经济学家在这些研究中明确指出股份公司的剩余权利应该统一行使,并且股东是这种权利的当然行使者,为我们深入探讨有关公司内部的组织关系问题提供了指引。

由于企业的内部关系错综复杂,有关企业内部组织制度的研究也各有特色,从根本上看,相关研究主要围绕两个问题展开:一是企业内部的剩余权利(索取权和控制权)归谁所有,即企业参与者的定位问题;二是企业内部不同参与者之间的关系如何处理,即委托代理关系和激励关系问题。

2.1.1 企业内部参与者的定位

对企业内部剩余权利归属问题进行研究的主要有格罗斯曼和哈特(Grossman and Hart, 1980)、哈特和莫尔(Hart and Moore, 1990)、阿根亚和博尔腾(Ahlgion and Bolton, 1992)、费茨罗和穆勒(Fitzroy and Mueller, 1984)以及张维迎(1995)、谢德仁(2001)等。一般认为,格罗斯曼和哈特在1986年提出的不完全合约理论是对产权结构的经济学意义进行研究的最重要模型。该模型指出,由于企业内部交易(纵向一体化后)中的机会主义行为会导致内生交易费用,因此纵向一体化并不能产生完全合约下

^① 而在目前现实的经济生活中,对股份有限公司组织形式的理解直接关系到宏观经济的发展和金融市场的稳定,这也是本文研究的初衷之一。

的交易效果^①。在这种情况下,不应该再纠缠于一体化交易和非一体化交易的比较问题,更重要的是谁将谁一体化(即资产所有权结构将对效率产生影响)。在格罗斯曼和哈特看来,最优的一体化应该将企业的剩余权利让渡给这样的主体:他们对资产的效率影响最大,并且与这种影响有关的合约条件难以通过法庭等外部手段强制执行^②。通过对企业合约不完备性的进一步明确和一体化形式选择的分析,格罗斯曼和哈特发展了企业所有权结构概念,并将其定义为剩余控制权,为企业合约理论的研究提供了一个重要的基点。我们认为,从格罗斯曼和哈特的本义来说,此处的剩余权利是指实物资产的剩余控制权,而对实现一体化后的剩余索取权未予考虑,这正是招致张维迎(1995)后来批评他们将财产所有权和企业所有权混淆的原因之一。因为企业不仅存在剩余控制问题,也存在剩余索取问题,而且剩余索取权是专门针对企业合约的收益权而言的^③。

通过明确地将财产约束引入分析框架,阿根亚和博尔腾(Ahlgion and Bolton, 1992)在交易费用和不完全合约基础上提出企业内部控制权的分配应该是随机的(Contingent Control)。在他们的论文中,一个缺乏起家资本的管理者^④与一个富有的投资者之间的不完全长期合约被模拟成“纵向一体化”,但由于管理者对项目的货币和非货币报酬都感兴趣,而投资者只关心项目的货币报酬。因此,双方的目标存在潜在的冲突,一旦出现合约中

① 即企业合约是不完全的。

② 这类模型的结论就是剩余权的非对称分配有可能减少内生交易费用,即产权分配结构的差别不是无关的,而是对交易费用的大小具有非常关键的影响。

③ 现在普遍的观点是企业的所有权应该包括剩余控制权和剩余索取权,而在我们看来,格罗斯曼和哈特所定义的实物资产剩余控制权应该就是企业的剩余控制权。

④ 在其他的文献综述中此处引述为“缺乏起家资本的企业家”,但按张维迎的定义,如果缺乏资本,就只是管理者,而不能称为企业家。

遗漏的情况时，控制权的分配就至关重要，将直接影响到双方的收益分配。阿根廷和博尔腾认为：①当管理者的个人利益与总利益（货币和非货币的）一同增长时，管理者单方面的控制是有效率的；②当投资者的货币收益与总收益一同增长时，投资者单方面的控制也是有效率的；③当上述双方的收益都不随总收益一同增长时，随机状态控制是最有效率的。阿根廷和博尔腾的观点让人们对企业所有权的理解从静态向动态前进了一大步，特别是对将企业视为合约的联合体有着重要意义，因为合约的联合体有着众多的参与者，那么剩余权利的分配就不可能静态固定在某一方身上，而是应该根据企业的经营状况动态地在参与者之间分配，以契合不完全的合同环境，这可能更加符合各方面的利益。在随后的研究中，这一观点被发展为企业控制权在股东、债权人和管理层之间的随机分配理论：即当企业盈利超过股东预期时，股东不会干预企业，控制权在管理层手上；当企业利润达不到股东要求时，股东撤换管理层，控制权在股东手上；当企业亏损无力偿债时，债权人接管企业。

鉴于资产专用性的实质是一种“套住（Lock in）”效应，费茨罗和穆勒（Fitzroy and Mueller, 1984）通过对企业要素流动性的比较来分析企业内部的权利安排。在他们的模型中，企业是一种合作契约，所有成员在加入企业时是可流动的，但随后部分成员可能因为进入和退出企业的交易费用或不可转换的人力资本积累而流动性下降。在这种情况下，企业内部的非流动性成员将承担流动性成员的机会主义后果。因此，费茨罗和穆勒提出企业内部的权力应该分配给流动性小的成员，即资本的所有者——资本家。

张维迎（1995）在对上述理论提出批判时指出，由于契约理论强调的是信息不对称在决定制度安排中的作用，倾向于把一切观察到的制度安排解释为信息约束下的理性选择，而不重视人们