



上市公司实际控制人 财务行为的治理效应研究

Shangshi Gongsi Shiji Kongzhiren
Caiwu Xingwei de Zhili Xiaoying Yanjiu



万立全  著

本书以最新的委托代理研究范式为方法论基础
综合运用财务学、经济学、管理学、社会学等多学科相关理论
主要从国家实际控制人和非国家实际控制人的财务行为角度
探讨其对中小股东和上市公司的影响以及
对这两类实际控制人的监管对策。

学出版社
ance & Economics Press



本书得到国家社会科学基金项目
《金融危机后全球会计治理及其国际协调机制与我国对策研究》的资助
(项目批准号: 10BJY020)

上市公司实际控制人 财务行为的治理效应研究

Shangshi Gongsì Shiji Kongzhiren
Caiwu Xingwei de Zhili Xiaoying Yanjiu

万立全 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

上市公司实际控制人财务行为的治理效应研究/万立全著.
—成都:西南财经大学出版社,2011.7
ISBN 978-7-5504-0348-2

I. ①上… II. ①万… III. ①上市公司—财务管理—研究
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 139840 号

上市公司实际控制人财务行为的治理效应研究

万立全 著

责任编辑:孙 婧 赵 琴

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028-87353785 87352368
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	148mm×210mm
印 张	7.625
字 数	190千字
版 次	2011年7月第1版
印 次	2011年7月第1次印刷
书 号	ISBN 978-7-5504-0348-2
定 价	28.00元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

序 言

我国从2005年开始的股权分置改革，到2008年已基本完成。股权分置改革有助于实现股票的全流通和同股同权，对解决原非流通股股东与流通股股东的利益冲突以及进一步完善资本市场有着重要作用。但是，在股权分置改革完成后，如何进一步处理好上市公司实际控制人（直接与间接控股股东）与中小股东的相互关系，如何发挥实际控制人在公司治理与财务治理中的积极作用，提升企业价值，是理论研究和实际工作中亟待解决的问题。万立全同志的著作《上市公司实际控制人财务行为的治理效应研究》，在这方面做了创新性的探索，颇具学术价值与应用价值。

该著作的学术价值主要表现在：

(1) 以马克思关于财产的所有权、占用使用权与监管经营权“三权分离”理论为指导，深入论述了委托代理理论的基本原理，指出委托代理关系产生于“三权分离”，而“三权分离”又是社会生产力高度发展，出现大规模分工与协作生产的产物。这一分析，克服了西方经济学者对委托代理理论停留在“自利人”与“信息不对称”等表象层次的肤浅论述之不足。

(2) 论述了上市公司实际控制人对公司的治理效应，分析了新型国有资产管理体制的效率。作者运用唯物辩证法的分析方法，指出实际控制人对上市公司的治理具有“激励效应”与

“壁垒效应”的双重效应，这就克服了学术界不少学者对实际控制人在公司治理中的负面效应看得过多，而对正面效应估计不足的缺陷。作者通过实证分析，客观地证明了新型国有资产管理体制发挥了提高上市公司效率的作用。这一实证结论，有力地批驳了学术界某些学者从委托代理层次增加会降低上市公司效率的角度，对新型国有资产管理体制的责难，从而对坚持和完善新型国有资产管理体制提供了理论支撑。

(3) 探讨了控制权私人收益的“二重性”，指出实际控制人私人收益应区分为正常收益（监管成本补偿）与超额收益（自身私利）两部分，认为对正常收益应加以维护，对超额收益应加以监控。这一观点，克服了某些学者否认实际控制人私人收益具有合理性的片面认识。

万立全同志的著作，不仅具有学术价值，而且具有应用价值。该著作提出为解决各类国有资产统一监管问题，可在全国人民代表大会下设立国有资产监督管理委员会的专门机构，对目前分别由不同部门监管的国有产业资本、金融资本、土地资本、资源性国有资产和非经营性国有资产，实行统一监管，防止各自为政；提出了完善现行国有资产监督管理委员会三层次监管结构的设想，主张对国资委工作人员实行有别于国家一般公务员的薪酬制度。上述政策建议，虽不完全成熟，但对深化国有资产管理体制改革具有重要参考价值。这部著作，是万立全同志在其博士论文的基础上修改而成的。作为高等学校的年轻教师，他这种对学术研究的执著精神和理论联系实际的学风，是很值得称赞的。作为他的博士生导师，我乐于推荐这本书。

郭复初

2011年6月于西南财经大学

前 言

美国著名财务学家 Jay R. Ritter (2005) 指出, “与过去的研究范式相比, 财务学研究的最新进展之一是越来越关注于‘法与金融’的研究……”的确, 国外学者对上市公司委托代理关系的研究经历了从研究股东与经营者之间的代理冲突到研究控制性股东 (也称为实际控制人) 与中小股东之间的代理冲突的转变。在我国, 越来越多的学者也开始从委托代理冲突的研究视角转向关注实际控制人与中小股东之间的代理冲突。

据统计, 到 2008 年末, 已经有超过 95% 的原国有上市公司完成了股权分置改革。随着非流通股的解禁, 我国资本市场开始呈现出股份全流通的特点。在资本市场全流通的背景下, 原国有上市公司实际控制人的财务特征发生了诸多变化, 这就有必要研究在后股权分置时代, 实际控制人的财务行为会给上市公司和广大中小股东造成什么样的影响。而且, 颇具中国特色的是, 我国国家控制公司和非国家控制公司并存, 实际控制人的形式较多。因此, 有必要进一步研究我国不同类型的实际控制人对相关公司的影响是否存在差异。通过对这些影响的分析可以为寻找对实际控制人的监管对策提供思路, 因为资本市场的健康发展离不开对实际控制人的有效监管。唯有如此, 才能使我国资本市场有序发展, 从而维护广大中小股东以及上市公司的利益。而目前我国关于股权分置改革的研究文献对上述问

题并未完全涉及，基于此，本书以最新的委托代理研究范式（即 LLSV 范式）为方法论基础，主要从国家实际控制人和非国家实际控制人的财务行为角度，探讨他们对中小股东和上市公司的影响，并最终探讨对两类实际控制人的监管对策。

本书共计 8 章，分为理论分析、实证分析、对策研究和总结四大部分。其中第 1 章到第 3 章为理论分析部分，第 4 章到第 6 章为实证部分，第 7 章为对策研究部分，第 8 章是本书的总结。

本书主要在如下几个方面有所改进与创新：论述了马克思关于委托代理理论的基本原理和实际控制人对上市公司的治理效应，分析了新型国有资产监管体制的效率；探讨了控制权私人收益的两分法理论观点，改进了控制权私人收益的计量公式；阐述了分类监管的新理念，提出了完善国有资产出资人代表监管体系的新设想；提出了交叉持股下计算间接持股比例的新方法。

本书关于后股权分置时代实际控制人对上市公司的影响及其监管的研究是一种探索性质的研究，难免存在一些不足之处，敬请广大专家、学者和读者批评指正。

Preface

Jay R. Ritter — the famous American finance expert (2005) pointed out that “Compared to past study paradigm, one of the latest developments of financial research is more and more focusing on the research about ‘law and finance’”. Indeed, foreign scholars’ studies on principal-agent relationship about listed company experienced a change from studying agent conflict between shareholder and manager to studying agent conflict between controlling shareholder (it is actual controller) and manager. In China, a growing number of scholars have also begun to turn research perspective about principal-agent conflict to agent conflict between actual controller and manager.

According to statistics, by the end of 2008 more than 95% of the original state-owned listed company completed the reform. With the banning of non-tradable shares, China capital market starts to show a full share circulation characteristics. Under this background, a number of changes of actual controller’s financial characteristics of the former state-owned listed companies have taken place. Then, it is necessary to study what kinds of impacts resulting from actual controller’s financial behaviors after post-non-tradable share period. Moreover, in China, state-controlled company and non-state-controlled one co-exist, there are many forms of actual controllers. Therefore, it is necessary to further study whether there are differences among company’s impact of

different types of actual controllers. Through analysis of these impacts, we can findco to regulate actual controller. Because healthy development of capital markets can not be separated from effective supervision to actual controller, only this, can China capital markets orderly develop and the interests of listed company andmi widely maintain. Now, research literature about share reform has not been fully involved in these issues. In view of this, based on the latest research paradigm (that is, LLSV), This book discusses the impacts of actual country controller and actual non-country controller, and exploresu s to them.

This book is composed of eight chapters, and divided into four parts: theoretical analysis, empirical analysis, countermeasure study and summary. Chapters 1 to Chapter 3 are theoretical analysis. Chapters 4 to Chapter 6 are empirical part. Chapter 7 is countermeasure study, and chapter 8 is a summary of the full text.

Improvement and innovation of the article are mainly reflected in the following areas: this book analyzes basic contents of Marxist principal-agent theory, discusses actual controller's governance effect to listed companies and efficiency of new state-owned assets supervision and management system; this book raises dichotomy theory views about private benefits of control, and improves measurement formula; this book puts forward new ideas on classification regulatory, raises new ideas to improve state-owned assets supervision and management system; this book raises new method about calculating indirection shareholding ratio under cross-shareholding.

Because the study on financial characteristic and supervision of actual controller in post-non-tradable share period is an exploring research, inevitably there are some deficiencies, which are criticized by experts, scholars and readers.

目 录

- 1 导论 / 1
 - 1.1 问题的提出 / 2
 - 1.2 研究思路与研究框架 / 6
 - 1.2.1 研究思路 / 6
 - 1.2.2 主要内容与框架 / 7
 - 1.3 研究的主要创新与不足之处 / 10

- 2 文献综述 / 13
 - 2.1 B-M 范式下委托代理关系研究综述 / 14
 - 2.1.1 内部人持股与公司治理效率研究综述 / 16
 - 2.1.2 股权主体身份结构与公司治理效率研究综述 / 21
 - 2.2 LLSV 范式下委托代理关系研究综述 / 30
 - 2.2.1 控制性股东的所有权特征与企业价值关系研究综述 / 32
 - 2.2.2 控制性股东与控制权私人收益关系研究综述 / 40
 - 2.3 股权分置改革相关研究综述 / 58
 - 2.3.1 股权分置改革前的文献综述 / 58
 - 2.3.2 股权分置改革后的文献综述 / 59

- 3 理论基础与制度背景 / 65
 - 3.1 理论基础 / 65
 - 3.1.1 委托代理理论的不同观点 / 65
 - 3.1.2 委托代理关系形成的条件 / 79
 - 3.1.3 委托代理关系的特征 / 80
 - 3.1.4 我国国有资产委托代理关系分析——委托代理所有权 / 82
 - 3.2 制度背景与变迁 / 85
 - 3.2.1 资本市场从股权分置到股权一致 / 86
 - 3.2.2 国有资产管理体制从“五龙治水”到统一的国有资产出资人代表制度的建立 / 94
 - 3.2.3 民营企业上市：直接上市和间接上市并存 / 108
- 4 B-M 范式和 LLSV 范式下委托代理成本的模型分析 / 113
 - 4.1 B-M 范式下的委托代理成本 / 113
 - 4.1.1 基本假定 / 113
 - 4.1.2 股东与经营者的代理成本 / 113
 - 4.2 LLSV 范式下委托代理成本 / 116
 - 4.2.1 所有权与控制权的分离 / 116
 - 4.2.2 实际控制人的代理成本 / 123
- 5 实际控制人财务行为与上市公司价值 / 132
 - 5.1 中国上市公司实际控制人财务行为特征分析 / 132

5.1.1	实际控制人类型的界定 /	132
5.1.2	实际控制人财务行为特征分析 /	133
5.2	中国上市公司实际控制人财务行为特征与企业价值关系分析 /	135
5.2.1	研究假设 /	135
5.2.2	研究设计 /	139
5.2.3	实证检验 /	143
5.2.4	结论 /	151
6	实际控制人财务行为与控制权私人收益 /	153
6.1	控制权私人收益的定性分析与计量方法改进 /	153
6.1.1	控制权私人收益的定性分析 /	153
6.1.2	控制权私人收益的计量方法改进 /	159
6.2	中国上市公司控制权私人收益的计量及影响因素分析 /	162
6.2.1	研究假设 /	162
6.2.2	研究设计 /	164
6.2.3	实证分析 /	169
6.2.4	结论 /	174
7	后股权分置时代对实际控制人监管的新思路 /	176
7.1	后股权分置时代实际控制人的不当行为 /	177
7.1.1	后股权分置时代实际控制人与上市公司关系的变化 /	177
7.1.2	后股权分置时代实际控制人的不当行为表现 /	183

7.2	后股权分置时代对实际控制人的监管思路 /	186
7.2.1	对国家实际控制人的监管 /	187
7.2.2	对非国家实际控制人的监管 /	195
7.2.3	加强对实际控制人的信息披露 /	196
7.2.4	完善公司治理环境 /	200
7.2.5	改进公司治理结构 /	204
8	主要结论、启示和未来研究方向 /	207
8.1	主要结论与启示 /	207
8.2	研究的不足之处与未来研究方向 /	211
8.2.1	研究的不足之处 /	211
8.2.2	未来研究方向 /	212
	参考文献 /	214
	后记 /	232

1 导论

2005年4月29日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动股权分置改革试点工作，拉开了解决我国上市公司非流通股流通问题的序幕。到2008年，股权分置改革已经进行了3年有余。据统计，截至2007年末，有1259家公司完成了股改过程，加上股改前即为全流通的“老八股”和2006年后IPO的公司，共计1518家，占所有上市公司的96.63%。可以说，股权分置问题已经不是影响我国证券市场发展的主要问题。

在股改阶段，我国学者对股权分置改革的研究主要集中在股改对价方案，探讨对价的影响因素、股改的时机、股改的市场反应等问题，并未涉及股权分置改革后实际控制人的财务行为对公司造成的影响和上市公司的代理问题。那么，股改后我国上市公司的代理冲突是否有所缓解？实际控制人的财务行为会对公司造成什么样的影响？有何新的特点？相关的研究还不是很多。基于此，本书以委托代理理论的最新研究成果为基础，以股权分置改革后我国上市公司为研究对象，探讨后股权分置时代上市公司实际控制人的财务行为对上市公司的治理效应以及监管对策问题。

本章首先分析本书的研究背景并提出所要研究的主要课题；

其次阐述本书的研究思路、研究的主要内容；最后指出本书的主要创新与不足之处。

1.1 问题的提出

股权分置改革的初衷是通过将非流通股份逐步转换为流通股份，引导上市公司的非流通股股东特别是公司的大股东与公司的流通股股东利益趋于一致，从而达到改善公司的微观治理结构，同时激活公司的控制权市场来提升资本市场的运作效率。因此，股权分置改革从根本上说是公司治理改革。股权分置改革后控股股东乃至实际控制人面临的环境发生变化，其行为取向亦相应变更，使其对所控制公司的价值影响有所变动。那么，后股权分置时代，实际控制人对上市公司具有哪些重要影响呢？

股权分置改革虽然解决了非流通股的流通问题，但是，从股权集中度上看，实际控制人仍然掌握着对上市公司的控制权，仍然会对公司治理发挥重要作用。因此，研究实际控制人对上市公司的影响问题与考察上市公司的股权结构对公司治理的影响密切相关。在 La Porta et al (1997, 1999, 2000, 2002) 的系列研究之前，占主导性的观点认为，公司治理所涉及的委托代理问题主要是管理者与外部股东及债权人之间的代理问题，即由 Berle 和 Means (1932) 所开创的研究范式。这种范式产生的背景是所有权广泛分散的公司治理结构，以美国、英国、日本的资本市场为代表。然而，La Porta et al (1997, 1999, 2000, 2002), Claessens et al (2000, 2002) 等的一系列研究表明，在世界上大多数国家，委托代理冲突主要表现为控制性股东与广大中小股东的代理问题。

与此相对应，我国学者在 2003 年以前研究股权结构对上市

公司价值影响的文献主要集中在国有股、法人股或第一大股东对公司价值的影响，没有追溯到控制性股东（也称为实际控制人）。这固然受研究方法的局限，但也与资料获取的难易程度有关，从2003年以后，这种状况有所改变。2001年8月，中国证券监督管理委员会（证监会）发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号〈年度报告的内容与格式〉》，要求上市公司在年度报告中按照控股股东的披露内容披露实际控制人的情况。该规定首次提出对实际控制人的披露要求，但具体披露内容不是很明确，很多公司2001年、2002年并没有在年度报告中披露实际控制人的股权情况，且实际的披露情况与证监会的要求存在很大差距。2004年，证监会修订的年度报告准则中要求上市公司以方框图的形式披露公司与实际控制人的产权和控制关系。此规定有助于投资者了解从控股股东到实际控制人的所有权、控制权及其他相关信息，因此可以说，我国上市公司相对规范的实际控制人的披露是从2004年年报开始的。2007年修订的年度报告准则进一步明确：“实际控制人应披露到自然人、国有资产管理部门，或者股东之间达成某种协议或安排的其他机构或自然人，包括以信托方式形成实际控制的情况”，并要求同时以方框图和文字的形式披露公司与实际控制人的产权与控制关系。证监会对信息披露准则的修订提高了上市公司信息披露的透明度，使得投资者可以准确地了解上市公司与实际控制人之间的产权与控制关系，同时为研究实际控制人提供了数据。于是，2003以后关于实际控制人的代理问题有了部分研究，如刘苟佳等（2003），赖建清、吴世农（2004），叶勇（2005），王鹏、周黎安（2006），苏启林、朱文（2003），谷祺等（2006），王鹏等（2008）。但他们的实证研究中所用数据大多为2003年或2004年的资料，皆为股改前数据，尚缺乏股改后的数据支持。而同时期有关股改的文献主要集中在股改对价的

合理性等方面，并未涉及股改后公司治理的改善与否问题。另外，仔细研究上市公司2007年度所发布的年度报告发现，上市公司所披露的实际控制人情况仍然有不完善情况。现在，股改已经3年有余，有必要在全流通的背景下研究实际控制人的财务行为对上市公司价值的影响。基于此，本书选择后股权分置时代实际控制人财务行为特征与上市公司价值的关系以及实际控制人与控制权私人收益的关系作为研究的切入点，分析实际控制人对上市公司的影响，从而剖析后股权分置时代实际控制人与中小股东的代理成本的大小问题，并提出对实际控制人的监管思路。

La Porta et al (1999, 2000, 2002), Claessens et al (2000, 2002) 的研究表明，在西欧、东亚国家（地区），控制性股东主要通过3种手段实现所有权与控制权的分离，其中金字塔结构是最为普遍的手段。近年来，随着越来越多的民营企业上市和上市公司的股权由国有向民营的部分转移，我国上市公司中金字塔控股结构和交叉持股的所有权结构日益增多，如“德隆系”、“复星系”、“横店系”、“万向系”等等。事实上，目前，我国有相当部分的上市公司由政府尤其是各级国资委所控制，而国资委或通过集团公司控股，或通过国有资产中介经营公司控股，并没有直接控股。因此，国家控制的上市公司也呈现出金字塔控股的特点。也就是说，无论是国家控制公司还是非国家控制公司，金字塔控股和交叉持股都是非常普遍的现象。那么，我国上市公司的所有权与控制权的分离有多大？这种分离对公司价值造成什么影响？是激励效应还是壁垒效应？抑或二者兼而有之，上市公司到实际控制人的控制链的长短对公司价值是否有影响？这些都是本书要研究的一个重要问题。

从2003年起，我国建立了以国有资产出资人代表为主导的新型的国有资产监管体制，作为一种新型的国有资产监管体制，各