

三友会计论丛第7辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

7
辑

公司治理与 第一大股东的所有权

Corporate Governance and
Ownership of the Largest
Shareholder

徐晓东 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



公司治理与第一大 股东的所有权

徐晓东 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大 连

© 徐晓东 2006

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理与第一大股东的所有权 / 徐晓东著. — 大连 :
东北财经大学出版社, 2006. 2

(三友会计论丛 · 第7辑)

ISBN 7-81084-796-1

I. 公… II. 徐… III. 股份有限公司-股东-所有
权-研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 145056 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连海事大学印刷厂印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm × 210mm

字数: 144 千字

印张: 5 3/4

印数: 1—3 000 册

2006 年 2 月第 1 版

2006 年 2 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 孙晓梅 康兴元
封面设计: 冀贵收

责任校对: 刘铁兰
版式设计: 孙萍

定价: 20.00 元

作者简介

徐晓东，男，安徽桐城人，1968年11月生。清华大学经济管理学院会计学博士，中国人民大学商学院会计系讲师，现正在香港理工大学会计及金融学院从事博士后工作。徐晓东博士的研究方向主要为财务金融理论、会计与资本市场、公司治理、产业政策等，曾在《经济研究》、《数量经济与技术经济研究》、《管理评论》等杂志发表学术论文多篇。



出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入,会计基础理论研究的薄弱和滞后,已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言,既是严峻的挑战,又是难得的机遇。说它是“挑战”,主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性,因为许多实践问题急需相应的理论指导,而这些实践和理论在我国又都是新生的,没有现成的经验和理论可资借鉴;说它是“机遇”,主要是强调在经济体制转轨的特定时期,往往最有可能出现“百花齐放,百家争鸣”的昌明景象,步入“名家辈出,名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”,抓住“机遇”,是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此,我们与中国中青年财务成本研究会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所,力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补,密切联系老、中、青三代会计工作者,发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性,致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务,以期为我国的会计改革与发展做出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”,用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟萃名人力作及新人佳作,传播会计、财务、审计研究与实践的最新成果与动态。自1997年起,本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法,如此大规模地遴选、出



版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

谷 祺 欧阳清 冯淑萍 李志文

委员 (以姓氏笔画为序):

马君梅	王立彦	王光远	王化成
方红星	刘永泽	刘志远	刘明辉
刘 峰	孙 铮	宋献中	李 爽
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞
何顺文	杨雄胜	陆正飞	陈毓圭
陈国辉	陈建明	陈信元	陈 敏
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴
赵德武	夏冬林	秦荣生	徐林倩丽
黄世忠	谢志华	蔡 春	薛云奎
魏明海	戴德明		



序

徐晓东博士的著作即将出版，他希望我为本书作序，我欣然同意了。作为他在博士研究生学习和论文写作期间的指导教授，我想我理解他所完成的工作的价值所在。但实际上，无论在当时进行论文指导，还是现在来撰写这篇序言，对我来说都不是轻松的事。我个人的研究领域一直集中于资产定价和企业资本结构。对于资本结构的研究也主要是从价值的角度而非利益均衡的角度来研究。因此，公司治理问题背后的理论体系对我来说并不是很熟悉的。

我个人也是国内倡导实证（positive）研究方法的先行学者之一，但实际上，我个人至今还对经验性（empirical）研究方法在什么前提下会是有效的这一问题没有足够的信心。演绎方法的可靠性在于逻辑推理，归纳方法的可靠性则首先依赖于对各种影响因素（变量）的足够详尽的把握。而实证研究既要满足理论推演方面的逻辑严谨性，又要满足归纳性工作的全面性（相关性）和可靠性。具体到中国的研究环境，由于迅速发展和变动的制度性条件以及有限可得且常常在可靠性方面存疑的数据都为实证研究的经验性验证工作提出了挑战。当然，也正是这种迅速变易的环境才使这类研究具有非常独特的价值。

徐晓东的著作无论从方法论的角度，从制度性变量选择的角度，还是从研究工具（计量方法、数据归集等）的使用的角度来看，都做得相当出色。这是一部相当“干净”的著作，所谓“干净”，是指著作从头至尾梳理得脉络清晰，没有多少含混之处。

本书的研究视角是“第一大股东”，这一研究视角把握住了中



国上市公司治理问题中较普遍的“一股独大”现象。从这一视角出发，作者在一个较完整的研究框架之内，对公司治理、所有权结构和公司业绩的关系进行了经验性探究，为进一步的理论分析和相关政策制定提供了可信赖的经验证据支持，这是本书的应用价值所在。

本书的主要发现可概括为如下四点：

(1) 上市公司第一大股东不同的所有权比例和性质决定着公司不同的代理关系，从而决定公司治理对投资人利益保护的不同，在其他条件相同的情况下，决定了公司代理成本的高低以及决策和战略的效率性，并导致公司业绩和价值的差异。

(2) 上市公司第一大股东的所有权比例与企业业绩或价值之间存在着“M”形的“区间效应”，并且这种“区间效应”及其规律性不随第一大股东所有权性质的变化而变化。但第一大股东的所有权性质不同，其“M”形在价值维度上的取值和振幅也不同，国家股股东的公司其“M”形在价值维度上的取值较低，振幅较小。

(3) 上市公司第一大股东的所有权水平和性质不同，公司治理的代理变量也不同，并且公司治理代理变量的差异能够解释因第一大股东的所有权水平和性质不同所导致的业绩或价值差异。与其他股权的公司相比，第一大股东为国家股股东的公司企业业绩较差，其高级管理层受到来自企业内部以及市场的监督和激励较少，公司治理的效力较低。

(4) 第一大股东的变更通过改变其所有权的水平和性质，影响企业的业绩或价值。第一大股东的变更导致的国有股减持、国家产权的战略性退出以及股权的相对分散化，有利于公司治理效力的提高，也有利于公司规模的管理的专业化。

可以说，本书为“一股独大”现象提供了某些很有价值的研究结论：

在一股独大情况下，上市公司大股东的所有权比例和性质决定了公司的委托—代理关系和公司治理对投资人利益的保护程度；第一大股东存在最优的所有权结构，适度的一股独大有利于降低公司



的代理成本，提高企业业绩；国有股股权在减持过程中应优先减持等等。

作为本书研究工作的延续，徐晓东博士目前正在进行富有成果的进一步探索，我衷心祝愿他在本书的基础上有更多更有价值的新发现。

徐晓东博士的著作在写作过程中得到了国家自然科学基金和社会科学基金的支持，在这里我也代他一并致谢。

陈小悦

2005年10月20日



前言

在经济全球化的今天，面对日趋激烈的市场竞争，企业的生存正面临日益严峻的挑战。企业的生存竞争不仅是产品市场和要素市场的竞争，在很大程度上还是企业治理机制的竞争（Kole and Lehn, 1997）。各国公司治理模式的趋同化倾向，也进一步证明了公司治理机制在国际竞争中所扮演的重要角色（Rubach and Sebor, 1998）。然而，对公司治理优化问题的研究，却是一个充满挑战的世界性难题。因为大量的研究表明，各国公司治理模式不仅有着趋同化的演进，而且与该国法律、文化、历史和经济发展水平等众多因素相依存。不同的公司治理模式有不同的优越性，没有理由相信过去被证明为有效率的公司治理机制在环境和条件改变后仍然能保持其效率性（Hopt et al., 1998）。

我国学者对公司治理问题的研究，是和国有企业的改革紧密联系在一起。随着研究的深入，人们普遍认识到，国有企业改革不仅要明晰产权，创造公平的竞争环境，还必须构建合理的公司治理机制。由于股权结构是公司治理的核心，对上市公司股权结构与企业业绩关系问题的研究因而成为公司治理研究的重要方面。大量的文献都在反复地考证国有股、法人股和流通股对企业业绩的影响。然而，作者以为，当前从股权结构入手对公司治理问题的研究并没有抓住问题的关键和本质，因为中国上市公司股权结构的特色是“一股独大”，只有从第一大股东的视角对公司治理问题的研究才是基础性的。

作者认为，在一股独大的情况下，第一大股东的所有权比例和



性质决定了公司的委托—代理关系和公司治理对投资人利益的保护程度。在其他条件相同的情况下，第一大股东的所有权比例和性质的差异，将导致公司代理成本的差异并进而影响公司的业绩或价值。本书通过创立一个完整的理论框架，首次从第一大股东的视角分析了第一大股东的所有权比例和性质与企业业绩和公司治理效力的关系。本书以 1997 年之前上市的 508 家中国上市公司 1997—2000 年四年间的 2 032 个观察值为样本，考察了第一大股东的所有权比例、所有权性质以及第一大股东的变更对公司治理效力和企业业绩的影响。

本书的研究发现，上市公司第一大股东的所有权比例与企业业绩之间存在着较为显著的“M”形“区间效应”，并且这种“区间效应”及其规律性存在于不同所有权性质的企业，具有相当的稳定性。同时，第一大股东的所有权性质不同，其“M”形在价值维度上的取值和振幅也不同，国家股股东的公司“M”形在价值维度上的取值较低，振幅较小，并且差异显著。进一步的研究表明，上市公司第一大股东的所有权性质对公司业绩、股权结构和治理效力具有显著的影响，并且不同所有权性质的公司在公司治理代理变量上的显著差异确实导致了公司业绩的差异。第一大股东为非国家股股东的公司有着更高的企业价值和更强的盈利能力，高级管理层面临着更多的来自企业内部以及市场的监督和激励，公司治理的效力更高。第一大股东为国家股股东的公司董事长和总经理两职兼任更为普遍，具有更大的董事会规模，更低的外部监事比例以及董事长和 CEO 更少地持有公司的股票等确实都是导致国家股股东的公司“M”形在价值维度上的取值较低，振幅较小，公司业绩较差的一个原因。

本书的研究还发现，第一大股东的变更对不同所有权性质的公司带来的影响有所不同，但基本上都是正面的。第一大股东的变更通常伴随着国家股权的减少，有利于公司治理效力的提高，也有利于公司规模的管理和管理的专业化。

本书的研究基本验证了由理论模型导出的研究假设的正确性，



为国有股减持和股权多元化政策的科学性提供了经验证据，论证了公司控制权市场对深化企业改革和完善公司治理的重要性。

徐晓东

2005 年 10 月 1 日



目录

1 引 言	1
1.1 研究缘起	1
1.2 研究机会	3
1.3 本书结构	6
1.4 本书创新点	8
2 制度背景分析	10
2.1 我国企业治理结构的演变	10
2.2 我国上市公司治理结构的特征	16
2.3 本章小结	31
3 文献综述	32
3.1 国外研究述评	32
3.2 国内研究述评	42
3.3 本章小结	48
4 理论基础分析	50
4.1 公司治理的存在条件和演变	50
4.2 投资者利益保护与大股东侵害	60
4.3 投资者利益保护与企业价值	66



4.4	本章小结	75
5	第一大股东的的所有权比例、企业业绩与公司治理效力	77
5.1	问题的提出	77
5.2	文献回顾	77
5.3	样本及变量描述	79
5.4	描述性统计及单变量分析	83
5.5	多变量分析	91
5.6	本章小结	95
5.7	本章附录	96
6	第一大股东的的所有权性质、企业业绩和公司治理效力	98
6.1	问题的提出	98
6.2	所有权性质对公司业绩和治理效力的影响分析	99
6.3	公司治理变量与企业业绩的关系分析	110
6.4	本章小结	124
7	第一大股东的变更、企业业绩和公司治理效力	126
7.1	问题的提出	126
7.2	第一大股东变更的动因和方式	126
7.3	第一大股东变更对公司业绩的影响	127
7.4	本章小结	134
8	结 论	135
8.1	研究结论	135
8.2	几点启示	138
8.3	研究局限及进一步研究的方向	140



主要参考文献	142
致 谢	160



1

引 言

1.1 研究缘起

最近十几年来,世界各国对公司治理 (corporate governance)^①的研究方兴未艾并已形成全球性浪潮。人们对公司治理的研究和关注已经渗透到经济、政治、社会和法律等众多领域,无论是理论界还是实务界,都纷纷从不同的视角对公司治理的研究表现出浓厚的兴趣。在世界范围内对公司治理的研究和关注达到了如此空前的程度是有其深刻的内在根源的。公司治理作为解决现代公司所有权和控制权分离问题的一系列制度安排,其目的是为了保证投资人得到合理的投资回报 (Shleifer and Vishny, 1997)。合理的公司治理机制,不仅是现代公司设立、运行和发展的必要条件,而且也是公司降低代理成本、保护投资人利益和实现企业价值最大化的制度保障和前提。当前众多的研究表明,公司治理的效力不但在很大程度上影响着企业的价值或业绩 (Yermack, 1996; Rosenstein and Wyatt, 1997; Klein, 1998; Vafeas, 1999),而且也影响着一国资本市场

^① corporate governance 是个很难准确翻译的词,本书将其译成“公司治理”,除此之外,国内还有“公司治理结构”、“法人治理结构”以及“企业治理机制”等译法,但基本内涵是大体相通的。本书在不同场合为了更好地表达对各种译法均有采用。“公司治理”狭义地讲是指有关公司董事会的职能、结构、股东的权力等方面的制度安排;广义地讲是指有关公司控制权和剩余索取权分配的法律、文化和制度性安排,即是一个关于企业所有权安排的契约。公司治理作为解决现代公司所有权和控制权分离问题的一系列制度安排,其目的是为了保证投资人得到合理的投资回报。