

致敬中国资本市场三十年

中国式资本市场、 公司治理与企业发展

Capital Market with Chinese Characteristics,
Corporate Governance, and Corporate Development

夏立军等◎著



产权类型
地区市场化进程
公司治理

资本市场发展需要怎样的法治基础？
为何要让市场发挥决定性作用，同时更好地发挥政府作用？
资本市场改革开放如何行稳致远？



上海财经大学出版社
SHANGHAI EAST CHINA UNIVERSITY PRESS

中国式资本市场、 公司治理与企业发展

Capital Market with Chinese Characteristics,
Corporate Governance, and Corporate Development

夏立军等◎著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

中国资本市场从无到有、从小到大,目前已经成为全球第二大资本市场。中国资本市场三十年的发展历史,既是可歌可泣、波澜壮阔的伟大历史,同时也是摸着石头过河、跌跌撞撞的艰难历史。如何真正地实现“三十而立”“四十不惑”,是中国资本市场面临的重要挑战,关系到中国经济未来能否持续、高质量地发展。本书作者长期探索和研究中国国情下资本市场、公司治理与企业发展的机制、机理及其制度条件,将十多年来的主要思考和研究成果凝集成书。希望此书的出版,能够有助于各方对中国资本市场上政府、企业与市场关系的理解,并促进中国资本市场制度体系的转型升级。

图书在版编目(CIP)数据

中国式资本市场、公司治理与企业发展 / 夏立军等著. —上海:
上海交通大学出版社, 2019
ISBN 978-7-313-22547-4

I. ①中… II. ①夏… III. ①资本市场-研究-中国②公司-企业管理-研究-中国③企业发展-研究-中国 IV. ①F832.5②
F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 263485 号

中国式资本市场、公司治理与企业发展

ZHONGGUOSHI ZIBEN SHICHANG、GONGSI ZHILI YU QIYE FAZHAN

著 者: 夏立军 等

出版发行: 上海交通大学出版社

邮政编码: 200030

印 刷: 上海万卷印刷股份有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16

字 数: 447 千字

版 次: 2019 年 12 月第 1 版

书 号: ISBN 978-7-313-22547-4

定 价: 98.00 元

地 址: 上海市番禺路 951 号

电 话: 021-64071208

经 销: 全国新华书店

印 张: 25

印 次: 2019 年 12 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告 读 者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话: 021-56928178



献给中国资本市场设立三十周年
致敬中国资本市场的建设者和研究者



前言

本书是过去十多年中我和合作者一起从事中国资本市场研究的主要成果汇集。自从踏上学术道路,我的研究方向基本上可以概括为探索和研究中国国情下资本市场、公司治理与企业发展的机制、机理及其制度条件。而走上学术道路,确立这个研究方向,源自我的求学和工作经历,尤其是在上海财经大学的求学经历。

1993年至1997年期间,我在杭州电子科技大学(原杭州电子工业学院)读本科。这所学校不是“985”,也不是“211”,校园占地只有百余亩,不过倒是出了不少名人。比如,当时郑钧刚刚离开这所学校,出了他的第一张摇滚专辑《赤裸裸》;马云当时正在校园里教英语,不久后离职创立了阿里巴巴;现任中国证券监督管理委员会主席易会满也曾在这所学校求学。本科毕业后,我在苏州市的一家会计师事务所工作了近三年时间,从事独立审计、资产评估等工作。在此期间,我接触了当地的大量民营和外资企业,经历了当地乡镇企业和国有企业的改制历程,同时也经历了会计师事务所自身的改制过程。2000年,我考取了向往已久的上海财经大学会计学硕士研究生,开始接触实证会计研究,之后又于2003年考取了上海财经大学会计学博士研究生。

当时的上海财经大学,已是中国实证会计研究的一面旗帜。无论是1995年发起设立中国会计教授会,吸引海外学者来访授课、开展学术交流与合作,还是改革博士生培养体系,倡导和实践实证会计研究,在国内外顶级期刊发表研究成果,都是领全国风气之先,为中国会计学界注入了科学研究的范式和方法,同时也注入了立足中国制度背景开展中国本土问题研究的基因。一大批海外学者如李志文(Jevons Lee)、陈建文(Kevin Chen)、范博宏(Joseph Fan)、黄德尊(T. J. Wong)、陈杰平(Charles J. Chen)、陈世敏(Shimin Chen)、苏锡嘉(Xijia Su)、张国昌(Guochang Zhang)、Mary Barth、Mark DeFond、Charles M. C. Lee、Katherine Schipper、Ross Watts等,一批谙熟中国国情和中国资本市场制度背景的名师如汤云为、张为国、孙铮、陈信元等,与一批优秀的博士生如李东平、赵宇龙、李树华、原红旗、王跃堂、陈冬华、李增泉、张田余等,在大量的课堂、讲座、研讨和研究中,共同绘就了实证会计研究在上海财经大学兴起的画卷,孕育了一批具有持续影响的中国会计与资本市场问题研究成果。陈信元教授长期担任上海财经大学会计学院院长,克服了种种困难,戮力改革,为博士生和年轻教师开展高水平学术研究

营造了优良的学术环境。我身处其中,耳濡目染,深受影响。

攻读博士期间,我更是有幸师从陈信元教授和黄德尊教授两位名师,也由此注定了中国问题与国际视野相结合的研究方向。2006年博士毕业后,我应黄德尊教授邀请赴香港中文大学做博士后研究。在那里,我与黄德尊教授更加深入地讨论与合作,继续修改完善博士论文的主体内容,最终共同完成了发表于国际顶级会计期刊之一 *Journal of Accounting and Economics*、日后产生较大影响的成果。犹记得,在香港中文大学美丽的“天人合一”山水风景中,与黄德尊教授一起思考、讨论中西交融时代背景下中国资本市场会计与公司治理问题的日子。收入本书的多项研究成果得益于两位老师的指导、启发或合作,同时也受益于诸多海内外学者的影响。在此,我要向两位老师以及其他开拓中国实证会计研究和中国资本市场研究之路的学者们致以深深的敬意和感谢。

本书的内容分为上下两个部分。

第一部分是“产权类型、地区市场化进程与公司治理”。这部分立足于探讨中国上市公司的政府与企业关系,为理解中国上市公司的公司治理与企业发展提供了“产权+地区”的基本分析框架(如图1所示)。这部分收录的研究成果,连同学界同行开展的大量后续研究表明,这一框架解释了中国上市公司在公司治理结构、投资行为、融资行为、会计审计、信息披露与企业发展等方面的诸多差异。

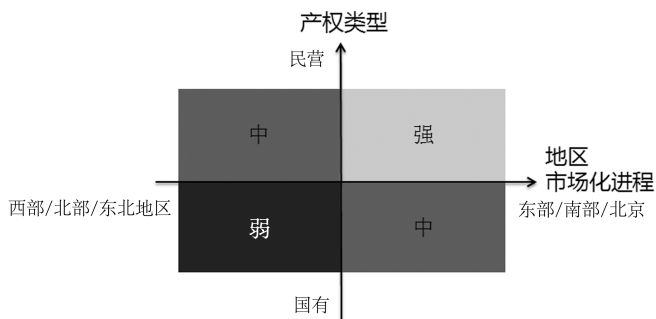


图1 产权、地区与公司治理

一个基本的发现是,就平均意义上而言,国有上市公司的治理效率低于民营上市公司。前者面临的主要问题是股东与经理之间代理问题引起的价值创造激励不足,而后者面临的主要问题是大小股东之间代理问题引起的价值分配激励不足。此外,无论是国有上市公司还是民营上市公司,随着公司所处地区的市场化进程提高,公司治理效率也显著提高。这一基本发现支持了国有企业改革的“抓大放小”和“战略调整”改革方向,同时也揭示了地区市场化进程在公司治理与企业发展中的重要性。

时至今日,观察中国资本市场的上市公司群体,依然可以发现在民营控股的产权类型中以及市场化程度高的地区,更可能出现优秀的、有竞争力的、具有长

期成长性的上市公司,而经过“抓大放小”和“战略调整”的国有上市公司也展现出了相对以往更强的竞争力。考察中国上市公司的治理问题,国有与民营以及地区间制度差异已经成为上市公司的基本分类维度。然而,产权类型、地区市场化进程的背后又是什么?是历史、地理、气候,还是改革开放的先后顺序和路径依赖,或是官员的选拔、激励和考核机制?产权、地区与公司治理的未来演进方向、逻辑及后果又将如何?这些问题仍有待于进一步思考和研究。

第二部分是“资本市场制度(会计/监管/司法)与市场效率”。这部分立足于探讨中国资本市场的政府与市场关系,重在考察和分析中国资本市场制度体系的有效性。收录其中的研究成果显示,中国资本市场缺乏自发地对高质量会计、审计和公司治理的需求和供给。其背后的原因可能是资本市场制度体系上长期对上市公司实际控制人、内部决策者以及中介机构等市场参与者缺乏立法、执法和司法的强约束,同时市场理性不足,由此造成资本市场自身机能不良,资源配置效率缺失。尤其是长期以来,司法系统未能有效地参与资本市场的治理,资本市场法治基础不牢,法治的理念、结构、内容和质量都有待深化改革。

随着中国资本市场规模日益扩大,并成为全球第二大资本市场,资本市场的法治需求显著增加。当法治供给严重地滞后于法治需求,就可能造成资本市场乱象频频,产生系统性风险,阻碍资本市场服务实体经济发展的效率(如图2所示)。无论在“油门”(市场化)层面,还是在“刹车”(法治化)层面,中国资本市场的制度体系还存着大量改革空间。2018年上海金融法院的设立,2019年上海证券交易所设立科创板并试点注册制,2019年中国证券监督管理委员会提出的资本市场全面深化改革总体方案,以及目前正在修订中的《证券法》,是对这些基础性问题的重要回应。在中国资本市场设立近三十周年之际,这一系列的重大改革将有望从根本上促进中国资本市场三十而立、走向成熟。

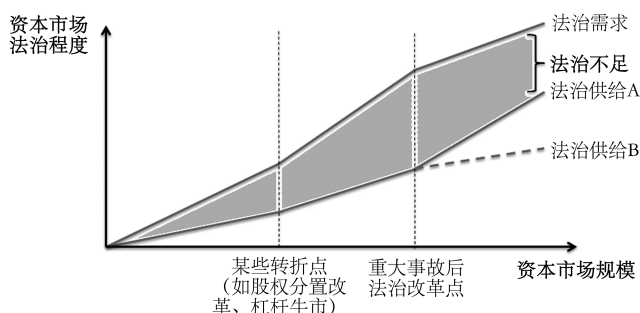


图2 资本市场规模、法治需求与法治供给

本书收录的中英文成果大多曾经发表于国内外期刊,如《经济研究》《管理世界》《经济学(季刊)》及 *Journal of Accounting and Economics* 等,其中多项成果

是与合作者一起完成的。(为保持原状,本书所选3篇英文文章,不做翻译处理;部分成果根据出版规范做了相关修改。)这些合作者除了包括我的两位老师陈信元教授和黄德尊教授以外,还包括陆铭、芮萌、Mark DeFond、Oliver Zhen Li、Qian Wang、周勤业、朱红军、高新梓、方轶强、李莫愁、杨海斌、郭建展、余为政、林志伟,感谢他们的合作研究。近年来,在安泰经济与管理学院的经济与管理、理论与实践相融合的新环境中,我对过去的研究有了更多思考。尤其是在分别参与安泰的两个智库中国发展研究院和中国企业发展研究院的研究项目——中国城市资本活力指数报告、中国上市公司竞争力百强榜单的研究过程中,对中国资本市场和上市公司有了更深入的理解。感谢上海交通大学和安泰经济与管理学院提供的研究平台。此外,要感谢国家自然科学基金、教育部新世纪优秀人才计划、财政部“会计名家培养工程”等项目提供的研究资助。在长期的研究生涯中,学术成绩或许无足挂齿,但要感谢的人太多,恕我无法一一列举。

回顾十多年来的研究历程,最重要的一个感受是,要理解处于中国现代化进程中的资本市场,殊非易事。其原因中国资本市场不仅具有全球资本市场的共性,它还受到其所处的中国政治、经济环境及其演变的深刻塑造。这样的资本市场,可以称作“中国式”的,这种“中国式”由全球资本市场的共性与中国资本市场的特性所构成。无论是当初的诞生过程,还是后来的发展演变,中国资本市场都可以说是特性时空中所发生的“中国式”现象。它不是全球资本市场共性与中国资本市场特性的简单叠加,而是两者错综复杂的交融。其结果是中国资本市场一路走来,高速增长与顽疾难解长期并存。

这种“中国式”,并非意味着中国资本市场是杂乱无章、不可知的,而意味着要理解中国资本市场,既需吸收借鉴成熟资本市场的一般性知识,同时还需要付出更大的心力去认识它所处的政治、经济环境及其与资本市场的交互关系。如果说中国资本市场设立三十年来存在一个基本演变逻辑的话,那可能就是其初始的诞生条件,服务中国经济发展的目标,及其改革开放的基本战略,共同塑造了其总体上朝着市场化、法治化和国际化方向演变的制度体系,进而决定了其螺旋式上升的演变路径。随着资本市场在中国经济持续、高质量发展中“牵一发而动全身”的重要性日益凸显,以及资本市场制度体系的转型升级,相信中国终会在不远的未来拥有一个强大而高效的资本市场。

本书所汇集的成果,与其说是形成了关于中国资本市场的科学研究结论,不如说代表了我和合作者对中国资本市场的观察、思考和理解的渐进过程。这个过程难免错误、疏漏或不足,希望读者明辨,批评指正。本书的出版,是这个过程的一个记录,也是未来研究的一个新起点。

夏立军
2019年12月

目 录

上 篇

产权类型、地区市场化进程与公司治理(政府与企业关系)

政府控制、治理环境与公司价值

——来自中国证券市场的经验证据 3

市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定 23

State Ownership, the Institutional Environment, and Auditor

Choice: Evidence from China 45

政企纽带与跨省投资

——来自中国上市公司的经验证据 109

Founder Control, Ownership Structure and Firm Value: Evidence

from Entrepreneurial Listed Firms in China 139

企业家的“政由己出”

——民营 IPO 公司创始人管理、市场环境与公司业绩 164

下 篇

资本市场制度(会计/监管/司法)与市场效率(政府与市场关系)

注册会计师对上市公司盈余管理的反应 191

转型经济中审计市场的需求特征研究 204

独立审计为什么没能发挥公司治理功能?

——基于“盛润股份”连续十五年获得“非标”意见的案例分析 224

大股东侵害与上市公司资产评估偏差 241

IFRS Adoption in China and Foreign Institutional Investments	254
股票市场发展与有限政府、有效政府行为	322
司法独立性与投资者保护法律实施	
——最高人民法院“1/15 通知”的市场反应	340
司法改革与股市发展	
——中国股市能够无“法”而治吗?	373
让“两只手”形成合力	381
IPO 制度改革亟待解放思想	383
资本市场改革开放如何行稳致远?	387

上 篇

产权类型、地区市场化进程与公司治理
(政府与企业关系)

政府控制、治理环境与公司价值

——来自中国证券市场的经验证据^{*}

内容提要：本文承袭刘芍佳、孙需、刘乃全(2003)一文所使用的“终极产权论”，根据上市公司披露的终极控制人数据，首次将上市公司细分为非政府控制(即民营、乡镇或外资资本控制)、县级政府控制、市级政府控制、省级政府控制以及中央政府控制这五种类型。同时，我们利用樊纲、王小鲁(2003)编制的中国各地区市场化进程数据及其子数据构建各地区公司治理环境指数，具体包括市场化进程指数、政府干预指数以及法治水平指数。在此基础上，我们以2001年至2003年期间的上市公司为样本，对政府控制、治理环境与公司价值的关系进行了实证分析。研究发现，政府控制尤其是县级和市级政府控制对公司价值产生了负面影响，但公司所处治理环境的改善有助于减轻这种负面影响。其政策含义是，解决中国上市公司的公司治理问题，不仅需要继续“抓大放小”，还需要从根本上改善公司治理环境。对研究者来说，需要把目光转移到影响公司治理的根本因素上来，加强对公司治理环境的分析。

关键词：政府控制；政府层级；公司治理；治理环境；公司价值

^{*} 本文选自：夏立军、方轶强：政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据，《经济研究》，2005年第5期，第40-51页。本文被《上海证券报》2005年6月10日第8版“声音”栏目介绍；获中国社科院经济学部“2009中国青年经济学者优秀论文奖”、上海财经大学第十二届中振科研基金优秀论文奖。在CSSCI系统数据库中，本文被引500余次，是截至目前《经济研究》历年发表的论文中前十高被引论文。

一、问题的提出

中国证券市场是一个新兴市场,同时中国证券市场又根植于中国转型经济中。新兴加转轨的双重特征导致在中国证券市场上政府行为对资源配置具有重要影响,上市公司主要由政府控制,以及投资者法律保护水平低下。因此,中国上市公司的公司治理问题可能与西方国家大大不同,考察中国上市公司的公司治理问题必须对中国上市公司所处的特殊环境进行分析。然而,以往关于中国上市公司的公司治理问题的研究过多地关注股权结构对公司治理的影响,而忽视了对上市公司背后的政府行为以及公司所处治理环境的分析。

我们认为,公司治理环境至少包括产权保护、政府治理、法治水平、市场竞争、信用体系、契约文化等方面。显然,这些组成公司治理环境的要素会影响到契约的顺利签订和履行,进而影响到公司治理的效率。更重要的是,公司治理环境是相对股权结构安排、独立董事制度、信息披露制度、独立审计制度、经理人市场机制、接管和购并市场机制等公司治理机制更为基础性的层面。没有良好的治理环境,这些公司治理的内部和外部机制便很难发挥作用。

本文承袭刘芍佳、孙霏、刘乃全(2003)一文所使用的“终极产权论”,根据上市公司披露的终极控制人数据,首次将上市公司细分为非政府控制(即民营、乡镇或外资企业控制)、县级政府控制、市级政府控制、省级政府控制以及中央政府控制这五种类型。同时,我们利用樊纲、王小鲁(2003)编制的中国各地区市场化进程数据及其子数据构建各地区公司治理环境指数,具体包括市场化进程指数、政府干预指数以及法治水平指数。在此基础上,我们以2001年至2003年期间的上市公司为样本,对政府控制、治理环境与公司价值的关系进行实证分析。研究发现,政府控制尤其是县级和市级政府控制对公司价值产生了负面影响,但公司所处治理环境的改善有助于减轻这种负面影响。

二、文献述评

与国外公司治理研究进程类似,关于中国上市公司治理问题的研究也是从股权结构与公司业绩的关系开始。这些研究主要涉及以下两大方面。

(1) 国有股比例、法人股比例、流通股比例与公司业绩的关系。例如, Xu and Wang(1999)发现,国家股比例与公司业绩负相关,而法人股比例与公司业绩正相

关。陈晓、江东(2000)发现,在竞争性较强的行业,国有股比例与公司业绩负相关,法人股和流通股比例与公司业绩正相关,而在竞争性较弱的行业则没有发现这些结果。Tian(2001)发现,民营资本控制的上市公司业绩明显优于混合股份公司,并且国有股比例与公司价值之间呈正“U”形关系。朱武祥、宋勇(2001)以竞争性较激烈的家电行业上市公司为样本,研究发现国家股比例、法人股比例和流通股比例与公司价值没有显著关系。陈小悦、徐晓东(2001)发现,国有股比例和法人股比例与企业业绩之间没有显著的负相关关系,但流通股比例与公司业绩显著负相关。Sun and Tong(2003)则发现,在公司上市后,国家股对公司业绩存在负面影响,法人股对公司业绩存在正面影响,但外资股对公司业绩没有显著的正面影响。

(2) 股权集中度与公司业绩的关系。Xu and Wang(1999)以前十大股东持股比例之和以及赫芬戴尔指数衡量股权集中度,考察了股权集中度与公司业绩的关系,结果发现,股权集中度与公司业绩具有显著的正相关关系。孙永祥、黄祖辉(1999)发现,第一大股东持股比例与公司 Tobin Q 值呈倒“U”形关系,并且有一定集中度、有相对控制股东并且有其他大股东存在的股权结构在总体上有利于经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督机制作用的发挥,因此具有该种股权结构的公司价值最高。Bai et al.(2004)、白重恩等(2005)则发现,第一大股东持股比例对公司价值存在负面影响并且这种影响呈正“U”形关系,同时,政府机构作为第一大股东对公司价值有负面影响,而非控股股东持股比例对公司价值有正面影响。

从现有文献看,国内关于上市公司股权结构与公司业绩关系的实证研究虽然丰富,但未能取得一致成果。究其原因,可能有三:第一,研究者所采用的业绩衡量指标不尽一致,很多研究直接采用会计指标,如净资产收益率衡量公司业绩,而会计指标难以反映公司的长期业绩,同时容易受到人为操纵;第二,现有的关于股权结构与公司业绩关系的研究往往视股权结构为外生变量,但正如陈信元、陈冬华、朱凯(2004)所指出,以及冯根福、韩冰、闫冰(2002)、李涛(2002)的研究所显示,股权结构可能是内生的,因此不先回答股权结构的形成原因则难以认清股权结构与公司业绩的关系;第三,如刘芍佳、孙需、刘乃全(2003)所指出,由于法人股最终可能是政府控制也可能是非政府控制,因此官方统计报告中对股权类型所做的国家股和法人股之分类,不可避免地使先前从事股权结构对公司业绩影响的研究误入歧途。

更进一步,我们认为股权只是法律规定的股东权利,但如果法律对股东权利的保障不力或者政府力量对股权的实现产生重大影响,股权或者股权结构是否还

具有其在成熟市场经济中的含义便值得怀疑。从这个角度讲,股权结构可能只是形式上的问题。探寻中国上市公司的公司治理问题,可能应该从更为实质、更为根本的因素出发,而这离不开对上市公司背后的政府行为以及公司所处治理环境的考察。相应的问题则是,在中国的制度背景下,各级政府的动机和行为对其控制的上市公司产生了什么影响?上市公司所处的治理环境如市场化进程、政府干预程度、法治水平对其产生了什么影响?遗憾的是,现有研究几乎未能涉及这些方面。本文试图对此进行探索。

三、理论分析与假说发展

(一)政府控制、政府层级与公司价值

如前所述,中国证券市场脱胎于中国转型经济中,其设立初衷是为国企改革和解困服务。因此,可以看到,在中国证券市场上,上市公司大部分由国有企业改制而来。同时,为保持国家对上市公司的控制力,国有股权在上市公司中占据了很大比例,并且这些国有股权不能上市流通。鉴于大部分上市公司依然被各级政府控制,政府的动机和行为对上市公司可能会产生重要影响。已有研究发现,转型经济中国有企业的一个主要问题是其承担了政府的多重目标,如经济发展战略、就业、税收、社会稳定等,并由此造成了国有企业的政策性负担(Lin, Cai, and Li, 1998)。虽然国有企业通过改制上市,其治理结构和监管环境发生了很大变化,但由于政府依然控制这些改制而来的上市公司,政府依然有能力将其自身目标内部化到这些公司中。

另一方面,在我国从计划经济走向市场经济的过程中,在政府权力配置上,经历了从集权到分权的过程,地方政府在此过程中获得了财政自主权、经济管理权等权力。分权的结果是地方政府发展地方经济的积极性被调动起来,同时地方政府竞争资源的动机也随之产生(Cao, Qian, and Weingast, 1999; Poncet, 2004)。正如吸引外资一样,从证券市场获得资源同样有利于发展地方经济,解决就业问题,改善当地形象,并最终给当地带来利益。在我国证券市场投资者法律保护不力的情况下,从证券市场获取资源的使用成本非常低。在某种程度上,证券市场资源甚至类似于一种“免费午餐”。因此,个别政府有动机利用上市公司来“圈钱”,以实现其自身的目标。

由此可见,各级政府既有动机又有能力将其自身的社会性目标内部化到其控

股的上市公司中。而上市公司承担政府的社会性职能必然会使公司活动偏离公司价值最大化这一目标,并进而损害公司的价值。^① 李增泉、余谦、王晓坤(2005)发现,某些控股股东或地方政府具有支持或掏空上市公司的动机,支持是为了获得配股资格,而掏空则是赤裸裸的利益侵占行为。实际上,在现有的制度环境下,支持的最终目的很可能还是为了掏空,即所谓的“放长线钓大鱼”。支持的方式有财政补贴(陈晓、李静,2001)、资产重组(陈信元、叶鹏飞、陈冬华,2003)、关联交易(Ming and Wong,2003)等,而掏空的手段则有资产评估(周勤业、夏立军、李莫愁,2003)、关联交易(Ming and Wong,2003)、资金占用(李增泉、孙铮、王志伟,2004)等。虽然对于非政府控制的上市公司来说,其控制人同样具有侵害中小股东的动机和能力,但与某些政府相比,其侵害能力相对较小,原因是监管力量和法律约束更难以限制政府权力。因此,相对于非政府控制的上市公司来说,政府控制的上市公司其公司价值可能更低。

以上分析没有考虑各级政府动机和行为的差异。在中国现有的行政架构下,政府层级从上到下可细分为中央政府、省级政府、市级政府和县级政府。^② 由于各级政府权力和职能不同,各级政府在资本市场的动机和行为可能不同。由于行政分权,中央政府的角色更像是一个委托人,而地方政府的角色更类似于一个代理人。实际上,在中国经济发展过程中,地方政府具体承担了各地区经济发展的职能,并且地方政府官员的政绩由上级政府考核。因此,在从证券市场竞争资源方面,地方政府比中央政府具有更强的动机。另一方面,由于在各级地方政府中,上下级政府之间同样存在着类似的委托代理关系,因此相对下级政府来说,上级政府更可能约束自身的行为,注意自身的形象。这样,在侵害中小股东的行为上,下级政府可能更为严重。根据上述分析,我们提出研究假说1,即H1。

H1:相对于非政府控制的上市公司来说,政府控制的上市公司其公司价值更低,并且这主要是由于低层级政府控制的上市公司价值更低所引起。

① 诚然,政府对其控制的上市公司也可能会扮演“帮助之手”的角色,例如陈晓、李静(2001)发现地方政府对其控制的上市公司进行了大面积的税收优惠和财政补贴,然而,政府的这种行为更多的是为了帮助上市公司获得配股资格,以便从证券市场获得更多的资源。由于大股东“掏空”动机强烈,因此中小股东并不能真正分享到政府支持的利益,却可能会付出更多的代价。

② 此处县级政府是指县、县级市或其他县级政府机构,市级政府是指地级市、自治州以及其他地区级政府机构,省级政府是指省、自治区或直辖市政府的政府机构。某些城市如南京、宁波等的政府具有副省级行政权力,但由于在省级政府和市级政府之间,它们更接近于市级政府,因此我们将这类城市的政府机构划分为市级政府。