

终极产权、股权结构与财务履约差异

——基于利益相关者的实证研究

贺 勇,刘冬荣

(中南大学 商学院,湖南 长沙 410083)

[摘 要]利益相关者理论认为企业是所有利益相关者缔结的一系列多边契约,是要素所有者交易产权的结果。缔约主体的专用性投资要有相应的财务收益作为回报,而企业绩效评价应该是考核企业财务履约的情况。通过构建利益相关者财务收益指标,并按终极产权观点对我国上市公司进行股权分类,实证研究了2004年—2007年我国上市公司对利益相关者财务履约的情况。结果显示,我国不同终极产权性质的上市公司财务履约存在类别差异,国资部门控股的国有上市公司和私有产权上市公司的财务履约表现要好于其他股权性质的上市公司,股权结构影响上市公司财务履约表现。

[关键词]利益相关者;财务履约;终极产权;股权结构

[中图分类号]F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2011)03-0084-08

一、引言

自从 Coase(科斯)打开企业这个黑箱,开创契约理论研究的先河以来,契约理论逐渐成为企业理论的主流解释框架^[1]。Alchian(阿利奇纳)和 Demsetz(德姆塞茨)认为企业无非是一种特殊的契约安排,其本质特征并不是命令或权威控制下的长期劳动雇佣契约关系,而是生产的团队性质和中心签约人的存在^[2]。此后,Jensen(詹尼森)和 Meckling(梅克林)提出企业是不同个人之间一组复杂的显性契约和隐性契约构成的一种法律实体^[3]。Freeman(弗里曼)和 Evan(埃文)等则更明确地把企业解读为所有利益相关者之间的一系列多边契约^[4]。除股东外,其他利益相关者也对企业做出了特殊的专用性投资^[5],应该获得以财务收益为主要形式的回报。Cornell(康奈尔)和 Shapiro(夏皮罗)认为利益相关者作为与企业有合约关系的要求权人,能以所有权或法律的名义对公司资产行使权利^[6]。Donaldson(唐纳森)和 Dunfee(邓菲)也认为作为利益相关者显性和隐性契约载体的企业对其利益相关者的合理利益要求不作慎重考虑且尽量满足,企业则难以长久生存和持续发展^[7]。在国内,林钟高和徐虹提出企业财务行为实际上是为满足利益相关者利益要求的、一组复杂的且有交互影响的契约系统的均衡行为^[8]。张军波认为企业业绩是企业对各利益相关者财务契约的完成情况的综合体现^[9]。张荣武认为现代公司本质上是利益相关者之间的产权契约联结体,其核心是公司财权契约,并认为财权契约的履约效率是公司财务治理效率的内容之一^[10]。笔者认为企业是以财务契约为核心的各利益相关者缔结的产权契约联结体。那么企业对利益相关者财务契约完成的现实情况又怎样

[收稿日期]2010-03-20

[作者简介]贺勇(1976—),男,湖南岳阳人,中南大学商学院博士研究生,从事公司契约与会计理论研究;刘冬荣(1942—),女,湖南桃源人,中南大学商学院教授,博士生导师,从事财务会计与审计理论研究。

呢?目前还缺乏相关实证研究。本文通过构建利益相关者财务收益指标,考察按终极产权观点进行股权分类的我国上市公司对各利益相关者财务契约的履行情况(以下简称财务履约)^[11]。

二、理论分析与研究假设

(一) 产权财务履约

产权是信用的基础,是人们追求长远利益的动力。产权制度给人们提供了一个追求长期利益的稳定预期和重复博弈的规则。私有产权结构为人们提供了更为有效的激励机制,现代合作型的生产过程高度依赖于私有产权各组成部分的分割与专业化。私产所有者在做出一项行动决策时,会考虑未来的收益和成本倾向,在其他产权形式下的许多外部性问题在私有产权下能够被最大限度内在化。民营企业的所有者通常又是决策者,其全部家当都在企业里,个人利益和组织利益大体一致使其有维护企业声誉的积极性,这正是企业作为信誉载体的一个前提。由私有产权联合起来组成的股份公司仍具有私有产权的性质,而没有形成对私有产权的有效性及其社会可接受性的限制与削弱^[12]。而国有企业事实上的“所有者缺位”和复杂冗长的代理链导致所有权与个人之间的联系很弱,因而对利益相关者的合理利益要求难以做到密切关注和尽量满足。国有企业收益的剩余索取权属于国有企业隶属的行政部门,代理人却把持着控制权,剩余索取权和控制权分配严重不对称。先天具有产权残缺以及后天所承担的政府行为导致国家股并没有真正“人格化”,国家作为股东,其监督约束作用没有得到充分发挥,进而造成管理者内部控制和道德风险,导致公司治理机制残缺。所以,产权不清、责任不明、无确定的私人所有者是不少国有企业失信的根本原因。可见,民营企业与国有企业的不同产权特征可能导致二者财务履约的信用基础和效果不同。具有集体产权性质的集体或职工持股的企业,在对如何行使产权以及如何有效地利用资源实现长远利益还是短期利益的问题上,一般由按某种投票表决程序选出的一个代表各个成员的“委员会”通过民主表决进行决策。但是,任何表决程序都无法真正反映每个人的真实偏好,集体的最优行动也难以达成共识,因而集体产权也难以提供将外部性内在化的较大激励。因此,我们提出如下假设。

假设1:在财务履约方面,私人控股的上市公司要好于国有企业控股的上市公司。

假设2:在财务履约方面,私人控股的上市公司要好于国有资产监督管理委员会(简称国资委)控股的上市公司。

假设3:在财务履约方面,私人控股的上市公司要好于集体或职工持股的上市公司。

我国的上市公司大多脱胎于纯粹意义上的国有企业,国有企业内部长期形成的纷繁复杂的权力纷争不可避免地会延续到上市公司中。国资委被认为是为解决国有企业“产权虚置”和“权力斗争”而设置的,其在一定范围内产生了积极影响。国务院和各级政府授权各级国资委代表国家和地方履行出资人职责,监管国有资产确保其保值增值,享有所有者权益。实行管资产和管人管事相结合的国有资产管理体制改变了过去国有企业多头领导的现象,减少了代理环节,使产权关系更加明晰。所以,有学者认为国家控股的某些上市公司直接由政府指定“国家所有权代表”原则上可行^[13]。这样,上市公司能以市场主体的身份参与市场竞争,更好地满足来自市场的其他利益主体的利益要求。国资委的成立真正实现了“管人、管事、管资产”三权结合。因此,我们提出如下假设。

假设4:在财务履约方面,国资委控股的上市公司要好于非国资委控股的上市公司。

(二) 股权结构与财务履约

Shleifer(谢菲尔)和 Vishny(维舍利)认为,大股东的存在能减少管理者机会主义幅度,从而减少股东和管理者之间的代理冲突^[14]。Grossman(格罗斯曼)和 Hart(哈特)也指出,如果公司股份过于分散,股东就没有意愿去积极监督管理者。因为股东持股比例很小,如果他要监督管理者就必须付出较多的监督成本,而监督收益则由全体股东分享,很有可能他分享到的收益无法弥补他付出的监督成本^[15]。也就是说,监督费用大大高于监督回报。Durnev(德恩)和 Kim(金)认为股权集中度越高,对

控股股东基于控制的公共利益所产生的正向激励也就越高,相应会增加控股股东“掏空”上市公司的边际成本,这在很大程度上限制了控股股东因私利而损害其他利益相关者利益的能力^[16]。Claessens(克拉森)等认为大股东的现金流权越多则越有动力让公司适当地运转,因为这样可以增加大股东自身财富^[17]。股权制衡程度过高降低了控股股东的正向激励效果,最终导致公司经营绩效下降,客观上会影响企业履约的能力。而且,股权过于分散导致不同性质的所有者有不同的期望,容易在公司目标上产生分歧,而股东间因控制权收益引发的控制权争夺往往会导致公司价值下降,也给公司管理层造成可乘之机,从而产生更大的代理问题,无从顾及其他利益相关者利益。所以,我们认为有效率的财务履约要求股权不能过于分散。因此,我们提出如下假设。

假设5:上市公司财务履约与上市公司第一大股东持股比例正相关。

假设6:外部大股东持股比例与上市公司财务履约负相关。

管理层具有组织能力和信息优势,其理所当然地充当了“中心签约人”,同时也有强烈的机会主义动机。因此,包括股票期权在内的激励契约被用来抑制管理者的机会主义行为。从契约角度看,企业利益相关者之间的契约通常是一种自我实施契约,其运行方式之一就是给潜在的欺诈者提供一种未来的“贴水”,并且使它超过从欺诈中获得的潜在收益。股票期权这种“贴水”实际上就是为了防止欺诈活动而支付的保险费用。Klein(克莱因)等指出,如果预料到缔约后违约行为会发生,那么支付一定的“贴水”是最佳的阻止办法^[18]。按照“激励相容”原理,激励的核心是将管理者对个人效用最大化的追求转化为对利益相关者共同财富最大化的追求。Jensen(詹尼森)和 Meckling(梅克林)认为,管理者持股有助于使管理者和外部股东的利益趋向一致,减少管理者利用职权便利获取过度的在职消费、剥夺股东财富和从事其他非公司价值最大化行动的动机,能在一定程度上降低股权代理成本^[3]。Morck(莫克)等的研究表明,当管理者持股比例超过5%后,管理者的权力不断膨胀,防御自身利益的动机超过了增进公司财富最大化的动机,这种动机的转变最终导致了公司价值的下降。当持股比例大于25%时,管理者实际上已经不必再担心会被赶走,因为有足够的股份来对付任何外部的挑战,此时,管理者又会回到公司的利益相关者财富最大化的目标上来^[19]。因此,我们提出如下假设。

假设7:管理层持股比例与上市公司财务履约正相关。

三、研究设计

(一) 财务履约评价指标

表1 财务履约评价指标

评价内容	评价指标	指标计算方法
股东	每股收益	t 年(净利润-优先股利)/ t 年流通股加权平均数
	每股净资产	t 年净资产/ t 年发行在外普通股股数
	每股净资产增长率	t 年每股净资产增长额/($t-1$)年每股净资产
债权人	利息保障倍数	t 年息税前收益/ t 年利息费用
	股东权益比率	t 年净资产/ t 年资产总额
客户	主营业务成本率	t 年主营业务成本/ t 年主营业务收入
	销售增长率	t 年主营收入增长额/($t-1$)年主营收入
供应商	应付账款周转率	t 年主营业务成本/ t 年应付账款平均余额
	应付账款流动负债比	t 年应付账款/ t 年流动负债
	现金与应付账款比	t 年现金/ t 年应付账款
员工	工资福利率	t 年员工的工资福利/ t 年净利润
	工资福利增长率	t 年工资福利增长额/($t-1$)年工资福利
政府	税收比率	t 年全部税金/ t 年净利润
	税收增长率	t 年税收增长额/($t-1$)年全部税金

我们设计了6类14项指标表示利益相关者的财务利益。本文采用主成分分析法来构造上市公司财务履约的评价指数,8个主成分累计可以解释方差变化的80%。我们用特征值作为权重计算8个主成分得分的加权平均从而得出上市公司的财务履约指数(IOFCP)。

(二) 样本来源

本文共搜集到2004年至2007年4805个深圳证交所和上海证券交易所除外资和高校控股外的非金融类A股上市公司数据,数据来源于Wind数据库,采用SPSS 17.0处理。

(三) 模型与变量

回归模型为:

$$IOFCP = \alpha + \sum_{i=1}^6 \beta_i PFSH + \theta_1 top2_5 + \theta_2 top6_10 + \theta_3 managers + \theta_4 rateinst + \theta_5 suminst + \theta_6 control + \varepsilon$$

这里,PFSH是股权集中度变量,control为控制变量。

表2 变量代码及含义

变量属性	变量代码	变量含义
被解释变量	IOFCP	主成分分析法得出的上市公司财务履约评价指标
实验变量	PFSH	第一大股东持股比例
	top2_5	公司当年第二至第五大股东持股比例
	top6_10	公司当年第六至第十大股东持股比例
	managers	公司当年管理层持股比例
	rateinst	公司当年机构持股比例
	suminst	公司当年持股机构数
控制变量	lnasset	总资产的自然对数
	ld/asset	长期负债与总资产比率
	st	若公司当年为ST时取1,否则为0
	audit	若公司当年审计意见为无保留意见时取0,否则为1
	lawsuit	若公司当年因欠款或经济纠纷被诉且败诉或在诉讼中时取1,否则为0
	debtreor	若公司当年作为债务人有债务重组时取1,否则为0

当公司分别由中央国资委(csamb)、地方国资委(lsamb)、地方国有企业(soelg)、中央国有企业(soecg)、私有产权(private)和集体产权(colletive)控股时变量PFSH的值为第一大股东的持股比例,而当其他股东控股时取值为0。

四、初步实证结果与分析

(一) 描述性统计

从表3(见下页)可以看出,中央和地方国资委控股的上市公司股权集中度较高,分别为50.69%和48.74%,而私有产权和集体产权的上市公司股权集中度较低,分别为36.61%和15.85%。股权集中度高的中央国资委控股的上市公司财务履约指数也高,均值(中位数)为0.029(0.310),而中央企业和地方企业控股的上市公司股权集中度稍低,财务履约指数也低。外部股权比例较高时,财务履约指数较低。

(二) 初步实证分析

1. 年度与类型比较分析

表4和表5(见下页)显示,我国上市公司财务履约表现在各年度之间不存在显著差异,但是类型

之间分别在 5% 和 10% 的显著性水平上存在明显差异。

2. 股权集中度与财务履约关系的组间比较分析

我们按第一大股东的持股比例,将样本分为三组(第 1 组:0 < 股权 < 30% 表示股权相对分散,第 2 组:30% ≤ 股权 < 50% 表示股权集中度居中,第 3 组:股权 ≥ 50% 表示股权高度集中)进行组间的财务履约指数均值和中位数比较检验。

表 3 主要变量描述性统计

	soelg	private	lsamb	csamb	collective	soecg
	均值 (中位数)	均值 (中位数)	均值 (中位数)	均值 (中位数)	均值 (中位数)	均值 (中位数)
PFSH	45.60 (45.98)	36.61 (31.01)	48.74 (50.28)	50.69 (53.66)	15.85 (10.05)	41.61 (39.37)
top2_5	19.17 (14.11)	22.91 (21.49)	15.99 (8.31)	17.23 (9.52)	19.68 (17.89)	22.71 (18.98)
top6_10	2.79 (1.15)	0.08 (2.01)	3.14 (1.15)	1.60 (1.19)	1.50 (1.70)	9.59 (1.24)
managers	0.08 (0.01)	0.84 (0.02)	0.04 (0.01)	0.24 (0.01)	0.11 (0.03)	0.09 (0.01)
rateinst	1.15 (0.00)	0.99 (0.00)	1.46 (0.00)	2.36 (0.00)	1.77 (0.00)	1.44 (0.00)
suminst	0.54 (0.00)	0.34 (0.00)	0.67 (0.00)	1.38 (0.00)	0.54 (0.00)	0.68 (0.00)
ld/asset	5.87 (2.57)	6.33 (2.12)	6.65 (3.45)	6.73 (2.50)	4.67 (1.37)	6.82 (2.00)
IOFCP	-0.001 (-0.029)	-0.027 (-0.054)	0.003 (-0.006)	0.029 (0.310)	0.018 (-0.026)	0.014 (0.023)
样本数	823	1194	1732	596	164	296

表 4 上市公司财务履约的类型和年度差异的均值检验

	样本数	均值	自由度	Chi-Square 值	P 值
类型差异	4805	0.0083	5	11.932	0.036
年度差异	4805	0.0083	4	4.314	0.365

表 5 上市公司财务履约的类型和年度差异的中位数非参数检验

	样本数	中位数	自由度	Chi-Square 值	P 值
类型差异	4805	0.0073	5	9.200	0.100
年度差异	4805	0.0073	4	6.667	0.155

注:非参数检验采用多样本 Kruskal-WallisH 检验。

表 6 股权集中度与公司财务履约组间比较

	第 1 组	第 2 组	第 3 组	第 1 组 VS 第 2 组	第 2 组 VS 第 3 组	第 1 组 VS 第 3 组
				T 统计量	T 统计量	T 统计量
				(P 值)	(P 值)	(P 值)
	均值 (中位数)	均值 (中位数)	均值 (中位数)	Z 统计量	T 统计量	Z 统计量
				(P 值)	(P 值)	(P 值)
				-3.418***	-5.481***	-7.865***
IOFCP	-0.06 (-0.08)	-0.01 (-0.02)	0.04 (0.25)	(0.001)	(0.000)	(0.000)
				-5.538***	-6.342***	-12.016***
				(0.000)	(0.000)	(0.000)
样本数	1326	1492	1987	-	-	-

注:*** 表示在 1% 的统计水平上显著,双尾检验。

表6显示,第3组的财务履约要明显好于前两组,第2组又要明显好于第1组,且都有统计显著性。组间比较的结果为股权结构影响上市公司财务履约提供了初步证据。

3. 股权制衡与财务履约关系的组间比较分析

我们还考察了股权制衡度高(第二至第五大股东持股比例/第一大股东持股比例 ≥ 1)的上市公司和股权制衡程度低(第二至第五大股东持股比例/第一大股东持股比例 < 1)的上市公司在财务履约方面存在的差异。

由表7可知,高股权制衡度比低股权制衡度的上市公司财务履约差。从整体看,中国上市公司的外部大股东没有有效监督控股股东和管理层改善公司财务履约。

4. 变量相关系数分析

我们检验了自变量的相关系数。结果显示,变量rateinst和suminst之间的相关系数为0.691,top2_5和top6_10之间的相关系数为-0.597。为避免多重共线性问题,本文分别建模避免同时使用(运算过程在此不再详述)。

表7 股权制衡与公司财务履约组间比较

	第1组: ≥ 1	第2组: < 1	第1组 VS 第2组	
	均值 (中位数)	均值 (中位数)	T 统计量 (P 值)	Z 统计量 (P 值)
IOFCP	-0.058 (-0.086)	0.013 (-0.016)	5.716*** (0.000)	-7.995*** (0.000)
样本数	853	3952	-	

注:***表示在1%的统计水平上显著,双尾检验。

五、回归结果

模型1的结果表明(见下页表8),股权集中度与上市公司财务履约显著正相关。在模型2到模型7中,除集体股权性质的上市公司外,其他股权性质的上市公司股权集中度与财务履约显著正相关,但前者负相关在统计上并不显著,从而证实了假设5。国资委控股的上市公司财务履约表现要好于非国资委控股的上市公司,可能的解释是前者更具有国家信用的因素,从而支持了假设4。私有产权上市公司财务履约比国资委控股的上市公司差,但要好于其他类型的上市公司,从而验证了假设1和假设3,但否定了假设2。可能的原因是私有产权主体预感其产权没有得到可靠的保障。人的行为是由预期支配的,产权是通过预期而影响人的行为的。民营企业缺乏安全感,没有稳定的预期,自然也会追求收益的短平快,不可能为建立信誉进行积极的投资。管理层持股与上市公司的财务履约显著正相关,从而支持了假设7。模型3和模型4的结果并没有支持假设6,而对于ST公司来说,处于财务困境的公司在财力上没有能力履约,这符合实际经验。我们还发现机构投资者在某种程度上能够起到监督管理层、保护利益相关者利益的作用,这支持了机构股东积极主义观点。

六、结论与启示

本文研究了我国上市公司对主要利益相关者的财务履约问题,得到的主要结论是:我国上市公司财务履约总体上表现不佳;不同终极产权性质的上市公司的财务履约存在差异;私有产权上市公司财务履约比国资委控制的上市公司稍差,但两者的表现要好于其他股权性质的上市公司;股权结构影响上市公司财务履约表现,股权集中在一定程度上有正激励作用,有助于上市公司在财力上保证利益相关者的财务利益;对管理层进行股权激励有助于改善上市公司财务履约行为。

本研究的启示包括:首先,增强国有企业的市场竞争力,关键是要厘清产权关系,明确投资主体,改善代理关系。在某些领域和某种程度上进行国有企业的民营化改革有利于增强国有企业整体经济效益。其次,满足利益相关者的财务收益要求是处理好利益相关者关系的关键。企业财务行为从契约角度看是为了满足并均衡利益相关者利益要求从而实现利益相关者共同财富最大化的行为。最后,财务违约具有引发“囚徒困境”的负外部性,不合作又导致资源达不到最佳配置,因此从一次性

“敲竹杠”中得到的收益少于长远合作的收益。强调个体理性的非合作博弈是无效率的,而团体理性的合作博弈可以带来“合作剩余”。

表 8 终极产权、股权结构与公司财务履约回归分析

IOFCP	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7
constant	-0.118 *** (-9.434)	-0.513 *** (-5.973)	-0.476 *** (-5.563)	-0.478 *** (-5.538)	-0.440 *** (-5.014)	-0.421 *** (-4.926)	-0.395 *** (-4.519)
PFSH	0.155 *** (10.786)						
soelg		0.078 *** (4.176)	0.069 *** (3.713)	0.070 *** (3.632)	0.043 * (1.802)	0.072 *** (3.934)	0.071 *** (3.855)
private		0.089 *** (4.552)	0.088 *** (4.483)	0.088 *** (4.406)	0.063 *** (2.629)	0.088 *** (4.535)	0.087 *** (4.499)
BHlsamb		0.109 *** (5.141)	0.100 *** (4.777)	0.102 *** (4.561)	0.064 ** (2.161)	0.103 *** (4.907)	0.103 *** (4.903)
csamb		0.125 *** (6.989)	0.117 *** (6.565)	0.118 *** (6.378)	0.092 *** (4.115)	0.112 *** (6.299)	0.110 *** (6.189)
collective		-0.004 (-0.304)	-0.007 (-0.502)	-0.007 (-0.479)	-0.015 (-0.984)	-0.005 (-0.336)	-0.006 (-0.442)
soecg		0.064 *** (4.017)	0.059 *** (3.746)	0.060 *** (3.731)	0.044 ** (2.418)	0.061 *** (3.879)	0.061 *** (3.848)
top2_5				0.003 (0.176)			
top6_10					0.000 (0.029)		
managers						0.064 *** (4.630)	0.067 *** (4.887)
rateinst						0.099 *** (7.121)	
suminst							0.074 *** (5.180)
lnasset		0.082 *** (5.723)	0.077 *** (5.439)	0.077 *** (5.441)	0.076 *** (5.362)	0.066 *** (4.661)	0.062 *** (4.306)
ld/asset		-0.170 *** (-12.148)	-0.159 *** (-11.407)	-0.159 *** (-11.407)	-0.158 *** (-11.354)	-0.159 *** (-11.458)	-0.160 *** (-11.542)
audit		-0.141 *** (-10.062)	-0.137 *** (-9.853)	-0.137 *** (-9.853)	-0.137 *** (-9.830)	-0.134 *** (-9.694)	-0.134 *** (-9.684)
st		-0.121 *** (-8.571)	-0.094 *** (-6.552)	-0.094 *** (-6.553)	-0.094 *** (-6.501)	-0.092 *** (-6.411)	-0.093 *** (-6.483)
lawsuit			-0.085 *** (-5.589)	-0.084 *** (-5.836)	-0.085 *** (-5.886)	-0.081 *** (-5.677)	-0.083 *** (-5.801)
debtcz			-0.058 *** (-4.025)	-0.057 *** (-4.019)	-0.058 *** (-4.039)	-0.055 *** (-3.876)	-0.056 *** (-3.907)
Adj-R ²	0.024	0.092	0.103	0.103	0.104	0.117	0.113
F 统计量	116.330 ***	48.828 ***	46.230 ***	42.668 ***	39.870 ***	45.769 ***	43.852 ***

注: * 表示在 10% 的统计水平上显著; ** 表示在 5% 的统计水平上显著; *** 表示在 1% 的统计水平上显著。

参考文献:

- [1] Coase R H. The nature of the firm [J]. Economics, 1937, 16: 386-405.
 [2] Alchian A, Demsetz H. Production, information costs, and economic organization [J]. American Economic Review,

- [3] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial economics, 1976(3): 305-360.
- [4] Freeman R, Evan W. Corporate governance: a stakeholder interpretation [J]. Journal of Behavioral Economics, 1990(4): 354-356.
- [5] Phillips R, Freeman R, Wicks A C. What stakeholder theory is not [J]. Business Ethics Quarterly, 2003(13): 485-490.
- [6] Cornell B, Shapiro A. C. Corporate stakeholders and corporate finance [J]. Financial Management, 1987, 16(1): 5-14.
- [7] Donaldson T, Dunfee T W. Integrative social contracts theory: a communitarian conception of economic ethics [J]. Economics and Philosophy, 1995, 11(1): 85-112.
- [8] 林钟高, 徐虹. 财务冲突及其纾解: 一项基于契约理论的分析[J]. 会计研究, 2006(6): 8-14.
- [9] 张军波. 基于财务契约理论的企业业绩评价初探[J]. 中国乡镇企业会计, 2008(7): 17-18.
- [10] 张荣武. 财务治理效率论纲[J]. 财经理论与实践, 2009(4): 43-47.
- [11] 刘苟佳, 孙霏, 刘乃全. 终极产权论、股权结构与公司绩效[J]. 经济研究, 2003(4): 51-62.
- [12] Alchian A A. Some economics of property rights [J]. Political, 1965, 30: 816-829.
- [13] 吴敬琏. 转轨中国[M]. 成都: 四川人民出版社, 2002: 109-243.
- [14] Shleifer A, Vishny R. Large shareholders and corporate control [J]. Journal of Political Economy, 1986, 94: 461-488.
- [15] Grossman S, Hart O. Takeover bids, the free rider problem and the theory of corporation [J]. Journal of Economics, 1980(11): 42-63.
- [16] Durnev A, Kim E. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation [J]. Journal of Finance, 2005, 60: 1461-1493.
- [17] Claessens S, Djankov S, Fan J, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding [J]. Journal of Finance, 2002, 57: 2741-2771.
- [18] Klein B, Crawford R, Alchain A. Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process [J]. Journal of Law and Economics, 1978, 21: 297-326.
- [19] Morck R, Shleifer A, Vishney R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293-315.

[责任编辑:高婷]

Ultimate Ownership, Equity Structure and Financial Contract Fulfillment: Empirical Evidence Based on Stakeholder Theory

HE Yong, LIU Dongrong

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: Stakeholder theory suggests the firm is a series of multilateral contracts and the result of property transactions of factor owners. Specific investment from parties should be given the corresponding financial benefits. Enterprise performance evaluation should focus on financial contract fulfillment to the stakeholders. Empirical study on China's listed companies from 2004 to 2007 shows that the majority of them performed badly in the financial fulfillment with its variety of listed companies indicating different ultimate ownership nature. State-owned listed companies held by SASAC and private listed companies on the financial fulfillment performance are better than the other listed companies. Equity structure affects listed company's financial fulfillment performance.

Key Words: stakeholder; financial fulfillment; ultimate ownership; equity structure