

第3卷·增刊

(总第13期)

Vol.3 Supplement

经济学(季刊)

China Economic Quarterly

第三届中国经济学会论文

张华等：所有权和控制权分离对企业价值的影响

田利辉：杠杆治理、预算软约束和中国上市公司绩效

汪勇祥 吴卫星：基于流动性的资产定价模型

赵进文 高 辉：利率市场化主导下稳健货币政策规则的构建

马 明：全球外汇套利的识别指标及可能的最优套汇路径

王格玮：地区间收入差距对农村劳动力迁移的影响

何英华：户籍制度松紧程度的一个衡量

汪 浩：零售商异质性与零售价格维持

岳昌君：教育对个人收入差异的影响

侯振刚 蒋 承：医院所有制的经济学分析

陈 钊等：离婚的动态家庭分工理论及保险机制

会议综述

王小波：女经济学家专题论坛综述

北京大学中国经济研究中心

北京大学出版社

2004·10

图书在版编目(CIP)数据

经济学(季刊).第3卷·增刊/林毅夫,姚洋.—北京:北京大学出版社,
2004.10

ISBN 7-301-08106-5

I.经… II.①林… ②姚… III.经济—研究—中国—丛刊 IV.F.12-55

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第109745号

书 名: 经济学(季刊) 第3卷·增刊

著作责任者: 林毅夫 姚 洋

责任编辑: 梁鸿飞 刘云艳

标准书号: ISBN 7-301-08106-5/F·0967

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电子邮箱: ceq@ccer.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62758908

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 mm×1092 mm 16开本 12.625印张 250千字

2004年10月第1版 2004年10月第1次印刷

国内定价: 27.00元

International Price: US\$ 24.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

经 济 学 (季 刊)

第 3 卷 增刊

(总第 13 期)

2004 年 10 月

目 录

论 文

所有权和控制权分离对企业价值的影响

——我国民营上市企业的实证研究 张 华 张俊喜 宋 敏(1)

杠杆治理、预算软约束和中国上市公司绩效 田利辉(15)

基于流动性的资产定价模型

——中国股市“流动性之谜”的一个理论解释 汪勇祥 吴卫星(27)

中国利率市场化主导下稳健货币政策规则的构建及应用

..... 赵进文 高 辉(41)

全球外汇套利的识别指标及可能的最优套汇路径 马 明(65)

地区间收入差距对农村劳动力迁移的影响

——基于第五次全国人口普查数据的研究 王格玮(77)

户籍制度松紧程度的一个衡量 何英华(99)

零售商异质性与零售价格维持 汪 浩(125)

教育对个人收入差异的影响 岳昌君(135)

医院所有制的经济学分析 侯振刚 蒋 承(151)

考虑离婚的动态家庭分工理论及一个提高分工效率的

保险机制 陈 钊 陆 铭 吴桂英(167)

会议综述

女经济学家专题论坛综述

..... 王小波(191)

China Economic Quarterly

Vol. 3 Supplement

October 2004

CONTENTS

Papers

- The Effect of the Separation between Ownership and Control
on Firm Value: An Empirical Study on Private Listed
Companies in China Hua Zhang, Junxi Zhang and Frank Min Song(1)
- Debt Governance, Soft Budget Constraints and Performance of
China's Public Listed Firms Lihui Tian(15)
- LAPM: An Explanation of the "Liquidity Puzzle"
in China's Stock Market Yongxiang Wang and Weixing Wu(27)
- Robust Monetary Policy Rules in an Environment of Interest
Rate Liberalization in China Jinwen Zhao and Hui Gao(41)
- Generalized Foreign Exchange Arbitrage: An Indicator and a Possible
Optimal Arbitrage Path Ming Ma(65)
- The Effects of Regional Income Gap on Migration: New Empirical
Results from the 2000 Census Gewei Wang(77)
- Measuring the Strictness of the Household Registration System Yinghua He(99)
- Retailer Heterogeneity and Resale Price Maintenance Hao Wang(125)
- The Impact of Education on Income Difference
in Urban China Changjun Yue(135)
- An Economic Analysis of Hospital Ownership
..... Zhengang Hou and Cheng Jiang(151)
- A Theory of Intra-Household Labor Division with Divorce and An Efficiency-
improving Insurance Mechanism Zhao Chen, Ming Lu and Guiying Wu(167)
- ### Conference Synthesis
- Synthesis of the Women Economists Panel Xiaobo Wang(191)

所有权和控制权分离对企业价值的影响

——我国民营上市企业的实证研究

张 华 张俊喜 宋 敏*

摘 要 本文考察了我国民营上市企业所有权、控制权以及二者的分离对企业的影响。我们发现, 民营上市企业的最终控制人大多采用金字塔方式从而以用较少的投资控制较多的股份。与所有权和控制权分离情况严重的东亚地区的其他9个国家和地区相比, 我国民营上市企业的两权分离更大。两权的分离造成了企业价值的下降。我们的结论指出, 民营企业的所有权和控制权应该尽量保持相若, 且应避免所有者和管理者合一这一经营管理方式。

关键词 两权分离, 监督效应, 隧道效应

一、简 介

股权结构及其集中程度对企业的影响一直是公司治理研究中的一大课题。伯利和米恩斯(Berle and Means, 1932)的《现代公司和私有产权》一书开创了公司治理的研究, 他们认为现代公司中存在着所有权和经营权的分离。詹森和麦克林(Jensen and Meckling, 1976)将这一观点发扬光大, 认为股东和管理层之间的委托代理关系和由此产生的代理成本是现代公司的根本弊病。具体而言, 二者的利益往往不相一致: 股东追求的是企业的利润最大化, 而管理层则更加关注企业规模和个人待遇。众所周知, 在西方社会, 尤其是在美国, 现代公司的股权过于分散, 导致了所有者无法有效监督管理层使其为股东谋福利。

在詹森和麦克林对现代公司治理的开创性研究发表后, 随之而来的20年左右的研究都遵循这一思路, 对公司治理的各个机制做了广泛、深入的理论和实证研究。众多研究发现, 解决股东与管理层之间代理成本问题的最有效方法是使股权相对集中。正如施莱佛和维适尼(Shleifer and Vishny, 1997)对公司治理的文献总结中所言, “……如此, 由于大股东关注企业的利润最大化, 且他们对公司有足够的控制以使他们的意愿受到尊重, 代理成本问题便可得解决。”

随着公司治理的不断深入, 人们逐渐意识到另一种代理成本的重要性,

* 张华: 中欧工商管理学院; 张俊喜: 香港大学中国金融研究中心和南开大学; 宋敏: 香港大学中国金融研究中心; 通讯作者及地址: 张俊喜, 香港大学经济金融学院; E-mail: jjzhang@econ.hku.hk。作者感谢香港大学人文与社会科学研究所的资助和尚勇出色的助理工作。

即控股大股东和其他股东之间的利益冲突。当大股东的利益与小股东的利益不一致时,很有可能出现大股东为自身利益而牺牲、侵害小股东利益。拉波塔等人(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 1998)宣称“……全球大企业中最重要代理问题已经转为如何限制控股股东剥削小股东利益的问题。”他们的研究发现,在27个发达国家或地区中,大企业的股权集中地控制在大股东手中。克拉森斯、德杨科夫和朗(Claessens, Djankov, and Lang, 2000)发现这一情况在东亚地区更加严重:在9个国家或地区中,绝大多数大公司是由一小部分家族来控制。强森等(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 2000)也指出,股权的过度集中极易导致大股东侵害小股东利益的行为,并将此称为“隧道行为”(tunneling)。

综上所述,我们认为股权的集中可以同时为企业带来利和弊。其利在于可以加强对企业管理层的监督,提高企业的效率;其弊则在于,当通过侵害小股东权益而带来的好处超过了直接从企业获得的利益,大股东可能选择通过损害企业而获得私益。前一个效应,即“监督效应”,可以提升企业价值;而后一个效应,即“隧道效应”,则降低企业价值。

一般而言,传统的实证研究使用第一大股东持股来衡量大股东对企业的影响。斯塔尔兹(Stulz, 1988)认为由于上述的正向和负向效应,大股东持股与企业绩效之间应该有一个倒“U”型关系。麦康奈尔和塞瓦斯(McConnell and Servaes, 1990)的实证结果支持了这一预测。从发展中国家的经验看,理论上认为由于其法律和市场发展的相对不成熟性,发展中国家企业的股权集中更加有利于企业价值的提高。克拉森斯和德杨科夫(Claessens and Djankov, 1999)发现捷克民营化后的企业价值和股权集中度显著正相关。张俊喜和张华(2003)对我国上市公司的研究发现,对于国有上市企业而言,大股东持股与企业价值成正“U”关系;而对于民营上市企业,大股东持股与企业价值的关系并不显著。

但是,近期的理论发展认为直接使用持股比例不能完全反映大股东对企业的影响。克拉森斯等人(Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002)认为大股东之所以会损害企业利益而牟取私利,其原因主要在于大股东对企业的控制权和所有权存在不一致性,控制权往往高于所有权。所谓所有权是指大股东实际投入企业的资金,而控制权则是其成为控股股东所占有的股份,也就是其发言权的大小。控制权高于所有权表明大股东投入较小资金而获得较大的企业控制权;反过来,大股东从企业获得的收益比例要少于其持有的控制权。

从世界范围看,大股东要达到这个目的通常使用金字塔、交叉持股、不平等的投票权这三种方式。金字塔链式的控制方式是最终控制人首先控股一家企业,再由这家企业控制另一家企业,以此类推,最终控制目标企业。也就是说,最终控制人和其控股的上市公司之间的链条中至少存在另一家公司。

交叉持股的控制方式是在金字塔方式的基础上，其中的被控制企业同时拥有其控制链上游的企业的股份，形成了另一条控制链。不平等的投票权是指大股东和其他股东的每张股票虽然有相同的收益权，但是大股东的股票的投票权却高于其他股东。¹

以金字塔控制方式为例，假设某投资者 A 握有 B 公司 70% 股份，处于绝对控股地位，而 B 公司又拥有上市 C 公司 60% 的股份。这样投资者 A 就拥有上市 C 公司 60% 的绝对控制权，但是 A 从上市 C 公司中的收益权只有 42%，即 A 个人拥有 C 公司 42% 的现金流的所有权。在另一种情况下，如果投资者 A 直接拥有 C 公司 60% 的股份，其收益权和控制权都是 60%。比较这两种状况，显而易见在前一种情况下，投资者 A 更有可能和积极性去为谋求私利而损害 C 公司的利益。

遵循这一思路，克拉森斯等 (Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002) 检验了东亚 9 个国家和地区中大股东的“监督效应”和“隧道效应”，发现“监督效应”能够提高企业价值，而“隧道效应”却损害了企业价值。

本文旨在使用这一方法研究我国上市公司的股权集中对企业价值的影响。我们选择上市公司中的民营企业作为研究样本，其原因有三。其一，民营企业之外的上市公司基本上是国有控股。根据以往的研究，国有控股的问题主要涉及到国有产权的委托—代理关系，把这些企业作为样本会使我们无法清楚地观察股权本身对企业的影响。因此，这些企业并不在我们的研究范围内。

其二，随着证券市场和民营企业的迅速发展，民营上市企业越来越多；同时这些企业也受到政府主管部门、业界和舆论越来越多的关注，对民营控股的利弊可谓众说纷纭。因此有必要对此做一个系统地定量分析，以作为政策制定、投资决策的依据。

其三，张俊喜和张华 (2003) 的研究结果表明民营上市企业的大股东持股与企业价值之间并无显著的关系。我们认为出现这一结果的原因很可能是由于第一大股东持股比例无法很好地反映民营大股东对企业的作用，而新变量的解释力可能更强。

二、样本、数据和方法

(一) 样本企业的选取

我们首先选取上市公司中的民营企业。我们界定民营企业的标准是，如果一个上市公司的第一大股东是民营企业、自然人或职工持股会，那么它就是民营企业。依据此标准，我们对沪深两地的上市公司进行了逐一筛选，确

¹ 由于法律规定，我国上市公司不得使用这一措施。

定2002年沪深两市中共有197家民营上市公司,这些企业构成了候选样本企业。我们排除了一些缺乏相关数据的企业后,最终的样本包括112家民营上市企业。

(二) 所有权和控制权的计算

我们对所有197家民营企业的控制链条做了调查,主要方法是通过证监会、上交所网上数据库、三大证券报和网络财经新闻获得相关信息,然后整理而成。在所有197家民营上市公司中,我们能够确认整个控制链条的有112家。

参照前面的例子,在金字塔方式下,最终控制人的所有权的计算方法是将其控制链中每一环节的所有权比例相乘而得(如在上例中等于 $60\% \times 70\%$)。而如果存在交叉持股,则将每条控制链的所有权乘积相加得出。²金字塔式控制的最终控制人控制权是这一控制链条上最小的一个所有权份额(如在上例中为 60%)。

应该指出,我国上市公司股份结果的一个特点是存在非流通股。而非流通股股东持有的股份无法从二级市场的交易中获利,这很有可能是他们损害企业利益的动机之一。我们认为当控制权超过所有权时,如果控股股东持有的是非流通股,那么他(她)损害企业的动机可能会更加强烈。我们的样本企业尽管是民营上市公司,但是绝大多数企业的控股股东持有的仍然是非流通股,持有流通股的仅有5家企业³,对整体样本的影响不大。严格地说,本研究所检验的实际上是控股股东的非流通股份的所有权和控制权的分离对企业价值的影响。

(三) 研究设计

如前所述,最终控制人的所有权代表了他从上市公司中所获得的利益。显而易见,所有权越大,最终控制人越有积极性监督管理层及提高企业效率。相比之下,控制权则代表了最终控制人可以在多大程度上左右企业决策。所有权和控制权的差距越大,最终控制人越有可能损害企业利益。因此我们使用最终控制人的所有权来度量股权集中对企业的“监督效应”,而使用控制权与所有权之差来度量股权集中对企业的“隧道效应”。

如多数研究采用的方法,我们使用托宾Q值和市值一账面值之比来度量企业的价值。事前的可检验假设(testable hypotheses)如下:

(1) 最终控制人对企业的所有权与企业的价值呈正相关关系,即“监督效

² 稍后我们会看到,根据现有的信息,民营上市公司多采用金字塔方式,而没有企业使用交叉持股方式。因此,我们在此仅简略论述这一方式。

³ 这些企业分别是方大A(代码55),天通股份(代码600330),精伦电子(代码600355),宏智科技(代码600503),康美药业(代码600518)。

应”对企业的影响是正向的；

(2) 最终控制人对企业的控制权和所有权的差值与企业的价值呈负相关关系，即“隧道效应”对企业的影响是负向的。

我们将首先对样本企业的所有权、控制权及企业价值做描述性统计，之后采用回归分析检验其相互关系。同时，我们也关注其他相关的公司治理特征，如大股东对企业的控制程度、大股东是否直接介入管理层等。

三、实证结果

(一) 描述性统计

表1报告了样本民营企业的所有权、控制权的描述性统计结果。在112家样本民营上市公司中，最终控制人拥有的控制权平均为32.1%，而最终控制人投入的资金为18.9%，即他们真正的所有权显著小于其对企业的控制权，之差达13.2%。这说明我国的民营上市企业中存在较大程度的所有权和控制权的分离。我们进一步通过所有权与控制权之比来观察这一分离程度，结果显示我国民营上市企业的最终控制人的投入资金约为其拥有的企业控制权的58.3%。

表1 样本企业的所有权、控制权

	所有权	控制权	所有权/控制权
均值	18.93%	32.15%	58.3%
中值	18.13%	28.96%	54.7%
标准差	11.98%	14.36%	24.5%
最小值	2.93%	8.86%	13.3%
最大值	63.68%	75.00%	100%
25%位数	23.60%	40.38%	78.9%
75%位数	9.14%	22.00%	36.2%
样本数	112	112	112

表2列举了最终控制人控制上市企业的方法、控制程度。在整个样本中，自然人直接控股的仅4家，其余108家上市公司无一例外地采用了金字塔式的控制方法，而没有一家企业采用交叉持股。

需要说明的是，最终控制人任管理层职务的定义是：最终控制人担任企业总经理、董事长或副董事长。我们将董事长或副董事长也视为管理职务的原因是，在目前我国企业中正副董事长确实管理着企业的日常运作。结果显示在近2/3的民营企业中，最终控制人任管理层职务。

第一大股东和第二大股东持股比例的划分显示了最终控制人对上市公司的控制程度。有10%的样本企业第一大股东持股超过50%，形成绝对控制。

其余企业中, 21%的第二位股东持股小于 5%, 如果以 10%作为划分点, 这个比例则为 46%。上述数据表明, 最终控制人对民营上市公司的控制还是比较牢固的。

表 2 最终控制人对企业的控制方式

	企业数	占样本比例
自然人直接控股	4	3.57%
金字塔式控制	108	96.43%
交叉持股	0	0
最终控制人任管理层职务	72	64.29%
第一位持股超过 50%	12	10.71%
第二位持股小于 5%	24	21.42%
第二位持股小于 10%	52	46.43%

(二) 金字塔控制的结构与两权分离

鉴于样本民营企业大多采用金字塔结构的事实, 我们将特别考察金字塔层数与最终控制人对企业的控制。除了直接控股的 4 家企业外, 其余 108 家企业中 62 家由其最终控制人通过一家企业间接控制, 即一层金字塔结构; 二层金字塔结构有 37 家企业; 三层有 8 家; 仅 1 家为四层。我们将三层与四层归在一组。

表 3 金字塔结构与控制状况

金字塔层数	直接控制	一层	两层	三层和四层
企业数	4	62	37	9
所有权	27.7%	20.5%	17.7%	9.3%
控制权	27.7%	30.8%	35.7%	28.7%
现金流权比投票权	1	65.7%	47.5%	33.3%
实际控制人是否是高级管理者	100.0%	67.7%	62.2%	33.3%
第一大股东持股 > 50%	0.0%	8.1%	16.2%	11.1%
第二大股东持股 < 5%	25.0%	22.6%	18.9%	22.2%
第二大股东持股 < 10%	50.0%	46.8%	40.5%	66.7%

从表 3 可以看出, 随着控制链条的加长, 最终控制人对上市公司的所有权不断下降, 在三层和四层的企业中, 最终控制人的平均所有权仅为二层金字塔企业的 52%。但是, 控制权并未随控制链加长而显著下降。其结果是, 金字塔结构的加长导致了所有权和控制权的分离加剧。从实际控制人任管理层职务和股权结构看, 最终控制人对企业的控制也有所减弱, 这可能是其追求以较少投资获取较多控制的代价。

(三) 民营化时间与公司治理变量

对美国市场的研究 (如 Black and Gilson, 1998) 表明年轻企业的股权更加

集中，而历史较长的企业的股权则相对分散。因此在本小节，我们考察上市公司形成时间长短和所有权、控制权集中、两权分离的关系。对于直接上市的样本企业，我们根据上市日期确定其存在时间；对于买壳形成的企业，我们根据其买壳成功、成为民营企业的日期确定其存在时间。

在所有的 112 个样本中，民营化的时间从 0 年（即 2002 年成为民营企业）到 9 年不等，我们将这些企业按照民营化时间的长短分成三组，分别为 0 年到 1 年、2 年到 3 年、4 年到 9 年，代表新生的民营企业、发展中的民营企业和相对成熟的民营企业，进而研究民营化时间的长短与所有权和控制权分离程度之间的关系。

表 4 企业存在时间与两权分离

指标	所有权			控制权			所有权/控制权		
	0—1 年	2—3 年	4—9 年	0—1 年	2—3 年	4—9 年	0—1 年	2—3 年	4—9 年
企业存在时间									
均值	0.217	0.188	0.16	0.347	0.313	0.303	0.622	0.617	0.504
中值	0.197	0.195	0.124	0.291	0.29	0.27	0.608	0.6	0.44
标准差	0.14	0.082	0.127	0.172	0.104	0.148	0.251	0.242	0.229
最小值	0.044	0.035	0.029	0.11	0.132	0.089	0.208	0.133	0.228
最大值	0.552	0.385	0.637	0.75	0.657	0.637	1	1	1
样本数	38	39	35	38	39	35	38	39	35

从表 4 我们可以发现，民营上市企业最终控制人的所有权随着存在时间的增加趋于减小；而其对企业的控制权也同时减少，但是其减少程度小于所有权减少。其结果是，所有权与控制权之比随时间增加而下降；同时随着最终控制人入主上市公司时间的增加，两权分离的状况更加严重。

表 5 显示，存在时间于 2 年以上的企业中，第一大股东绝对控股的比例远远小于存在时间少于 1 年的企业。这从另一个侧面说明，随着时间的变化民营上市公司股权具有分散化的趋势。但是，最终控制人控制权的下降并不一定意味着其对企业控制的减弱，表 5 显示，在历史较长的企业中，最终控制人参与企业高层管理的比例较高，这表明随着时间的推移最终实际控制人更倾向于通过控制高级管理层来加强其最终实际控制上市公司的目的。

表 5 企业存在时间与控制状态

	0—1 年	2—3 年	4—9 年
实际控制人是否是管理者	55.26%	69.23%	68.57%
第一大股东持股 > 50%	18.42%	7.69%	5.71%
第二大股东持股 < 5%	28.95%	12.82%	22.86%
第二大股东持股 < 10%	44.74%	30.77%	65.71%

（四）公司规模与两权分离

我们再检验企业规模与企业所有权和控制权及二者的分离程度之间是否

存在关系。我们将样本企业按照其市场价值 (market value) 分别平均分成两组, 对大市值和小市值组的所有权和控制权及二者的分离程度做描述性统计; 结果见表 6。在所有权和控制权方面, 大市值企业都高于小市值企业, 显示在大市值的民营上市公司中股权较集中, 最终控制人的控制也较强。但是从所有权和控制权之比这一指标可以看出, 大市值公司中的两权分离现象更加严重。

表 6 企业规模(高、低两组)与所有权和控制权的分离

	所有权		控制权		现金流权/投票权	
	低(市值)	高(市值)	低(市值)	高(市值)	低(市值)	高(市值)
均值	0.169	0.197	0.289	0.345	0.586	0.563
中值	0.181	0.164	0.284	0.292	0.566	0.472
标准差	0.080	0.140	0.100	0.168	0.217	0.270
最小值	0.034	0.029	0.110	0.089	0.208	0.133
最大值	0.358	0.637	0.532	0.750	1.000	1.000

(五) 两权分离与企业价值

在这一部分, 我们用描述性统计对所有权、控制权与企业价值之间的关系做初步分析。我们分别根据所有权、控制权以及二者之比将样本企业按中值分为相同数量的两组, 观察两组间托宾 Q 值和市值一账面值之比的差异。

表 7 显示, 所有权高的组别其市价一账面值之比和托宾 Q 均高于所有权低的组别; 但在控制权方面, 较高组别的企业价值反而较差。使用所有权—控制权之比分组的结果表明, 两权分离程度低的组别的企业价值好于两权分离程度高的组别。

表 7 所有权、控制权和其分离程度与企业价值

指标	现金流权				投票权				现金流权比投票权			
	市价和账面 价值比		托宾 Q		市价和账面 价值比		托宾 Q		市价和账面 价值比		托宾 Q	
	低	高	低	高	低	高	低	高	低	高	低	高
均值	2.534	2.718	2.052	2.281	2.763	2.493	2.277	2.061	2.439	2.812	1.948	2.383
中值	2.07	2.529	1.617	2.011	2.292	2.329	1.894	1.739	2.136	2.529	1.663	2.11
标准差	1.415	1.223	1.417	1.257	1.421	1.208	1.443	1.23	1.244	1.375	1.263	1.385
最小值	1.062	0.592	0.618	-0.004	1.214	0.592	0.618	-0.004	1.062	0.592	0.461	-0
最大值	6.999	6.778	6.372	6.211	6.999	6.778	6.372	6.211	6.999	6.778	6.372	6.211

我们进一步根据所有权—控制权之比将样本企业分成四组, 图 1 中给出四组上市公司的托宾 Q 值和市值一账面值之比。可以看出, 随着所有权—控制权之比的提高, 托宾 Q 值和市值一账面值之比也有明显的增长。

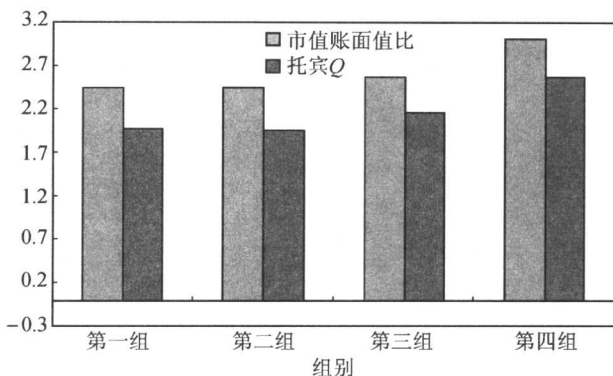


图1 所有权和控制权的分离与市场投资评价

(六) 回归分析结果

描述性统计为我们了解股权集中与企业价值之间的关系提供了背景信息。我们在此部分报告回归分析的结果，以对这一关系有一个深入的认识。

我们使用两个横截面回归分析模型。在第一个模型中，我们使用两个解释变量：一是最终控制人对企业的所有权，二是最终控制人对企业控制权与所有权之差。第一个解释变量可以衡量最终控制人对企业的“监督效应”，第二个解释变量衡量最终控制人对企业的“隧道效应”。

在第二个模型中，我们使用所有权与控制权之比作为解释变量，这个模型直接检验所有权与控制权的分离对企业价值的影响。此外，在这两个模型中，我们加入了企业的存在年数，最终控制人是否在管理层任职（虚拟变量，如是则为1），并使用两个控制变量：企业总市值以控制企业规模的影响，总负债与总资产之比以控制企业资本结构的影响。

具体的回归模型为：

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q/M-B \text{ ratio}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ownership}_i + \alpha_2 \text{Excesscontrol}_i + \alpha_3 \text{Size}_i \\ & + \alpha_4 \text{leverage}_i + \alpha_5 \text{Management}_i \\ & + \alpha_6 \text{Age}_i + \epsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q/M-B \text{ ratio}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Seperation}_i + \alpha_2 \text{Size}_i + \alpha_3 \text{leverage}_i \\ & + \alpha_4 \text{Management}_i + \alpha_5 \text{Age}_i + \epsilon_i \end{aligned} \quad (2)$$

在每个回归模型中，被解释变量分别是企业的托宾 Q 值和市值一账面值之比。等式右侧 Ownership 是最终控制人在上市公司的所有权，衡量最终控制人对企业的“监督效应”；Excesscontrol 是最终控制人在上市公司的控制权与所有权之差，衡量最终控制人对企业的“隧道效应”；Seperation 是最终控制人在上市公司的所有权与控制权之比，度量上市公司所有权与控制权分离

的程度; Size 是公司市值; leverage 是公司总负债与总资产之比; Management 是最终控制人是否兼任管理层职务的虚拟变量; Age 是企业在证券市场上的存在时间。

表 8 报告了回归结果,基本上与我们事前的可检验假设预期一致。模型 (1) 的结果显示,最终控制人的所有权与企业的托宾 Q 值和市值一账面值之比有显著的正向关系,所有权变量的回归系数均在 5% 的水平显著,表明其对企业价值的影响是非常显著的。控制权与所有权之差的回归系数虽然不显著,但是其方向为负,表明超出实际所有权的控制权会导致企业的价值下降。

表 8 两权分离与企业价值:回归结果

被解释变量	托宾 Q				市值与账面价值比			
	模型 1		模型 2		模型 1		模型 2	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
所有权	1.206	(0.018)			0.86	(0.038)		
控制权与所有权之差	-0.47	(0.423)			-0.238	(0.618)		
所有权比控制权			0.514	(0.032)			0.338	(0.082)
企业规模	-0.069	(0.469)	-0.047	(0.621)	-0.058	(0.457)	-0.041	(0.596)
财务杠杆	0.323	(0)	0.318	(0)	0.294	(0)	0.29	(0)
存在时间	-0.004	(0.895)	0	(0.996)	-0.009	(0.706)	-0.006	(0.788)
实际控制人是否在管理层任职	-0.306	(0.013)	-0.289	(0.018)	-0.277	(0.006)	-0.263	(0.008)
截距	2.045	(0.312)	1.422	(0.492)	2.082	(0.207)	1.647	(0.328)
拟和优度	0.3278		0.3116		0.3668		0.3541	

当我们使用所有权与控制权之比作为度量两权分离的解释变量时,其对托宾 Q 值和市值一账面值之比的回归系数分别在 10% 和 5% 的置信水平上显著为正,表明两权分离程度越高,企业价值越差。

在所有四组回归结果中,最终控制人是否在管理层任职这一变量的系数始终显著为负。这表明民营企业中的所有权、控制权、经营权的合一对企业价值有非常负面的影响,市场不认可这种制度安排。但是,企业存在时间的影响不显著。

在两个控制变量中,规模的影响不显著,而财务杠杆对企业价值则有显著正向影响,且市场对高负债较多的企业反应也较正面。后一结果与资本结构理论是一致的,即经营状况较好的企业会较多选择债务融资,反过来,较多使用债务融资的企业价值也会比较好,因此较受市场欢迎。

(七) 国际间比较

在对我国民营上市企业的所有权、控制权做了一个比较深入的考察后,我们再将我国的情况与邻近的东亚 9 个国家和地区做一个比较以加深认识。

表 9 为我们提供了我国（指内地民营企业）和 9 个东亚国家和地区的所有权、控制权和所有权控制权之比的均值和中值，以及所有这 9 个国家和地区的总平均数和中值。东亚国家和地区的数据来自克拉森斯等人（Claessens, Djankov, and Lang, 2000）的研究。

表 9 所有权、控制权的国际比较

	所有权		控制权		所有权和控制权之比	
	均值	中值	均值	中值	均值	中值
中国内地	18.93	18.13	32.15	28.96	0.583	0.547
香港地区	24.30	18.67	28.08	19.64	0.882	1.000
印度尼西亚	25.61	24.00	33.68	30.19	0.784	0.858
日本	6.90	4.00	10.33	9.71	0.602	0.600
韩国	13.96	10.10	17.78	20.00	0.858	1.000
马来西亚	23.89	19.68	28.32	29.72	0.853	1.000
菲律宾	21.34	19.22	24.36	21.00	0.908	1.000
新加坡	20.19	20.00	27.52	29.35	0.794	0.800
台湾地区	15.98	14.42	18.96	21.28	0.832	0.975
泰国	32.84	30.00	35.25	39.52	0.941	1.000
东亚平均	15.70	12.00	19.77	19.83	0.746	1.000

对于所有权，我国内地企业的这一水平为 18.93%；高于东亚地区平均水平的 15.7%。泰国在东亚地区最高，达到 32.84%，其次是印尼和香港地区，分别为 25.61% 和 24.30%，最低的是日本和韩国，分别为 6.90% 和 13.96%。但若逐一比较，我国内地的水平仅高于日本、韩国和台湾地区，低于其他六个国家和地区。而在控制权方面，我国内地民营上市公司的平均水平为 32.15%，远远高于东亚平均水平的 19.77%，仅次于亚洲地区最高的泰国 35.25% 和紧随其后的印尼 33.68%，名列第三，最低的是日本和韩国，分别为 10.33% 和 17.78%。

可以看出，与东亚 9 个国家和地区相比，我国内地民营上市公司的最终控制人对企业的所有权偏低，而控制权则偏高。这一两权分离状况在所有权与控制权之比这一指标上得到了充分的体现。我们的样本企业的这一比值为 0.583，明显低于东亚平均水平 0.746，是东亚诸国和地区中最小的。需要特别指出的是，东亚是全世界公认的大股东对企业的控制力较强、所有权和控制权分离较大的地区，而与这 9 个东亚国家和地区相比，我国内地民营上市企业的这一状况更为严重。

我们进一步比较两权分离对上市企业市值一账面值之比的影响。东亚国家和地区回归结果来自克拉森斯等（Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002）的研究。结果见表 10。可以看出，我国内地民营上市公司的大股东的“监督效应”和“隧道效应”对企业价值的影响远远大于其他东亚国家和地区。我国内地样本的“所有权”这一变量的系数为 0.860，比次高的韩国的

0.0268 大 30 倍以上；而“控制权与所有权之差”这一变量的系数为 -0.238，是次低的马来西亚的 -0.0201 十多倍。

表 10 回归结果的国际比较

	截距	所有权	控制权与所有权之差
中国内地	2.082 0.207	0.860 (0.038)	-0.238 (0.618)
香港地区	1.4429 (0.1877)	0.0088 (0.0037)	-0.0181 (0.0083)
印尼	0.9825 (0.2827)	0.0252 (0.0072)	-0.0133 (0.0059)
韩国	1.1871 (0.1429)	0.0268 (0.0063)	-0.0038 (0.0107)
马来西亚	2.0198 (0.2743)	0.0084 (0.0043)	-0.0201 (0.0109)
菲律宾	1.5051 (0.2694)	0.0051 (0.0091)	-0.0019 (0.0204)
新加坡	2.3004 (0.2237)	-0.0111 (0.0068)	-0.0090 (0.0115)
台湾地区	2.1297 (0.2113)	-0.0070 (0.0086)	-0.0118 (0.0152)
泰国	1.2455 (0.3839)	0.0130 (0.0057)	-0.0190 (0.0105)

我们认为，正因为我国民营上市企业中的所有权和控制权分离情况特别严重，所以市场十分重视最终控制人对企业的所有权，而对超出实际所有权的控制权部分存有戒心。

四、小结和政策建议

本文考察了我国民营上市企业所有权、控制权以及二者的分离对企业价值的影响。我们发现，我国民营上市企业的最终控制人大多采用金字塔方式以实现用较少的投资控制较多的企业股份的目的。平均而言，最终控制人对企业的投入为 18.93%，而其控制权则为 32.15%。与所有权和控制权分离情况严重的东亚地区的其他国家和地区相比，我国民营上市企业的两权分离更大。

我们进一步检验了大股东对企业的“监督效应”和“隧道效应”。用实际所有权代表大股东的“监督效应”，用控制权与所有权之差代表“隧道效应”，我们发现前者对企业的价值有正向影响，而后者影响则为负向。此结果与理论假设完全一致。与东亚其他国家和地区的情况相比，我国的“监督效应”和“隧道效应”更为显著。

我们的研究结论具有一定的学术价值和政策含义。在学术上,张俊喜和张华(2003)的研究发现,与国有上市企业不同,第一大股东持股对民营上市企业价值的解释力不强。本文的结果表明,之所以出现这一情况,是因为简单的持股份额并不能完全度量大股东在民营上市企业的利益,反之所有权、控制权及其分离程度更能够代表民营企业最终控制人的利益,因此它们更能解释大股东对企业价值的影响。

众所周知,民营经济的发展在我国经济发展中的地位越来越高,“国退民进”已成为经济改革的重点。当我们畅谈国有企业转制、促进民营企业发展之时,切不可忽视民营企业内部的公司治理问题,而股权结构则是重中之重。国际经验显示,民营化并非一定成功,简单地、不分青红皂白地民营化往往事与愿违,反而会对经济发展产生负面影响。

我们的实证结果表明,民营控股是一柄双刃剑,对企业既有正面影响又有负面作用。如何发挥正面作用,避免负面作用是影响民营化效果的重点。本文指出,民营企业的所有权和控制权应该尽量保持相若,避免出现两权分离的情况,只有这样才能使得民营企业的实际所有人的利益与企业利益保持一致,充分发挥其正面作用。同时,我们的结果也表明,市场并不欢迎民营企业的所有者和管理者合一这一经营管理方式,因此民营企业如何从家族企业向现代公司转型将是一个亟待解决的问题。

参考文献

- [1] 张俊喜、张华,“民营上市公司的经营价值和治理结构研究”,《上证研究》,2004年第二辑,第125—164页。
- [2] Berle, A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
- [3] Claessens, S. and S. Djankov, “Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic”, *Journal Comparative Economics*, 1999, 27, 498—513.
- [4] Claessens, S., S. Djankov, L.P.H., Lang, “The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(6), 81—112.
- [5] Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, L. P. H., Lang, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, 2002, 57(6), 2741—2771.
- [6] McConnell, J.J., and H. Servaes, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, 1990, 25, 595—612.
- [7] Jensen, M. and W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 305—360.
- [8] Johnson, S., R., La Porta, F., Lopez-de-Silanes, & A. Shleifer, “Tunneling”, *American Economic Review*, 2000, 90(2), 22.
- [9] La Porta, R. and F. Lopez-de-Silanes, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), 1113.