

公司所有权与控制权分离的实证研究^[1]

张天舒

(上海财经大学 会计与财务研究院 上海 200433)

摘要: 本文考察了我国上市公司所有权对企业价值的影响以及所有权与控制权分离对企业价值的影响。发现中国上市公司的价值随所有权增加而增大,但是由于中国大部分上市公司为国有控股,所有权与控制权分离程度不大,所以所有权与控制权的分离对企业价值影响不显著。但是在所有权与控制权分离较大的非国有控股的上市公司中,随所有权与控制权的分离,企业价值减小。

关键词: 控制权; 所有权; 控股股东; 公司价值

中国图书分类号: F2 **文献标识码:** A

1 引言

自 Berle 和 Means (1932) 在《现代公司和私有产权》中首次提出现代公司所有权和经营权分离的问题以来,公司股权结构就成了人们研究的热点。Jensen and Meckling (1976) 指出,公司股东并不具体负责公司的经营,而掌握公司经营权的经理不拥有公司的股份,由于两者的利益取向并不完全一致,由此产生了公司股东与经理人员的代理问题。此后,大量的实证研究考

察了公司股权对公司绩效的影响。Morck et al. (1988) 的研究表明, 管理者持股与公司业绩间存在着“区间效应”, 当管理人员持股在 0%~5% 之间时, 与公司业绩呈正相关关系, 在 5%~25% 区间随着管理人员持股比例的增加降低了公司绩效, 此后随管理者股权的增加又对公司业绩有正效用。McConnell 和 Servaes (1990) 也发现内部人持股与公司业绩间呈倒“U”型关系。

我国上市公司的股权结构也引起了学术界的广泛讨论。孙永祥和黄祖辉 (1999) 发现, 随着第一大股东持股比例的增加, 公司价值先增加后减小, 呈非线性的关系。但也有研究认为, 鉴于我国资本市场和公司股权的形成机制, 股权结构与公司绩效间并不存在显著的相关性 (朱武祥和宋勇, 2001)。吴淑琨 (2002) 研究了内部人持股与公司业绩间的关系, 发现两者之间呈显著的倒 U 型关系。张俊喜和张华 (2003) 考察了不同性质的大股东持股比例对公司价值的影响, 研究发现, 国有上市公司大股东持股与公司价值间呈正“U”关系, 而民营上市公司大股东持股与公司价值间的关系不显著。徐晓东和陈小悦 (2003) 的研究发现, 我国上市公司第一大股东持股比例与公司业绩间的关系, 既不是倒“U”型, 也不是“N”型, 而是“M”型。

然而, 新的研究表明, 传统的从公司控股股东的持股比例来考察股权结构对公司绩效的影响并不全面, 控股股东常通过金字塔控股、交叉持股或优先表决权股等形式提高其在公司的控制 (La Porta et al., 1999)。特别的, Claessens et al. (2000) 指出, 在东亚地区公司所有权和控制权分离的情况严重, 控股股东的控制权远大于其所有权。公司所有权和控制权的分离产生了新的代理问题, 由于所有权较低, 所以控股股东经营好上市公司的动机并不强, 相反由于对公司的“强控制”, 控股股东可以方便地掏空上市公司, 即所谓的“隧道挖掘”行为 (Claessens et al., 2002)。尤其对于法律体系还不完善的新兴市场, 由于对投资者的保护较弱, 公司所有权和控制权分离所引起的大股东与其他小股东的代理问题显得更为突出 (La Porta et al., 1998)。

关于我国上市公司所有权和控制权的分离, 还未有系统的研究。刘芍佳等 (2003) 运用终极产权论考察了国有控股公司的股权模式^[2], 研究发现政府间接控制的上市公司业绩优于直接控股的公司; 在政府间接控股的上市公司中, 大股东为国家控制的实业公司的业绩好于政府独资的投资管理公司作为上市公司的大股东。通过青鸟系公司案例, 黄俊和吴英蕴 (2004) 考察了金字塔控股对公司经营行为的影响, 研究发现随着控股股东控制权和剩余索取权的分离^[3], 产生了与其他中小股东的代理问题, 控股股东通过与上市公司的不等价交易, 转移了公司资产, 使其他中小股东的利益受到损害。由于缺少大样本的实证检验, 他们的

结论不具有较强的推广性。张华等（2004）考察了民营上市公司所有权和控制权分离对企业价值的影响，研究发现所有权与控制权的分离降低了公司的价值。但由于他们只考察民营企业，样本偏小，而且对于国有控股公司占大多数的我国上市公司来说^[4]，显失了一般性。为此，本文考察了我国上市公司总体的所有权和控制权及其分离情况。

文章后面的结构安排如下，第二部分是数据和研究假说，介绍了公司所有权和控制权数据的构建，并形成本文的研究假说；第三部分是样本、变量和研究设计，介绍了样本公司的选取、主要变量的定义和研究模型的设计；第四部分是实证结果，分析了公司所有权与控制权的分离对公司业绩的影响；最后总结全文。

2 数据和研究假说

为了考察上市公司所有权、控制权及其分离的情况，我们需要构建上市公司所有权和控制权数据。La Porta et al.（1999）以直接和间接持有上市公司 20%或以上股权为标准，考察了大股东扩大其控制权的三种方式：优先表决权、金字塔控股和交叉持股，但他们并未具体计算控股股东在公司中的所有权和控制权。Claessens et al.（2002）在考察东亚 9 国公司所有权和控制权的分离时，对于金字塔控股的公司，控股股东的的所有权等于中间被控制公司所有权比例的乘积；对于交叉持股的公司，则相对复杂，需要先划分出不同的控制链，将每条控制链的所有权乘积相加后求得。控股股东的控制权是其控制链上最小的一个所有权比例。

中国证监会从 2001 年开始要求上市公司在年报中披露其控股股东及最终控制人情况^[5]，这为我们考察上市公司的所有权及控制权提供了有利条件。我们采用如下方法计算公司的所有权，与 Claessens 等的方法相类似，我们定义控股股东在上市公司中的所有权等于其控制链上中间被控制公司股权的乘积。举例来说，如果 A 是上市公司，B 是其第一大股东，拥有其 60% 的股权，而 B 的大股东是 C，其 40% 的股权为 C 所持有，则 C 在上市公司 A 中的所有权为 24%，等于 40% 与 60% 的乘积。控股股东的控制权则是其控制链上最小的一个所有权比例，具体的，上例中 C 对 A 的控制权为 40%。我们又计算了公司所有权与控制权的比率，以度量两权分离的程度，该比率越小，公司所有权和控制权分离程度越大。

Shleifer 和 Vishny (1997) 指出, 大股东由于占有公司多数股份, 因而有动力监督经营者的行为, 从而解决了 Grossman 和 Hart (1980) 提出的小股东因没有足够的激励去监督公司经理人的“搭便车”问题。而且, 大股东拥有公司多数股权也有能力监督约束经理人的行为, 可以解决现代公司由于所有权和经营权的分离所形成的股东和经理人之间的代理问题。而且, 随着大股东持股比例的增加, 在公司中的权益不断增多, 会产生“利益趋同”效应 (Morck et al., 1988), 从而有助于缓解与其他小股东的代理问题, 促进公司绩效的提高。由此, 我们提出假说 1:

假说 1: 控股股东所有权的增加, 提高了公司价值, 两者之间呈正相关关系。

当大股东的控制权超过其所有权时, Claessens et al. (2002) 指出由于其在上市公司的剩余收益较小, 因而经营管理好上市公司的动机并不强, 相反由于拥有较大的控制权, 可以方便地通过资产转移、非法担保及不等价关联交易等方式为自己谋私利, 从而产生了与其他小股东的代理问题, 损害了公司业绩。而且, 在东亚地区由于法律对投资者的保护较弱, 公司所有权和控制权分离所带来的大股东与其他小股东的代理问题变得更加严重。为此, 我们提出本文的假说 2:

假说 2: 控股股东所有权和控制权的分离, 降低了公司价值, 两者之间呈负相关关系。

下面我们结合上市公司数据, 对上述假说进行检验。

3 样本、变量和研究设计

3.1 样本

本文选取了 2002 年的 A 股上市公司为研究样本, 考虑到金融类上市公司的特殊性予以剔除, 另外由于部分公司控股股东及最终控制人的情况未披露或披露不详, 使得我们无法求得公司的所有权和控制权, 最后得到 703 家样本上市公司。

本文的上市公司财务数据取自上市公司多维统计分析系统, 上市公司基本资料来自南方证券分析交易系统。

3.2 变量

关于本文用到的主要变量，我们先作一说明，如表 1 所示。

表 1 主要变量的定义

EQU	公司所有权变量，等于控制链上中间公司所有权的乘积。
CON	公司控制权变量，等于控制链上最小的一个所有权比例。
SEP	衡量公司所有权与控制权分离度变量，等于公司所有权与控制权之比。
Tobins' Q	等于公司总股本市值与负债账面价值之和与公司总资产之比。
SIZE	公司规模控制变量，为公司年末总资产的自然对数值。
LEV	公司负债控制变量，等于负债与总资产的比率。
DEV	衡量公司的成长性，为年度折旧费用与主要业务收入之比。
AGE	上市时间。当年上市的取 0，上市后第二年取 1，依此类推。
IND	行业控制变量。

3.3 研究设计

为了考察控股股东的所有权与公司价值之间的关系，我们构造了如下模型：

$$Tobin's Q_i = \alpha_0 + \alpha_1 EQU_i + \alpha_2 SIZE_i + \alpha_3 LEV_i + \alpha_4 DEV_i + \alpha_5 AGE_i + \sum_j IND_{ij} + \varepsilon \quad (1)$$

其中，**EQU** 是公司所有权变量，用以考察所有权对公司价值的影响；**SIZE** 和 **LEV** 是公司规模和负债控制变量；**DEV** 代表公司的成长性，一般说来成长性越高的公司，价值越大；有研究表明公司绩效与上市年限间存在相关性（卢文彬和朱红军，2001），为此我们在模型中加入了公司的上市年限；**IND** 为行业控制变量，以控制行业因素的影响。

我们构造了如下模型以考察公司所有权和控制权的分离对公司价值的影响：

$$Tobin's Q_i = \beta_0 + \beta_1 SEP_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 DEV_i + \beta_5 AGE_i + \sum_j IND_{ij} + \varepsilon \quad (2)$$

其中，**SEP** 等于控股股东的所有权与控制权之比，用来考察公司所有权与控制权的分离对公司价值的影响。其他控制变量的定义与前一致。

4 实证结果

4.1 上市公司所有权和控制权的描述性统计

表 2 报告了上市公司总体的所有权、控制权及其分离情况。我们发现，控股股东平均的所有权为 39%，中值为 37.5%，说明控股股东在上市公司的所有权较高。这可能是由于我国上市公司大都是国有控股公司，且国家股的比重过大引起的。控股股东所有权最高的达到了 84.97%，而最低点只有 0.58%，极差为 84.39%，可谓差异悬殊。上市公司控制权的均值为 42.49%，中位数为 41.25%，均大于对应的所有权值，表明上市公司存在着控制权与所有权的分离。为了进一步考察两权分离的情况，我们计算了所有权与控制权的比率，其均值为 0.889，说明我国上市公司存在着两权分离，但程度不是很严重，所有权与控制权比例

的中值为 1 上也说明了这点。但我们发现，上市公司两权分离最严重的公司，其所有权与控制权的比值只有 0.096。而且，我们认为政府在建立资本市场初期强调对国有资本的控制，防止国有资产的流失，是形成占上市公司多数的国有控股公司国家所有权较高的一个原因，进而使得总体上市公司所有权与控制权的分离度不大。为此，我们又考察了国有与非国有控股公司所有权和控制权的分离情况，如表 3 所示。

表 2 上市公司所有权、控制权及其分离度

	所有权	控制权	所有权/控制权
均值	39.00%	42.49%	0.889
中值	37.50%	41.15%	1.000
标准差	0.1940	0.1727	0.2182
最小值	0.58%	3.18%	0.096
25%分位数	24.15%	28.66%	0.943
75%分位数	55.08%	56.53%	1.000
最大值	84.97%	84.97%	1.000
样本数	703	703	703

我们看到，国有控股公司的所有权显著大于非国有控股公司，不论是均值的 T 检验，还是中位数的 Wilcoxon 检验，均在 1% 的水平上显著，表明与非国有控股公司相比，国家拥有国有控股公司更多的权益。上市公司的控制权，国有控股公司也显著大

于非国有公司。关于所有权与控制权的分离，我们发现国有控股公司所有权与控制权比率的均值为 0.947，中值为 1，表明所有权与控制权的分离不大；而非国有控股公司的均值只有为 0.606，中值为 0.580，可以看出非国有控股公司两权分离的情况较为严重。两类公司所有权与控制权比率比较的 T 统计量和 Z 统计量均在 99%置信水平上显著，说明非国有控股公司两权分离的程度显著大于国有控股公司。这也验证了我们前面的猜测，上市公司总体所有权与控制权分离的程度不大，是因为占上市公司多数的国有控股公司由于国家拥有上市公司较大的权益引起的。非国有控股公司的统计结果，与张华等（2004）的研究结论相近，他们计算的民营上市企业所有权与控制权的比率，均值为 0.583，中值为 0.547。

表 3 国家控股公司所有权、控制权及其分离度

类型	所有权		控制权		所有权/控制权	
	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
均值	43.10%	19.12%	45.01%	30.24%	0.947	0.606
中值	42.02%	17.88%	44.90%	28.47%	1.000	0.580
标准差	0.1790	0.1315	0.1692	0.1331	0.1508	0.2694
最小值	1.45%	0.58%	7.02%	3.18%	0.096	0.097
25%分位数	29.35%	9.29%	30.36%	21.16%	1.000	0.391
75%分位数	58.23%	23.97%	58.90%	36.71%	1.000	0.861
最大值	84.97%	70.91%	84.97%	70.91%	1.000	1.000

样本数	583	120	583	120	583	120
t 统计量	16.99 ^{***}		10.52 ^{***}		13.44 ^{***}	
(Prob> T)	(0.000)		(0.000)		(0.000)	
Z 统计量	12.50 ^{***}		8.78 ^{***}		16.40 ^{***}	
(Prob> Z)	(0.000)		(0.000)		(0.000)	

注：*表示 10%的显著性水平，**表示 5%的显著性水平，***表示 1%的显著性水平，括号内为 p 值。

4.2 公司代理层级与两权分离

陈信元和黄俊（2004）考察了我国上市公司的代理层级，研究发现上市公司的股权代理层级存在差异，公司的控股股东常通过 2 级代理关系实现对上市公司的控制。Zhang（2004）也发现国有控股上市公司通过设立更多的代理层级关系以减少政府对上市公司的干预。为此，我们考察了公司代理层级对所有权和控制权分离的影响。

表 4 代理层级对两权分离的影响

代理层级	1 级	2 级	3 级	4 级	5 级或以上
公司数	76	465	139	18	5
所有权	36.08%	41.27%	36.11%	21.61%	15.64%

控制权	36.08%	43.40%	44.05%	35.14%	38.39%
所有权/控制权	1.000	0.925	0.774	0.495	0.381

注：本表统计的是各代理层级公司数据的均值。

表 4 是我们的统计结果。可以看出，代理层级为 2 的上市公司最多，占总样本的 66.15%，这与黄俊和陈信元（2004）的发现一致。我们看到，随着上市公司代理层级的增加，控股股东在上市公司中的所有权呈逐渐下降的趋势，从 1 级的 36.08% 到 5 级或以上的 15.64%，减少的幅度达到 56.65%。但公司的控制权并未随着代理层级的增加而显著下降。其结果是公司代理层级的增加导致控股股东所有权与控制权分离的加剧。

4.3 上市年限与两权分离

我们又考察了公司的上市年限与所有权、控制权及其分离程度之间的关系。如表 5 所示，我们发现随着公司上市年限的增长，公司的所有权逐渐降低，验证了 Black 和 Gilson（1998）的结论，年轻的企业股权相对集中，随着公司年龄的增长股权逐渐分散。公司的控制权也呈相同的趋势，从上市年限只有 1-3 年的 47.60%，降到 10 年以上的 28.76%。但由于控制权下降的幅度小于所有权，所以总体而言，公司所有权与控制权的比率随上市年限的增加而降低，表明上市公司两权分离的状况更加严重。

表 5 上市年限与两权分离的关系

上市年限	1-3 年	4-6 年	7-10 年	10 年以上
公司数	152	246	269	36
所有权	44.64%	42.16%	34.75%	25.45%

控制权	47.60%	45.70%	38.50%	28.76%
所有权/控制权	0.923	0.891	0.871	0.853

注：本表统计的是各上市年限公司数据的均值。

4.4 公司规模与两权分离

我们最后检验了公司规模与所有权和控制权及二者之间分离的关系。我们将样本公司按公司总资产的大小平均分为低、中、高三组。我们发现，随着公司规模的扩大，控股股东的所有权逐渐升高，公司资产较低一组的所有权只有 34.67%，高资产的一组为 43.55%，说明随着公司总资产的增加，控股股东更有倾向拥有公司的权益。这与 Demsetz 和 Lehn (1985) 的结果不太一致，利用 511 家美国上市公司数据他们考察了公司规模与股权结构之间的关系，研究发现随着公司规模的扩大，由于财富约束效应，公司的股权越分散。公司的控制权也呈现相同的趋势，随公司资产的增加逐渐提高。我们又考察了公司所有权与控制权的分离，我们发现高资产的一组所有权与控制权的比率为 0.910，表明公司的控制权与所有权基本相若，而公司资产较小的一组，公司的所有权与控制权的比率为 0.858，存在着一定的分离。

表 6 公司规模对所有权和控制权及其分离的影响

公司规模	低	中	高
公司数	234	234	235
所有权	34.67%	38.76%	43.55%
控制权	38.74%	42.01%	46.70%

所有权/控制权	0.858	0.898	0.910
---------	-------	-------	-------

注：本表统计的是各规模上市公司数据的均值。

4.5 两权分离对公司价值的影响

利用（1）式的模型，我们考察了所有权与公司价值之间的关系。结果如表 7 所示。我们看到，公司所有权变量 EQU 的回归系数显著为正，从而说明所有权与公司价值间呈正相关关系，随着控股股东在公司所有权的增加，公司价值越大，假说 1 得到验证。我们还发现，公司规模与价值负相关，这可能是由于我国证券市场存在着“小盘股”现象，股本越小的公司越易被操控，因而股价越高；公司债务程度与公司价值正相关，与汪辉（2003）发现的结果一致，负债的增加提高了公司治理的作用，增加了公司价值；上市年限变量 AGE 与公司价值正相关，表明随着公司上市年限的增长，公司价值越高。行业控制变量一般不太显著，为了节省空间，未列出。

表 7 公司所有权对公司价值的回归结果

变量	模型（1）	模型（2）
Intercept	19.264 ^{***}	19.834 ^{***}
	(0.000)	(0.000)
EQU	0.485 ^{**}	0.436 ^{**}
	(0.013)	(0.027)

SIZE	-0.837 ^{***}	-0.848 ^{***}
	(0.000)	(0.000)
LEV	0.541 ^{***}	0.617 ^{***}
	(0.000)	(0.000)
DEV	0.535 [*]	0.344
	(0.062)	(0.239)
AGE	0.047 ^{***}	0.053 ^{***}
	(0.001)	(0.000)
IND		控制
公司数	696	696
F 值	96.46	35.43
Adj-R ²	0.4071	0.4263

注：1. 回归中剔除了 Tobins' Q>10 的极端值。

2. *表示 10%的显著性水平，**表示 5%的显著性水平，***表示 1%的显著性水平，括号内为 p 值。

为了验证假说 2，我们考察了公司所有权与控制权的分离对公司价值的影响，表 8 是模型（2）的回归结果。我们发现，公司所有权与控制权分离变量 SEP 的回归结果不显著，似乎表明两权分离对公司价值的影响不大，假说 2 未能通过检验。然而，我们的样本中国有控股公司占大多数，总样本的 82.9% 都是国有控股公司。在前面的统计中，我们看到对于国有控股公司两权分离的现象并不严重（超过 75% 的国有控股公司 SEP 值为 1），为此我们认为大部分样本公司为所有权与控制权分离程度不大的国有控股公司，可能影响了我们的回归结果。由此，我们单独考察了非国有控股公司所有权和控制权的分离与公司价值间的关系。

表 8 两权分离对公司价值影响的回归结果

变量	模型（1）	模型（2）
Intercept	19.171 ^{***} (0.000)	19.717 ^{***} (0.000)
SEP	-0.203 (0.226)	-0.155 (0.362)
SIZE	-0.812 ^{***} (0.000)	-0.828 ^{***} (0.000)
LEV	0.520 ^{***} (0.000)	0.599 ^{***} (0.000)

DEV	0.522 [*]	0.311
	(0.070)	(0.288)
AGE	0.039 ^{***}	0.047 ^{***}
	(0.003)	(0.000)
IND		控制
公司数	696	696
F 值	94.88	34.95
Adj-R ²	0.4031	0.4229

注：1. 回归中剔除了 Tobins' G>10 的极端值。

2. *表示 10%的显著性水平，**表示 5%的显著性水平，***表示 1%的显著性水平，括号内为 p 值。

表 9 是非国有控股公司两权分离对公司价值的回归结果。正如我们预期，我们发现公司所有权与控制权的分离影响了公司的价值，SEP 的系数为 0.875，在 5%水平上显著，表明随着控股股东所有权与控制权的分离，公司价值降低。非国有公司仍然存在小盘股现象，公司规模越小，价值越高。其他控制变量的回归结果不太显著。

表 9 非国有控股公司所有权与控制权分离对公司价值的影响

变量	模型 (1)	模型 (2)
Intercept	25.682 ^{***} (0.000)	26.477 ^{***} (0.000)
SEP	0.945 ^{**} (0.010)	0.875 ^{**} (0.021)
SIZE	-1.169 ^{***} (0.000)	-1.200 ^{***} (0.000)
LEV	0.667 (0.119)	0.643 (0.140)
DEV	-0.021 (0.956)	0.006 (0.988)
AGE	0.054 (0.154)	0.058 (0.149)
IND		控制

公司数	115	115
F 值	23.86	10.60
Adj-R ²	0.5007	0.5026

注：1. 回归中剔除了 Tobins' G>10 的极端值。

2. *表示 10%的显著性水平，**表示 5%的显著性水平，***表示 1%的显著性水平，括号内为 p 值。

5 研究结论

本文考察了我国上市公司所有权对企业价值的影响以及所有权与控制权分离对企业价值的影响。发现中国上市公司的价值随所有权增加而增大，这是因为大股东拥有公司多数股权也有能力监督约束经理人的行为，可以解决现代公司由于所有权和经营权的分离所形成的股东和经理人之间的代理问题，而且，随着大股东持股比例的增加，在公司中的权益不断增多，会产生“利益趋同”效应。因而企业价值会随所有权增加而增加。

中国政府在建立资本市场初期强调对国有资本的控制，防止国有资产的流失，所以形成上市公司多数为国有控股公司，而且国有控股部分所有权比重很大。这造成国有控股的上市公司分离度很小，均值为 0.947，中值为 1。而国有控股的上市公司占了样本的 82.9%，进而使得总体上市公司所有权与控制权的分离度不大。所以所有权与控制权的分离对企业价值影响并不显著。但是考察所有权与控制权分离较大的非国有控股的上市公司发现，随所有权与控制权的分离，企业价值减小。因为在非国有控股的上市公司中，大股东的所有权平均为 19.12%，而其控制权却有 30.24%。所以它的经营动机不强，而通过比较容易的“隧道挖掘”，从而转移上市公司资产，可以实现其效用最大化。大股东与小股东的代理问题比较严重，导致企业价值较低。

除所有权和分离度这两个因素外，我们还简单考察了诸如公司代理层级、上市年限、公司规模等影响企业价值的因素。

参考文献

- [1] Berle, A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
- [2] Black, B. S. and R. J. Gilson, "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets", *Journal of Financial Economics*, 1998, 47, 243-277.
- [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. Djanlov, J. Fan, L.P.H., Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 2002, 57(6), 2741-2771.
- [6] Demsetz. H. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economics*, 1985, 93, 1155-1177.
- [7] Grossman, S. and O. Hart, "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation", *Bell Journal of Economics*, 1980, 11, 42-64.
- [8] Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 305-360.
- [9] Johnson, S., R., La Porta, F., Lopez-de-Silanes, & A. Shleifer, "Tunneling", *American Economic Review*, 2000, 90(2), 22.

- [10] Kole, S., "Managerial Ownership and Firm Performance: Incentives or Rewards?", *Advances in Financial Economics*, 1996, 2.
- [11] La Porta, R. and F. Lopez-de-Silanes, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), 1113.
- [12] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance* 1999a, 54, 471-517.
- [13] McConnell, J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 1990, 25, 595-612.
- [14] Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20, 293-315.
- [15] Shleifer, A. and R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 1997, 52, 737-783.
- [16] Zhang, Tianyu, "Government versus Markets: Corporate Layers and Corporate Transparency in Transition Economy", Working Paper, 2004, The Hong Kong University of Science & Technology.
- [17] 黄俊, 陈信元: 《代理层级、治理绩效与公司业绩》, 工作底稿, 2004。
- [18] 黄俊, 吴音蕴: 《金字塔控股与企业多元化经营——来自青岛系上市公司的案例》, 工作底稿, 2004。
- [19] 孙永祥, 黄祖辉: 《上市公司的股权结构与绩效》, 《经济研究》, 1999年第12期, 第23-30页。
- [20] 刘芍佳, 孙霏, 刘乃全: 《终极产权论、股权结构及公司绩效》, 《经济研究》, 2003年第3期, 第51-62页。
- [21] 汪辉: 《上市公司债务融资、公司治理与市场价值》, 《经济研究》, 2003年第8期, 第28-36页。
- [22] 吴淑琨: 《股权结构与公司绩效的U型关系研究: 1997~2000年上市公司的实证研究》, 《中国工业经济》, 2002年第1期, 第80-87页。

[23] 徐晓东, 陈小悦:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》,2003年第2期,第64-74页。

[24] 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。

[25] 张华, 张俊喜, 宋敏:《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》,《经济学(季刊)》,2004年第三卷增刊,第2-13页。

[26] 朱武祥, 宋勇:《股权结构与企业价值——对家电行业上市实证分析》,《经济研究》,2001年第12期,第66-72页。

An empirical analysis on separation of corporate ownership and control rights

Zhang Tian-shu

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: This paper evaluates the corporate value effects of ownership structure and the separation of ownership and control rights. It is found that corporate value increases as the ownership is more centralized. However, the documented relation between the separation of ownership and control rights and corporate value is not significant, partly because many listed companies are state controlled resulting weak separation of ownership and control rights. In addition, we find corporate devalues as ownership is more separated from control rights in non state controlled listed companies which are more diversely held.

Key words: control right, ownership, controlling shareholder, corporate value

作者简介: 张天舒 (1980-), 女 (汉族), 浙江绍兴人, 上海财经大学会计学院硕士研究生。

^[1] 本文受到上海财经大学原红旗教授的启发, 在此表示感谢。同时, 也感谢黄俊、汪辉博士的建设性意见。

^[2] 本文所指的国有控股公司, 包括国家直接控股和间接控股的上市公司。

^[3] 该文中所指的剩余索取权即本文的所有权, 两者表示的是同一个概念。

^[4] 刘芍佳等 (2003) 通过追溯终极所有者发现, 84% 的上市公司仍直接或间接被政府所控制。

^[5] 见证监会[2001]153 号《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>》(2001 年修订稿)。