

# 民营上市公司集团治理与终极控制人侵占效应分析

武立东<sup>1</sup> 张云<sup>2</sup> 何力武<sup>3</sup>

(1、公司治理研究中心; 2、南开大学经济学院; 3、天津大学博士后流动站, 天津 300071)

**摘要:** 本文以民营上市公司为样本, 采用 2002-2004 年的面板数据, 针对民营上市公司中普遍存在的集团治理现象, 理论分析与实证检验了集团治理的各因素对终极控制人行为的综合影响。发现在集团治理条件下, 随着控制权和现金流权偏离程度的增加, 终极控制人采取具有侵占效应的行为的激励越强。而上市公司的治理结构能够对这一影响起到调节作用, 其中: 股权结构中的内部股东集团比例增加会强化侵占效应的激励; 董事会结构中外部董事比例的增加会抑制终极控制人的侵占效应行为。本文的经验证据表明, 在对民营上市公司集团治理结构加强监管的同时, 正确认识外部董事的作用、强化董事会的独立性, 通过完善内部机制能够取得良好的治理效果。

**关键词:** 公司治理 民营上市公司 集团治理 终极控制人 侵占效应

**中图分类号:** F **文献标识码:** A

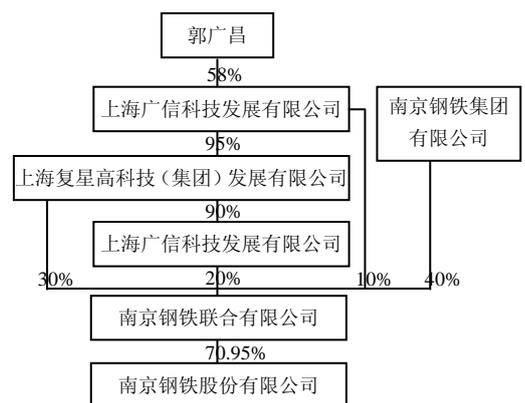
## 1 引言

谁控制着公司作为一个重要议题, 不断推动公司治理理论与实践的发展。自伯利和米恩斯提出经营者控制以来, 解决股东和经营者间的代理问题就成为公司治理研究的焦点。随着人们对转型经济国家公司治理问题的关注, 青木昌彦等<sup>[1]</sup>提出了内部人控制研究范式。近年来集团治理问题又引起了人们的关注, 如 La Porta、Lopez-de-Silanes and Shleifer<sup>[2]</sup>等分别探讨 27 个成熟国家、东亚 9 国与西欧 5 国上市公司的最终控制型态, 指出都存在着强力的或是家族或是企业终极控制人, 通过集团治理结构来控制着企业。

所谓集团治理, 就是指投资人通过层层控制、交叉持股等集团结构控制上市公司, 如“南钢股份的五个层级、三条纵向链条的集团治理形态”(参见图 1)。九十年代以来, 集团治理日益受到人们的批判, 指出在集团内部存在着资源分配的非效率, 关键在于存在着最直接破坏企业价值的机制——“隧道行为”<sup>[3]</sup>。尤其在亚洲的家族企业集团中, 由于集团治理带来了家族企业对上市子公司的控制权和现金流权的偏离, 激励家族企业通过资产出售、转移定价、资金占用等“隧道行为”获得私人收益, 损害了上市公司的价值, 对于其他小股东和债权人而言则增加了代理成本。

我国民营上市公司得到迅速的发展<sup>1</sup>, 许多民营上市公司呈现出家族企业特征, 同时数据表明有 72% 的民营上市公司存在着集团治理的现象。表 1 是从控制层级和控制链条两个维度, 对 2005 年我国民营上市公司中集团治理状况的描述, 多数公司控制层级在 2-3 层、而且是单一链条, 占样本总数 71.11%; 也存在控制层级超过 5 层、链条超过 4 条的, 占样本总数的 0.74%。

随着实践的发展, 民营上市公司的治理问题也引起了学者们的关注。谢百三、谢曙光<sup>[4]</sup>的研究表明民营上市公司的整体绩效却低于非民营上市公司、没有投资价值, 根源在于股权割裂制度。而张俊喜、张华<sup>[5]</sup>则认为在运营状况、盈利、资本结构和市场评价四个方面民营上市公司具有优势,



资料来源:“南钢股份”2004 年报

图 1 “南钢股份”的集团治理

不过良莠不齐、面临的风险大，在股权结构、高管激励及董事会独立性等治理结构方面较非民营企业合理有效。不过这一有效性只是立足于上市公司层面的研究结论，没有考虑到上市公司终极控制人的集团治理因素对上市公司内部治理结构的影响。

王明琳、周生春<sup>[6]</sup>用“双重三层委托代理”对家族企业的集团治理特征进行归纳，验证了控制权和现金流权偏离对企业价值的负向影响，并用利他主义对家族成员间代理问题进行了较有新意的分析，但并没有把集团治理与上市公司的治理结构联系起来，而使用的样本实质上是民营上市公司<sup>2</sup>。

集团治理的复杂性带来研究上的复杂性，作为民营上市公司的终极控制人基于“杠杆效应”以及管理环境中的不确定性而塑造了集团治理形态，集团治理形态一旦形成又会对终极控制人的行为产生影响。根据契约理论，集团治理作为民营上市公司控制权结构的重要特征决定上市公司的治理结构，而上市公司的治理结构又影响集团治理。因此，揭示集团治理、上市公司治理结构与终极控制人行为之间的内在机理，对于认识民营上市公司治理模式特征具有重要意义，本文将在这一方面做一尝试。

本文其余部分的结构安排如下：第二部分是关于集团治理、上市公司治理结构与终极控制人行为效应的理论分析并提出三个假设；第三部分是实证研究方法设计，包括面板数据的建立、指标选择、模型设定；第四部分是实证分析与稳定性检验；第五部分是主要结论。

## 2 集团治理与终极控制人行为效应：理论分析与假设

民营上市公司的终极控制人偏好集团治理的原因，在于集团治理能够产生对资源控制的杠杆效应，同时也是管理环境不确定性的重要手段。所谓集团治理的杠杆效应，指集团治理条件下因层层控股使得控制权不用依靠过半数股权，通过少数股权权益形成的所有权就可以维持合法的控制权，控制巨额的财富。如伯利和米恩斯举的例子，Van Sweringen 兄弟通过集团用不到 2000 万美元的投资控制了 20 亿美元的 8 家一级铁路公司。黄福广、齐寅峰<sup>[7]</sup>也论证了随着集团中的层级越高、杠杆效应就越强。我国民营上市公司一部分来自国企民营化过程中由经营者持大股或 MBO 转型而来，另一部分是民营企业的 IPO 或买壳上市，无论是哪一类民营上市公司的终极控制人都面临着资本约束，这与可以得到行政资源支持的国有资产代理人存在很大的差异，因此，利用集团治理的杠杆效应就成为他们突破资源依赖的重要手段。同时，民营上市公司的终极控制人面临着环境中更大的不确定性，而采取交叉持股、层层控制的集团治理形态，可以减低投资风险、更易于管理环境中的不确定性。

集团治理形态产生以后如何影响终极控制人的行为、如何影响上市公司的治理结构，只有对这些问题进行深入的分析，才能够更准确的把握集团治理的内在机理。行为主体的效用函数决定了其行为选择，作为问题的研究起点，先从影响终极控制人行为的收益目标入手。

### 2.1 收益结构、收益成本与终极控制人行为

终极控制人在上市公司中的收益结构包括两个部分：一是控制权收益；二是现金流收益。

控制权收益是终极控制人通过对上市公司控制权的行使而占有的全部价值，包括自我交易、对公司机会的利用、利用内幕交易所获得的全部收益、过度报酬和在职消费等<sup>[8]</sup>，Dyck and Zingales<sup>[9]</sup>把它定义为公司中只能由终极控制人享有而中小股东不能分享的利益。现金流收益则为因对公司持

		交叉持股控制链条			
		1	2	3	≥4
层 控 股 层 级	1	4.44%	-	-	-
	2	36.67%	12.22%	1.48%	0.74%
	3	24.44%	7.41%	1.48%	-
	4	1.48%	1.48%	3.70%	-
	≥5	1.48%	2.22%	-	0.74%

资料来源：各民营上市公司 2005 年度年报

表 1 民营上市公司（2005）集团治理状况

有股份而获得的股息收入。很多研究表明当控制权收益占终极控制人收益结构中较大比例时，其行为具有很强的侵占效应；现金流收益占较大比例时，其行为具有监督效应。如 La Porta 等<sup>[10]</sup>的研究结果证明了控股性股东的现金流收益越大就越会致力提升公司的价值，中小股东可以搭便车享受其监督努力带来的好处（监督效应）；而当控股性股东控制收益越大时，就会激励其采取“隧道行为”，损害上市公司的价值（侵占效应）。因此，可以通过控制权收益与现金流收益二者的比较来衡量终极控制人的行为具有监督效应还是侵占效应。

对于民营上市公司终极控制人而言，无论选择什么行为都是追求自身效用最大化的结果，其民营性质的大股东身份决定了其既不能追求纯粹的控制权收益、也不会追求纯粹的现金流收益，而是二者的组合，这样它的效用函数为  $u(R_x, R_y)$ ， $R_x$ 、 $R_y$  分别为控制权收益与现金流收益的数量<sup>3</sup>，由于其受到资源的约束，有  $\Delta R_x / \Delta R_y < 0$ ，控制权收益的增加会带来其现金流收益的减少。

终极控制人面临的问题是：

$$\begin{aligned} & \max u(R_x, R_y) \\ & \text{s.t. } C_1 R_x + C_2 R_y \leq I \\ & R_x > 0 \\ & R_y > 0 \end{aligned}$$

这里  $I$  为民营上市公司终极控制人投入的资源， $C_1 R_x + C_2 R_y \leq I$  表示其面临的资源约束，无论是掌握控制权还是经营权，在获得收益的同时都要支付成本<sup>[11]</sup>， $C_1$ 、 $C_2$  分别为民营上市公司终极控制人为获得一单位控制权收益、现金流收益的努力（成本），这样，终极控制人最优的效用均衡点为效用曲线与约束线的切点。

图 2 是关于终极控制人如何实现均衡收益的说明，为了客观的分析终极控制人行为的内生性，假定其对两种收益的偏好是一致的，即效用曲线  $U$  关于  $OB$  对称，其中， $OB$  线是控制权收益与现金流收益相等点的轨迹。按照给定的前提条件， $OB$  线以左为侵占效应占优区； $OB$  线以右监督效应占优区。 $AB$  是资源约束线，当终极控制人把所有资源用于控制权收益的获得时，可以得到  $I/C_1$  个单位；而把所有资源用于现金流收益的获得时，可以得到  $I/C_2$  个单位。

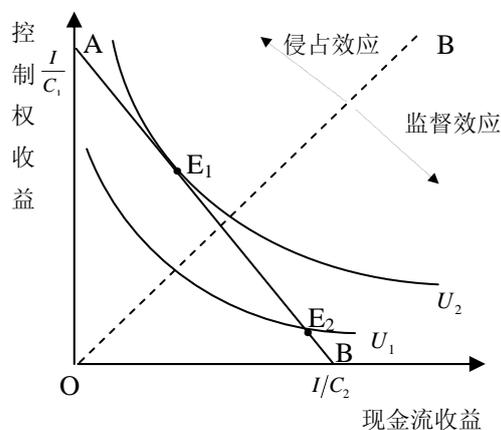


图 2 收益均衡模型

当均衡点为  $E_1$ ，即其行为在侵占效应区时，此时， $I/C_1 > I/C_2$ ，即  $C_2 > C_1$ ，可见，收益成本是影响终极控制人行为选择的主要因素。若此时通过外在的压力促使其选择  $E_2$ ，虽然其行为产生了正效应，但降低了终极控制人的效用水平，显然是不稳定的。只要  $C_1 < C_2$ ，终极控制人为了实现自己的效用最大化，必然会追求更多的控制权收益，其行为产生更大的侵占效应。

对收益成本的影响一方面来自外部监管的力度及市场竞争压力因素<sup>[12]</sup>，另一方面来自民营上市公司终极控制人内部组织方面，包括集团治理及上市公司治理结构等因素。本文下面将重点分析集团治理、治理结构因素对收益成本的影响。这样，通过收益成本把集团治理与上市公司的治理结构有机的联系起来。

## 2.2 集团治理对终极控制人行为的影响

在集团治理结构下，由于存在控制权与现金流权的偏离<sup>4</sup>，使得一单位资源的投入产生的控制

权收益大于现金流收益，即产生一单位控制权收益的投入小于产生一单位现金流收益的投入—— $C_1 < C_2$ ，因此有  $I/C_1 > I/C_2$ ，此时，民营上市公司终极控制人的收益结构曲线如图 2 中 AB 所示。在既定资源的约束下，终极控制人在  $E_1$  点达到最大化的效应水平  $U_2$ ，此时， $E_1$  位于 OB 曲线的左侧，表明终极控制人的行为具有很强的侵占效应。若终极控制人选择具有正外部性的行为，如  $E_2$  点，此时达到的效应水平为  $U_1$  ( $U_1 < U_2$ )，没有实现其效应最大化的目标，因此，选择  $E_1$  点是其理性的选择。可见，在集团治理结构下，随着控制权与现金流权的偏离程度越大，控制权收益的成本就越低，越激励终极控制人采取侵占效应行为而损害公司绩效（即在图 2 中，随着控制权收益的成本  $C_1$  下降，均衡点  $E_1$  距 OB 越远，终极控制人行为的侵占效应就越强）

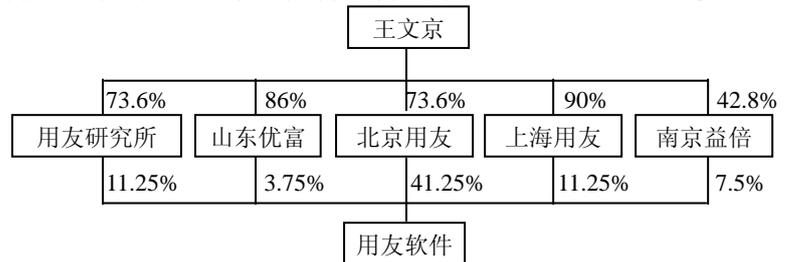
基于上述分析，提出第一个假说（H1）：控制权与现金流权的偏离程度和公司绩效负相关。

### 2.3 治理结构与集团治理对终极控制人行为效应的综合影响

良好的治理结构能够对终极控制人的行为产生约束，本部分将在集团治理的基础上进一步引入股权结构、董事会结构两方面因素，探讨集团治理条件下民营上市公司的治理结构会对终极控制人的行为产生什么影响。

仅从上市公司这一层面而言，依据股权制衡理论，集中的股权结构难以产生制衡力量，控股股东实施增加控制权收益但对企业无效率的项目的成本就会降低，带来控制权私人收益的增加。而当有多个大股东存在时，股东间的制衡会增加控制性股东的控制权收益的成本，使之采取监督效应的行为。许多实证研究表明，股权在大股东间的分布越平均产生的制衡力量越强<sup>[13]</sup>。但股权结构的内生性表明一个公司股权是集中的、还是分散的，取决于控股股东效用最大化的目标。一般情况下，股权结构既是控股股东在由股权分散所带来的股票二级市场流动性收益与股权集中所形成的对经理人有效监督的收益二者间选择的结果，是风险承担与控制的权衡。

已有对股权结构与公司绩效关系的实证研究往往忽视了集团治理的因素，如图 3 所示，从股权制衡的角度出发，对于上市公司用友软件的第一大股东北京用友而言，其他几位大股东能够对他形成有力的约束，但事实上这些大股东同北京用友是“一致行动人”，他们同属一个终极控制人——王文京，因此不存在制衡力量。



资料来源：唐宗明、蒋位（2005），第 88 页。

图 3：用友软件的集团治理

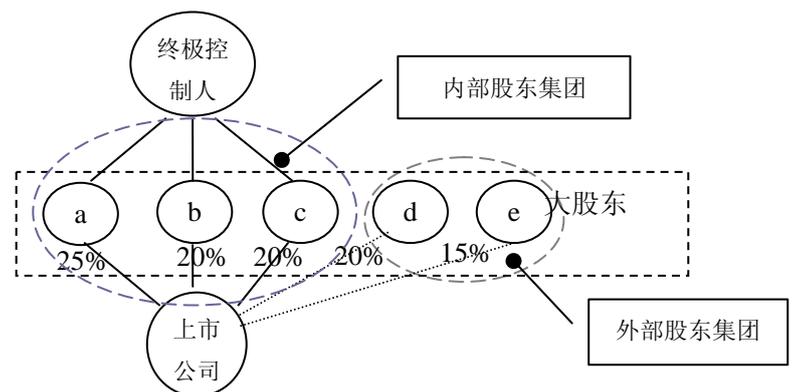


图 4 内部股东集团与外部股东集团

资料来源：作者做成。

民营上市公司的终极控制人出于对上市公司的有效控制、同时分散风险的考虑，主动选择了如下的股权结构：股权结构中既有几个大股东同为一个终极控制人控制（称之为：内部股东集团）；也存在与终极控制人无关的其他大股东（称之为：外部股东集团）（参见图 4）。此时，股权制衡已经由大股东间的制衡演变为两大集团间的力量对比。如果不考虑终极控制人的存在，对于图 4 中的控股股东 a 而言，大股东 b、c、d、e 显然构成了很强的制衡因素，但事实上 a、b、c 为一致行动

人。

在集团治理条件下,当外部股东集团具有很强的力量时,就会促使终极控制人采取正效应行为,外部控股股东比内部控股股东更能确保企业实现价值最大化目标,此时,终极控制人行为的均衡点(参见图 5)由  $E_1$  移至  $E_2$ , 终极控制人的效应水平由  $U_1$  下降到  $U_2$ 。而当内部股东集团占有很大的比例或大股东最后同为一个终极控制人支配,导致成本增加的股权制衡因素就不存在了,反而会进一步降低控制权收益成本,进而强化终极控制人行为的侵占效应,控制权收益成本由  $C_1$  降到  $C_1''$  时,终极控制人为了达到更高的效应水平  $U_3$ , 其行为的均衡点由  $E_1$  移至  $E_3$ 。

因此,在集团治理结构下,当内部股东集团占有很大比例时会进一步降低取得控制收益的成本,强化终极控制人行为的侵占效应而损害公司绩效(即在图 5 中,随着内部股东集团比例增加,促使取得控制权收益的成本由  $C_1$  下降到  $C_1''$ , 均衡点由  $E_1$  移至  $E_3$ , 终极控制人行为的侵占效应进一步加强)。

这样提出本文的第二个假说(H2): 随着内部股东集团比例的增加,会强化偏离度与公司绩效之间的负相关关系。

下面,进一步引入董事会因素,来分析在股权结构、董事会结构共同作用下,集团治理如何影响民营上市公司终极控制人的行为。

董事会作为解决组织内部契约问题的内生机制,在监督公司的长期战略和聘任、考核与激励高管人员等方面发挥着作用,董事会监督可以提高公司的决策质量。我国的公司治理改革一直是以董事会的制度建设为核心向前推进,由于屡屡发生的大股东“掏空”事件,2002 年中国证监会和国家经贸委联合颁布《中国上市公司治理准则》,正式提出提高董事会独立性的要求。如果董事会具有很高的独立性,外部董事占有很高的比例并能有效地代表其他股东的利益,此时终极控制人的任何私利行为都面临着暴露的风险,这样就增加其获得控制权收益的成本。

如图 5 中控制权收益成本由  $C_1$  升到  $C_1''$ , 其行为的均衡点由  $E_1$  移至  $E_2$ ,  $E_2$  点表明终极控制人的收益结构中现金流收益大于控制权收益,行为具有较强的监督效应,但此时终极控制人的效用水平由  $U_1$  降到  $U_2$ , 因此  $E_2$  点是不稳定的,终极控制人会强化对董事会的控制以此来降低控制权收益成本,提升其效用水平。La Porta<sup>[10]</sup>曾指出终极控制人强化其控制权的重要方式就是掌握董事会一定比例的席位、亲自担任董事长等,此时终极控制人行为的均衡点为  $E_3$  而不是  $E_2$ 。因此,在集团治理条件下,终极控制人会加强对董事会的控制来降低控制权收益的成本,因此,外部董事的比例越高则越强化其行为的侵占效应而损害公司绩效。(即图 5 中,随着外部董事比例增加,促使取得控制权收益的成本由  $C_1$  下降到  $C_1''$ , 均衡点由  $E_1$  移至  $E_3$ , 终极控制人行为的侵占效应进一步加强)

根据上述论述,提出本文的第三个假说:

(H3a): 在内部股东集团影响的基础上,随着外部董事比例的增加会进一步强化偏离度与公司绩效之间的正相关关系。

(H3b): 在内部股东集团影响的基础上,随着外部董事比例的增加会进一步强化偏离度与公司绩效之间的负相关关系。

### 3 实证分析方法

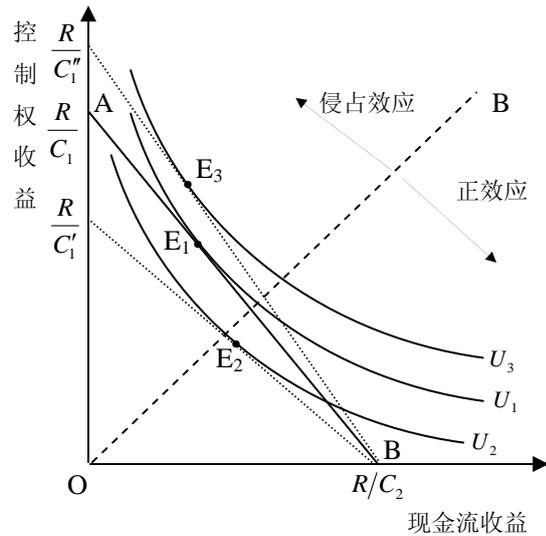


图 5 均衡收益的变动

### 3.1 样本选择及变量定义

样本为 2002 至 2004 年 12 月 31 日前上市的民营上市公司，总数为 318 家，经过筛选，剔除了标有“\*ST”的重点监管公司、2004 年在深圳中小板上市的三十余个公司以及被华融资产管理公司托管的德隆系公司，另外还去除了信息披露不完全的几个样本公司，最终剩余 224 家样本作为研究对象。数据主要产生于对南开大学公司治理研究中心民营上市公司治理数据库、北大色诺芬数据库、国泰安数据库以及中国证监会网站发布的上市公司年报等的综合利用，如“内部股东集团比例”这一指标，从上述数据库得到持股比例在 5%以上的大股东人数，然后根据各上市公司年报中的股权结构图以及关于存在“一致行动人”说明来进行统计内部股东的人数，最后通过 Google 等检索系统输入相关公司的名称进行验证与补充。

变量名	变量	变量说明
<i>EPS</i>	每股收益	净利益与总股份比率
<i>p1d</i>	偏离度	控制权与现金流权之差
<i>nbgdrs</i>	内部股东集团比例	同属一个终极控制人的大股东占全部大股东的比率（持股比例超过 5%为大股东）
<i>dshdl</i>	外部董事比例	外部董事人数与全部董事人数比率
<i>p1d × nbgdrs</i>	偏离度和内部股东集团比例的交叉项	表示股权结构对偏离度的调节作用
<i>p1d × dshd × nbgdrs</i>	偏离度、内部股东集团比例和外部董事比例的交叉项	在股权结构影响的基础上外部董事对偏离度的调节作用
<i>lnzy</i>	资产规模	主营业务收入的対数
<i>zcfzl</i>	负债规模	资产负债率
<i>sf dum</i>	地区分布	虚拟变量，将东部定义为 1，中部为 0，西部为 -1。
<i>hydum</i>	行业分布	制造业定义为 3，综合类为 2，信息技术为 1，房地产建筑业为 -1，其他行业为 -2，批发零售为 -3。其他行业包括传播文化、电力煤气及水的生产和供应业、运输仓储业、金融保险业、农林牧渔、社会服务业等行业。

表 1 变量定义一览表

关于被解释变量，由于证监会将净资产收益率作为上市公司再融资的主要考核指标，导致该指标的可信度相对较低，因此采用每股收益 *EPS* 作为公司绩效的代表指标，采用上市公司年报披露准则的做法，每股收益 = 净利润 / 年度末普通股股份总数。*EPS* 一直以来都是投资者最为倚重的评价指标，对公司未来的经营状况有很强的解释能力。关于行为效应指标，采取了 La Porta 等<sup>[2]</sup>（1999）的计算方法，用偏离度 *p1d*（控制权与现金流权之差）来描述终极控制人的收益结构，偏离度这个指标可以很好的描述集团治理条件下终极控制人采取侵占效应行为的潜在激励。

集团治理与治理结构的综合影响指标，Fan and Wong<sup>[14]</sup>曾经研究了偏离度如何影响股票市场信息披露信息盈余的反应，采用了用偏离度指标与披露信息盈余指标的交叉项作为解释变量来解释 CAR 变动状况，指出较高的偏离度弱化了市场对披露信息盈余的反应而带来较低的 CAR。而 Yeh and

Tracie<sup>[15]</sup>则采用审计委员会指标和披露信息盈余指标的交叉项作为解释变量来解释 CAR 变动状况,指出良好的审计委员会运作机制作为显示信号会增强市场对披露信息盈余而提升 CAR 值。本文也沿用这一方法以反映民营上市公司股权结构特征的内部股东集团比例指标(内部股东人数/持股超过 5%以上的大股东人数)与偏离度的交叉项  $pld \times nbgdrrs$  作为一个解释变量,来分析民营上市公司的股权结构对集团治理的调节作用。用偏离度、内部股东集团比例和外部董事比例的交叉项  $pld \times dshd \times nbgdrrs$ , 来分析在股权结构影响的基础上外部董事对偏离度的调节作用。按照已有研究的做法控制了企业规模、负债以及行业、地区对企业绩效的影响。

### 3.2 模型构建

根据三个研究假设构建模型 (1) ~ (3)。

模型 (1) 主要验证集团治理对行为效应的影响:

$$EPS_{it} = \alpha_t + \beta_1 pld_{it} + \beta_2 hydum_{it} + \beta_3 sf dum_{it} + \beta_4 \ln zy + \beta_5 zcfzl \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型 (2) 验证股权结构对集团治理调节作用:

$$EPS_{it} = \alpha_t + \beta_1 pld_{it} + \beta_2 nbgdrrs_{it} + \beta_3 pld_{it} \times nbgdrrs_{it} + \beta_4 hydum_{it} + \beta_5 sf dum_{it} + \beta_6 \ln zy + \beta_7 zcfzl \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型 (3) 在股权结构的影响下, 进一步验证董事会结构对集团治理的调节作用:

$$EPS_{it} = \alpha_t + \beta_1 pld_{it} + \beta_2 dshd_{it} + \beta_3 pld_{it} \times dshd_{it} + \beta_4 dshd_{it} \times nbgdrrs_{it} + \beta_5 pld_{it} \times nbgdrrs_{it} + \beta_6 pld_{it} \times dshd_{it} \times nbgdrrs_{it} + \beta_7 hydum_{it} + \beta_8 sf dum_{it} + \beta_9 \ln zy + \beta_{10} zcfzl + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

## 4 实证结果与分析

### 4.1 描述性统计

从表 2 可以看出, 样本公司 2002、2003 年的每股的收益均值为 0.13, 2004 年仅为 0.02, 可能受异常值的影响, 最小值仅为 -14.08, 也可能是对 2004 年股市整体表现低迷的客观反映。偏离度指标均值三年为别为 10.99、10.87、11.55, 未有大的变化, 说明集团治理结构具有一定的稳定性。内部股东持股比例三年均值分别为 0.19、0.23、0.2, 但指标值差距较大, 如 2002 年的最小值仅为 0.11, 而最大值高达 0.89, 可见内部股东存在已经成为分析股权集中与分散的作用时必需要考虑的因素。外部董事比例指标表明目前我国民营上市的董事会具有较高的独立性, 三年的均值为 0.77、0.78、0.79, 最小值均超过 0.4、最大值达到 1。

年份	每股收益 (y)				偏离度 (pld)			
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
2002 年	0.13	0.39	-3.09	0.92	10.99	8.88	0	37.12
2003 年	0.13	0.53	-3.56	1.35	10.87	9.72	0	51.66
2004 年	0.02	1.73	-14.08	1.95	11.55	10.16	0	51.66
年份	内部股东比例 (nbgdrrs)				外部董事比例 (dshd)			
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
2002 年	0.19	0.13	0.11	0.89	0.77	0.14	0.43	1
2003 年	0.23	0.19	0.17	0.86	0.78	0.14	0.45	1
2004 年	0.2	0.14	0.13	0.87	0.79	0.13	0.45	1

表 2 有关标量的描述性统计结果

## 4.2 回归分析

本文使用软件为 Eviews5.1, 采用非均衡面板数据的方法来检验上述假设, 根据 Hausman 检验的结果, 确定本模型为时刻固定效应模型, 而不是随机效应模型; 同时考虑到样本容量, 建立个体固定效应模型, 会大大减小自由度, 使得模型统计量的可信度降低。

被解释变量	EPS		
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)
<i>C</i>	-1.929107*** (0.479284)	-2.090965*** (0.480159)	-2.164889*** (0.631436)
<i>pld</i>	<b>-0.008821***</b> <b>(0.002929)</b>	0.016564*** (0.005305)	0.109686* (0.033963)
<i>nbgdrs</i>	—	0.076269** (0.035468)	0.186591 (0.553659)
<i>nbgdrs × pld</i>	—	<b>-0.013638***</b> <b>(0.002406)</b>	-0.048786*** (0.016805)
<i>dshdl</i>	—	—	0.186591 (0.553659)
<i>dshdl × pld</i>	—	—	-0.052353 (0.042506)
<i>nbgdrs × dshdl</i>	—	—	-0.139035 (0.289809)
<i>pld × nbgdrs × dshdl</i>	—	—	<b>0.044037**</b> <b>(0.021362)</b>
<i>lnzy</i>	0.147910*** (0.024006)	0.146876*** (0.024051)	0.141946*** (0.0241126)
<i>zcfz1</i>	-1.560750*** (0.087675)	-1.532982*** (0.086206)	-1.516952*** (0.086142)
<i>sf dum</i>	0.042116 (0.034114)	0.063900* (0.033649)	0.066094** (0.033548)
<i>hydum</i>	-0.023282 (0.015128)	-0.020081 (0.014776)	-0.019474 (0.014749)
<i>N</i>	540	530	530

$R^2$	0.439661	0.483150	0.491341
Sum squared resid	226.9934	208.7780	205.4694

表 3 偏离度、治理结构对企业绩效的时刻固定效应检验结果

注：1) \*\*、\*和\*分别表示 1%、5%和 10%统计显著水平。

2) 括号内是标准差。

检验结果参见表 3，本文提出的三个假设都得到验证，具有统计上的显著性。

模型 (1) 中的偏离度指标与每股收益呈负相关 (-0.008821)、且在 1%置信水平上显著，表明在集团治理结构下，随着控制层级增加、控制权与现金流权偏离提高，民营上市公司的终极控制人就能以较低的成本获得上市公司的控制权收益，这样就会激励他采取侵占效应行为而带来企业绩效的下降 (见图 5，此时的均衡点为  $E_1$ )。

模型 (2) 中内部股东比例和偏离度的交叉项与每股的收益呈负相关

(-0.013638)、且在 1%置信水平上显著，表明民营上市公司中包含内部股东集团因素的股权结构进一步强化了偏离度对终极控制人行为的影响，随着内部股东集团比例的增加、股东大会的决策越能体现终极控制人的意志，削弱了来自股权的制衡力量，这样，民营上市公司终极控制人取得控制权收益的成本就进一步降低了，对他实施侵占效应行为的激励变得更强，此时终极控制人的均衡点将由  $E_1$  移至  $E_3$  (参见图 5)，这一变化趋势可以从模型 (1) 的 -0.008821 到模型 (2) 的 -0.013638 的系数变化体现出来。

模型 (3) 的结果出乎意料，引入外部董事因素扭转了终极控制人的侵占效应行为，偏离度、内部股东比例和董事会独立性的交叉项与与每股的收益呈正相关 (0.044037)、且在 5%置信水平上显著，统计结果表明我国民营上市公司的董事会能够发挥有效的治理作用，能够制约有损公司绩效的行为，支持假设 (H3a)。而假设 (H3b) 提出董事会因素会进一步强化终极控制人侵占效应的理由在于，若外部董事发挥主导作用而提高控制权收益成本，促使终极控制人采取监督效应的行为，此时均衡点由  $E_1$  移至  $E_2$  (参见图 6)，但这是一个不稳定的均衡，因为此时民营上市公司终极控制人的效用水平由  $U_1$  下降到  $U_2$ ，他会想方设法来改变自己的处境，一个重要的手段就是利用董事的提名权来强化对董事会的控制。而本文的统计结果表明，在这一过程中董事自身带来的资源与能力改变了终极控制人的收益结构，在不降低终极控制人效用水平的前提下而改变其行为、实现和其它中小股东间的利益兼容。在图 6 中，外部董事的治理作用使控制权收益的成本由  $C_1$  增加到  $C_1'$ ，同时使得现金流收益成本由  $C_2$  下降到  $C_2'$ ，在替代效应的作用下，终极控制人将在努力水平不变的条件，追求更多得现金流收益、减少其控制收益，均衡点为  $E_2$ 、效用水平仍保持在  $U_1$  上，比  $E_1$  更具稳定性，此时，民营上市公司终极控制人的行为具有显著的监督效应。

对于民营上市公司的外部董事如何能够降低现金流收益的成本，仍然要回归到终极控制人的民营性质。与国有性质的控制人不同，民营性质的终极控制人既有着预算的硬约束、也面临着更大的资源限制和更不确定的环境，这样他就往往把外部董事作为解决企业内部管理问题的专家以及规避资源依赖的制约、管理环境不确定性的战略手段<sup>[16]</sup>，这就使得民营上市公司的外部董事具备一定的资质，包括经营管理意识、专业化知识，更为重要的是在业内的权威与社会关系网络。当企业把具

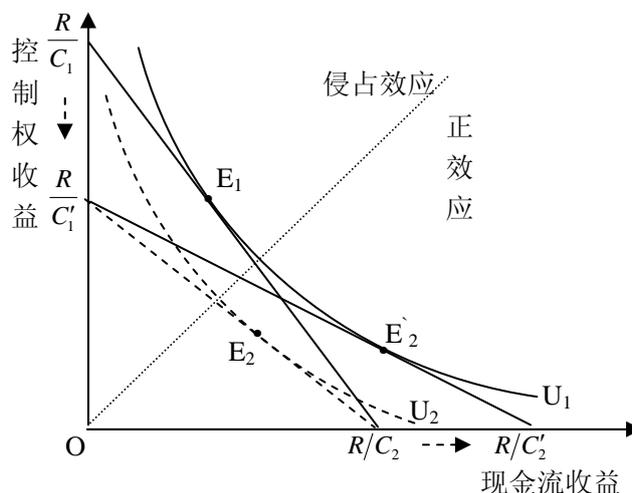


图 6 均衡的转变

有特定职务、在业界享有很高威望的人以及专家引入董事会中，不仅能够辅佐企业扫描环境、获取资源，寻找新的商机与合作伙伴，尤其是在对资金资源、政府资源的获取方面发挥了巨大的作用<sup>[17]</sup>，还能提升企业的经营能力，这些都是促进现金流收益成本降低的重要因素。当这些董事为增加民营上市公司现金流做出贡献同时，也对终极控制人的侵占效应行为起到约束作用，而这个作用的发挥只是理性选择产生的客观结果。

### 4.3 稳定性检验

为了保证实证结果的稳健，本文沿用 Chow Test 对回归系数稳定性检验的思路，在民营上市公司总样本中，先选取（随机）一部分民营上市公司的样本进行回归，得到回归模型中系数的估计值之后，再对全部民营上市公司的数据进行估计时，从而考察原参数值是否稳定。首先剔除一部分上证中的民营上市公司，进行回归。

	截面样本容量	面板样本容量	残差平方和	样本自由度	回归系数
部分检验	186	454	213.9998	448	-0.011358
总体检验	224	540	226.9934	534	-0.008821

表 4 稳定性检验指标

原假设：两次检验的回归系数相等。

备择假设：两次检验的回归系数不相等。

运用上述表格的回归结果，检验所需的 F 统计量公式为：

$$F = \frac{(SSE_{total} - SSE_{part}) / (df_{total} - df_{part})}{SSE_{part} / df_{part}} \quad \text{注：} SSE \text{ 表示残差平方和，} df \text{ 表示样本自由度。}$$

计算得到： $F = 0.31630 < F_{0.05}(86, 448) = 1.11$ 。所以没有充分理由拒绝原假设，原假设成立，所以本文模型一的计量结果是稳健的，运用同样的检验方法，模型二和模型三的计量结果也是稳健的。

## 5 结论与建议

本文采用民营上市 2002-2004 年的面板数据，在分析集团治理对终极控制人行为影响的基础上进一步导入治理结构因素，探讨终极控制人行为的约束机制。实证结果表明，集团治理通过决定获取控制权收益的成本而影响终极控制人的行为，而治理结构对这种影响起到调节作用，或强化、或弱化。

首先，民营上市公司的集团治理存在诱发终极控制人采取侵占效应行为的激励因素。由于集团治理的存在加大民营上市公司终极控制人在上市公司中控制权与现金流权的偏离，降低了控制权收益的成本，终极控制人追求控制权收益的行为损害了公司的价值，其他少数股东利益受到侵害的程度、概率加大，终极控制人的行为具有很强的侵占效应。

第二，民营上市公司的股权结构成为进一步强化集团治理条件下诱发终极控制人采取侵占效应行为的主要因素。因内部股东集团的存在，民营上市公司的股权结构没有形成有效的制衡力量，内部股东集团作为一致行动人，其行为充分体现了终极控制人的意志，成为终极控制人采取侵占效应行为的工具。

第三，民营上市公司的外部董事事实上发挥着积极的作用，对终极人的行为起到了约束的作用。更重要的是外部董事在提高终极控制人控制收益成本的同时降低了其现金流收益的成本，在不降低

终极控制人效用水平的前提下抑制了其行为的侵占效应，实现了和中小股东的利益兼容。

本文提出以下建议：

1. 加强对民营上市公司集团治理现象的监管，完善相关制度。对存在集团治理的民营上市公司的关联交易的合理性、合法性加强监管。鼓励以自然人为股东的民营企业直接上市，也可借鉴国外的经验通过立法来限制集团治理的层级，把控制权收益的成本控制在一定范围之内；

2. 进一步强化信息披露、把信息披露的标准与集团治理程度挂钩。加大对上市公司集团治理状况的披露力度，对同一个终极控制人控制下的关联公司状况、关联董事的信息，在年报中要进一步细化充实，对信息披露的标准要进行分级管理，把标准与集团治理的复杂程度挂钩；

3. 认识到外部董事在公司治理中的作用，积极推进以提升董事会独立性为核心的制度建设，不断完善民营上市公司的内部机制，实现对民营上市终极控制人行为的约束与引导。

### 参考文献

- [1] [日]青木昌彦、钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构--内部人控制和银行的作用. 北京: 中国经济出版社. 1995.
- [2] LA PORTA R., F. LOPERZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, "Corporate ownership around the world"[J], Journal of Finance, 1999, (54): 471-517.
- [3] JOSEPH P.H. FAN AND T.J. WONG. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. Journal of Accounting and Economics. 2002, 33(3):89-113
- [4] 谢百三、谢曙光. 关于中国民营上市公司低绩效问题的深层思考. 财经科学. 2003(1): 32-36.
- [5] 张俊喜、张华. 民营上市公司的经营绩效和治理结构研究. 第二届公司治理国际研讨会. 天津 2003 年.
- [6] 王明琳、周新春. 控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值. 管理世界. 2006(8): 128-137.
- [7] 黄福广、齐寅峰. 控股组织结构下的控制权与控制利益问题研究. 管理世界. 2001(1): 203-205.
- [8] GROSSMAN SANFORD, OLIVER HART. One share-one vote and the market for corporate control. Journal of Financial Economics. 1988,(20):175-202.
- [9] DYCK, A., AND L. ZINGALES. Why Are Private Benefits of Control so Large in Certain Countries and What Effect Does This Have on Their Financial Development?. working paper, University of Chicago. 2001.
- [10] LA PORTA, R.F. LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, ROBERT VISHNY, Law and Finance. Journal of Political Economy. 1998(106):1113-1155.
- [11] BURKART, M., D. GROMB, AND F. PANUNZI. Large Shareholders. Monitoring and the Value of the Firm. Quarterly Journal of Economics, 1997:693-728.
- [12] NICKELL, S.J., Competition and corporate performance. Journal of Political Economy. 1996(104): 724-746.
- [13] MAURY, BENJAMIN, AND ANETE PAJUSTE, Multiple controlling shareholders and firm value. working paper. Stockholm School of Economics. 2005.
- [14] FAN AND WONG (2002)
- [15] YEH AND TRACIE[15]
- [16] PFEFFER AND SALANCIK, The external control of organizations: A resource dependence

perspective. Harper & Row (New York) .1978.

[17] USEEM, MICHAEL, The Inner Circle: Large Corporations and the Rise of Business Political Activity. New York: Oxford University Press.1984.

[18] 鹿小楠、张卫东. 中国民营上市公司发展研究. 上海. 上海证券交易所研究报告. 2005 年.

[19] 李维安、武立东. 公司治理教程. 上海. 上海人民出版社, 2001.

#### 注释

1 关于民营上市公司的定义参照鹿小楠、张卫东<sup>[18]</sup>, 截止至 2004 年 12 月, 我国已有民营上市公司 319 家, 其中深市 139 家、沪市 180 家。

2 家族企业有其特定的内涵, 不能把今天的民营上市公司笼统地称之为家族企业

3 由于上市公司壳资源的稀缺, 民营上市公司终极控制人往往具有较强的“保壳”动机, 其追求控制权收益的最大限度为不使现金流收益为零, 若上市公司出现亏损, 终极控制人会通过盈余管理扭亏, 因此假定  $R_y > 0$ , 显然  $R_x > 0$ 。

4 按照 La Porta 等<sup>[2]</sup>提出的计算方法, 控制权为  $CON = \min(\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n)$ ,  $\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n$  分别为控制链上各公司间控股比例, 现金流收益为  $CASH = \prod \alpha_i$  ( $i=1, 2, \dots, n$ ),  $i$  为控制层级, 在集团控制条件下, 随着控制层级增加出现  $CON > CASH$ , 称之为控制权与现金流权的偏离。

## The group governance of private listed company and the entrenchment effect of terminal control's behavior

WuLidong<sup>1</sup>, Zhangyun<sup>2</sup>, HeLiwu<sup>3</sup>

(1. Business School of Nankai University; 2. Economics School of Nankai University; 3. Management School of Tianjin University, Tianjin 300071)

**Abstract:** Taking the private listed companies as samples, integrating group control and share structure in private listed companies, the present paper analyzed and verified their synthesized influence on the terminal controller's behavior with the data from 2002 to 2004. The results show that group control of private listed company will motivate terminal controller to take actions, which have occupying effect. While the share structure will be the key factor to adjust this influence. In fact, outside director of private listed company is playing a positive role in restraining the terminal controller's behavior. The data show that at the same time of strengthening supervision to the group control of the private listed company, it is important to realize outside director's function in corporate governance, promote institutional construction, and improve internal mechanism of private listed company constantly, so as to realize restraint to behavior of terminal controller. Some suggestions are put forward as follows: 1. Strengthen the supervision on group governance of private capital listed company and perfect the related system. 2. Enhance the information publishing and pothook the standard of information publishing and group governance. 3. Getting to know the important role that exterior board directors play in corporate governance. Pushing forward the system construct with the nucleus task of advancing the independence of the board of directors. Perfecting the internal mechanism of the private capital listed company. Realizing the restriction and induction on the ultimate control person's behavior of private capital listed company.

**Key Words:** private listed company; group governance; terminal control; entrenchment effect

**收稿日期:** 2008-12-15;

**基金资助:** 国家自然科学基金重点项目 (70532001); 教育部人文社科重点研究基地重大项目 (05JJD630024、06JJ630007、06JJ630008)

**作者简介:** 武立东 (1971-), 男, 吉林白城人, 南开大学商学院、公司治理研究中心副教授; 天津大学管理学院博士后;

张云 (1981-) 男, 江苏扬州人, 南开大学经济学院博士研究生;

何力武 (1982-), 男, 浙江象山人, 南开大学经济学院硕士研究生。