

股权制衡、两权特征与公司价值*

——基于中国民营上市公司的实证研究

高楠¹², 马连福¹

(1 南开大学商学院/公司治理研究中心 天津 300071; 2 天津财经大学商学院 天津 300222)

摘要: 本文以 2007~2009 年民营上市公司的 1422 个观察值作为研究样本, 考察了终极控股股东的现金流权、控制权以及两权偏离程度对于公司价值的影响, 并进一步研究了股权制衡度对于两权特征的调节效应。结果表明: 对于民营上市公司而言, 现金流权、控制权与公司价值负相关; 随着两权偏离程度的增加, 公司价值下降; 股权制衡在这一影响过程中对两权特征具有显著的调节效应, 可以弱化两权特征对于公司价值的负面影响。

关键词: 现金流权 控制权 股权制衡 公司价值

中图分类号: F **文献标识码:** A

一、问题的提出

自 1932 年伯利和米恩斯 (Berle & Means) 提出了现代公司的股权结构具有分散性, 普遍存在所有权与控制权分离的现象以来, 由两权分离造成的所有者与管理者之间的委托代理问题就成为了公司治理研究中的一大热点。然而, 在大多数国家, 股权并非高度分散, 而是呈现出了一种相对集中的普遍态势 (La Porta et al., 1999; Fan & Wong, 2002; Claessens et al., 2002)。研究显示, 股权相对集中的公司大都存在最终控制人, 他们通过金字塔结构、交叉持股等方式获得超出所有权以外的控制权来侵占中小股东利益, 损害公司价值, 被理论界称为公司治理中的第二类代理问题。在对于第二类代理问题的研究中, 拉波特等 (La Porta et al.) (1999)^[1]率先在“现金流权与控制权的偏离”方面开展了研究。他们通过追溯公司的所有权链条来寻找实际控制人的终极所有权和控制权, 并以 279 个发达经济体的上市公司为样本进行了相关研究。研究发现, 随着实际控制人控制权和现金流权偏离程度的加大, 他们可以利用较少的现金流来实现对目标公司的实质性控制, 从而产生侵害中小股东利益的强烈动机, 损害企业的经营绩效 (La Porta et al., 1999)。随后, 范和王 (Fan & Wong) (2002)^[2]以及克拉森等 (Claessens et al.) (2002)^[3]遵循 La Porta 等的研究脉络, 以东亚国家的上市公司为对象开展研究, 发现公司价值会随着第一大股东的现金流权的增加而提升, 表现为正面的激励作用 (incentive effect); 而随着公司第一大股东控制权的增加的降低, 表现为负面的侵占效应 (entrenchment effect); 对于现金流权和控制权偏离程度大的公司来说, 这种负面效应尤为严重。莱蒙和林思 (Lemmon & Lins) (2003)^[4]以及叶 (Yeh) (2005)^[5]等也得到了相同的结论。

国内的学者刘芍佳等 (2001)^[6]率先应用终极产权论 (the principle of ultimate ownership) 对中国上市公司的控股主体重新进行分类, 发现中国 84% 的上市公司最终仍由政府控制。然而对于控制权和现金流权偏离与公司价值的关系的研究目前主要还是集中于对民营上市公司^①的考察。苏启林等 (2003)^[7]对 2002 年 128 家家族类上市公司的研究发现,

^① 目前, 在国内的研究中, 并没有对家族上市公司和民营上市公司进行严格的区分, 因此本文中所提及的两个概念具有同样的含义。

家族类上市公司的控制权与现金流权的偏离造成控制性家族与外部中小股东在所有权层面上的代理冲突，导致家族类上市公司价值的降低；张华等（2004）^[8]指出与所有权和控制权偏离情况严重的东亚地区的其他 9 个国家和地区相比，我国民营上市公司的两权偏离程度更大，而且造成了公司价值的下降。谷祺等（2006）^[9]通过建立理论模型，探究了现金流权与控制权的偏离对我国家族上市公司价值的作用机理以及影响程度，发现我国家族上市公司价值与现金流权比例显著负相关，与控制权比例显著负相关，并指出之所以出现了与国外学者不一致的研究结论，可能是与控股股东的“掠夺性分红”行为有关。

可以看出，目前国内对于民营上市公司两权特征与公司价值的研究主要还是关注于探求两者之间的相关关系，而根据已有的研究，所有权结构作为公司治理机制的基础，对投资者的行为具有重要的影响。而股权制衡作为一种特殊的股权结构，确实能够对大股东的行为产生一定的影响。刘慧龙等（2009）^[10]从资金占用、现金持有价值与公司业绩和公司价值对其他大股东与第一大股东在隧道挖掘问题上相互制衡还是竞争性合谋进行了探讨。陈信元等（2004）^[11]通过理论模型和实证研究，指出第二大股东可以对第一大股东的机会主义行为产生制衡影响，从而增加公司价值。为此，本文在对家族上市公司所有权、控制权以及两权分离程度对于公司绩效的影响中，尝试加入股权制衡度，以考察股权制衡度在这一过程中的调节效应。

二、理论分析与研究假设的提出

所谓现金流权和控制权偏离所产生的代理问题，实质就是大股东利用其掌握的控制权谋取私利，实现对小股东利益的侵占（Shleifer & Vishny, 1997）。在成熟的资本市场中，相对于股权高度分散的股权结构，上市公司中存在终极控股股东，可以在一定程度上减少经理人员与股东之间的代理问题，有利于公司绩效的提升；然而但较高的控制权又直接会诱使终极控股股东采取多种手段，如占用上市公司资金、通过上市公司担保取得贷款或者迫使上市公司投资于不盈利但有利于自己的投资项目等侵占上市公司和其他股东利益，特别是当终极控制人通过使用金字塔结构（Pyramidal structure）、交叉持股（Cross-Ownership）和双重股权（Dual Class Equity）等方式（La Porta et al., 1999）仅使用较少的资金就获得了上市公司的控制权，终极控股股东将有更大的动机来实现这种超控制权收益（刘少波，2007）。据此，本文提出如下的研究假设：

假设 1a：终极控股股东拥有的现金流权越大，公司价值越高。

假设 1b：终极控股股东拥有的控制权越大，公司的价值越差。

假设 1c：终极控股股东拥有的现金流权与控制权的偏离程度越大，公司价值越差。

关于股权制衡，厉以宁（2001）^[12]提出，比“一股独大”更有效的股权结构是“多股制衡”，几个持股相对较多的大股东有利于完善公司治理结构，从而实现企业的长远目标。这主要是由于存在其他分享控制权的股东，控股股东可能面临严厉的监督，从而使得获取私人利益的难度增大（Pagano & Roell, 1998）。除此以外，布洛赫和黑格（Bloch & Hege）（2001）^[13]也通过建立模型证明，当公司存在多个大股东时，各个大股东会为了获得其他股东的支持，作出更有效地使用公司控制权的承诺，这也会减少终极控股股东的控制权私人利益。据此，本文提出如下研究假设：

假设 2：股权制衡度在终极控股股东的现金流权、控制权以及两权偏差对公司价值的影响过程中具有调节作用。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文选取的样本是 2007-2009 年民营上市公司的数据，并按照以下方法对样本进行了筛选：（1）剔除了金融、证券类上市公司；（2）剔除了上市未满一年的公司；（3）剔除了 ST 和 PT 的公司；（4）剔除了数据不全的公司，最终确定了 1422 个公司年数据作为最终的研究样本。其中公司治理和财务数据数据来源于国泰安（CSMAR）数据库和色诺芬（CCER）数据库，为了保证数据的准确性，我们对数据进行了抽样检验。

（二）模型设定基变量的选取

为了验证民营上市公司两权特征对于公司绩效的影响以及股权制衡度对两权特征的调节效应，本文选用带有交互项的多元回归分析模型，基本模型如下：

$$\text{公司价值} = C + f_1(\text{两权特征}) + f_2(\text{两权特征} \times \text{股权制衡度}) + f_3(\text{控制特征}) + \varepsilon$$

综合相关文献的实证分析（Claessens et al.,2002； Fan et al.,2002； 谷琪等， 2006），本文在回归方程中选取的各变量如下：

1. 公司价值指标为 TobinQ 值，已有文献中用以衡量公司价值的指标有两大类，一类是 TobinQ 值，另一类则为会计指标，如净资产收益率、总资产报酬率、核心资产收益率等。在本文的研究中选择了 TobinQ 值作为公司价值的衡量指标，主要是由于：（1）会计指标易受人为主观操控的影响，很难全面反映上市公司的真实情况；（2）随着中国股票市场有效性的逐步提高，TobinQ 值已经能够较好地体现金融市场对公司长期经营绩效的预期（史永东，2002），相对全面地反映上市公司的实际价值。

2. 两权特征指标为现金流权、控制权和两权偏离程度，根据 La Porta 等（1999, 2002）以及 Claessens 等（2000）的研究，现金流权比例为控制股东通过所有控制链累积持有上市公司的所有权权益比例，其中每条控制链顶端对终端上市公司的所有权权益比例等于该条控制链上各层股东持股比例的乘积；控制权比例为控制链上最弱的投票权相加之和；现金流权与控制权的两权偏离程度为现金流权与控制权的比率，分离系数越小，说明现金流权与控制权的偏离程度越大。

3. 对于股权制衡度的衡量，主要考察的是公司第二大股东对于第一大股东的制衡效应，因此采用第一大股东与第二大股东持股比例的比值 Z 指数来衡量，Z 值越接近 1，说明第二大股东越能够发挥良好的制衡效果。

4. 根据已有的研究，本文的控制特征变量包括独立董事比例、实际控制人参与管理情况、净资产收益率、资产负债率、公司规模以及年度控制变量，具体的变量定义详见下表。

表 1 主要研究变量定义

变量名称	变量代码	含义及说明
公司价值	TobinQ	(普通股市场价值+债务账面价值) / 资产的重置成本
现金流权	CR	$\sum_{i=1}^n \prod a_{it}$ ，其中 $a_{i1} \dots a_{it}$ 为第 i 条控制链的所有链间控股比例
控制权	VR	$\sum \min_i(a_{i1}, a_{i2}, \dots, a_{it})$ ，其中 $a_{i1} \dots a_{it}$ 为第 i 条控制链的所有链间控股比例
两权分离程度	SR	现金流权/控制权
股权制衡度	Z 指数	第一大股东与第二大股东持股比例的比值

独立董事比例	ID	独立董事数量/董事会成员数量
公司盈利能力	ROE	净资产收益率
实际控制人参与管理	FP	当公司实际控制人（实际控制人本人或者其家族成员）为公司董事长、经理时，赋值为 1，否则为 0。
公司规模	Size	Ln（期末公司总资产）
资产负债率	Lev	期末负债总额/期末总资产
年度	Y2008 Y2009	虚拟变量，对于 2008 年度的样本公司，Year2008 取值为 1，否则为 0；对于 2009 年度的样本公司，Year2009 取值为 1， 否则为 0。

四、实证研究结果

（一）描述性统计

表 2 主要研究变量的描述性统计

	最小值	最大值	平均值	标准差
TobinQ	.4271	605.0413	3.270480	19.0310164
CR (%)	.6078	87.6600	25.760701	16.2526153
VR (%)	.9383	87.6600	34.115946	15.5436333
SR	.0606	1.5826	.731802	.2696168
Z指数	1.0000	294.2803	9.757660	21.1298642
ID	.1429	.6667	.367695	.0517186
ROE	-322.1580	107.6252	-.069227	9.1113475
Lev	.0091	124.0223	.904675	4.9893925
Size	14.1581	24.4594	20.927973	1.1252641
实际控制人参与管理	0	1	.63	.484

表 2 给出了本文所研究的主要变量的描述性统计结果。结果表明，样本公司中现金流权比例的平均值为 25.76%，控制权比例的平均值为 34.12%，两权分离程度的平均值为 0.73，即民营上市公司的实际控制人要掌握 1 个单位的控制权，通过金字塔结构或者交叉持股的方式，平均仅需要支出 0.73 个单位的现金流权，也即只需要承担 0.73 个单位的经营收益及其所带来的风险。股权制衡度的平均值为 9.76，标准差为 21.13，总体呈现出了股权制衡度较弱，而且个体间差距较大的特点。

(二) 回归结果及分析

表 3 多元回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
常数项	7.985	7.051	7.734	6.777	5.999	6.594
CR	-0.022			-0.009		
VR		-0.037**			-0.026	
SR			0.225*			0.434
Z 指数						
CR*Z				-0.001**		
VR*Z					-0.001*	
SR*Z						-0.038*
ID	6.350	6.135	6.022	6.678	6.507	6.403
FP	1.051*	1.082*	0.829	0.911	0.964	0.756
ROE	0.004	0.005	0.003	0.004	0.004	0.003
Lev	3.127***	3.133***	3.126***	3.133***	3.137***	3.13***
Size	-0.418	-0.337	-0.427	-0.365	-0.297	-0.373
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的 R ²	0.688	0.689	0.688	0.698	0.698	0.697

注：***、** 和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著

表 3 对多元回归的结果进行了列示。其中，模型 1 是对研究假设 1a 的检验，结果显示样本公司的现金流权与公司价值负相关，与假设 1a 正好相反，即终极控股股东的现金流权的增加不利于公司价值的提升，这与 La Porta 等西方学者的主流结论相反，而与谷祺等（2006）的研究结果具有一致性，表明在我国这样一个尚不完善的资本市场中，控股股东所拥有的现金流权更会成为其侵占中小股东利益的动机和工具，从而损害公司价值。模型 2 是对研究假设 1b 的检验，结果为样本公司的控制权与公司绩效在 5%的水平下显著负相关，验证了假设 1b，即当终极控股股东掌握有上市公司更多的控制权时，其获取超控制权收益的可能性就越大，就越可能以牺牲中小股东以及公司价值为代价来追求个人利益的最大化。模型 3 是对研究假设 1c 的检验，结果显示现金流权与控制权的两权偏离程度与公司价值正相关，虽然统计上不显著，但基本上支持了研究假设，即两权偏离程度越高，即 SR 值越低，公司的价值越低。

随后，本文又利用了模型 4-6，就股权制衡度对两权特征的调节效应进行了检验。模型 4-6 的结果显示，股权制衡度对于两权特征具有显著负相关的调节效应，即不论是对于现金流权、控制权对公司价值的负相关影响，还是两权偏离程度对公司价值的正相关影响，股权制衡度都能够起到弱化的作用，这一研究结论也在一定程度上支持了刘慧龙等（2009）的研究结论，即在大股东侵占公司资源时，当其他大股东对第一大股东的制衡能力较强时，大

股东更可能与其他大股东通过“竞争性合谋”来共同侵占公司价值；而只有当其他大股东对第一大股东的制衡能力较弱时，他们才能够对大股东实施真正的制衡，降低大股东的侵占效应，促进公司价值的提升。从样本数据来看，目前我国的民营上市公司中，普遍的股权结构特征还是实际控制人一股独大，其他股东很难对其形成有效的制衡，而恰恰是在这样一种特殊的情形下，其他大股东恰好能够发挥出应有的制衡作用，弱化终极控股股东透过两权特征对于公司价值的损害。

除此以外，本文发现独立董事比例对于公司价值具有正向的影响作用，但在统计上不显著，表明民营上市公司中的独立董事还是能够在治理的过程中发挥一定的作用，有利于公司价值的提升。而且，终极控股股东家族的人员参与到公司的管理中，也在一定程度上有利于公司价值的提升。

五、研究结论和启示

本文以 2007~2009 年民营上市公司的 1422 个观察值作为研究样本，考察了终极控股股东的现金流权、控制权以及两权偏离程度对于公司价值的影响，并进一步考察了股权制衡度对于两权特征的调节效应。结果表明：对于民营上市公司而言，现金流权、控制权与公司价值负相关；随着两权偏离程度的增加，公司价值下降；股权制衡在这一影响过程中对两权特征具有显著的调节效应，可以弱化两权特征对于公司价值的不良影响。

民营上市公司终极控股股东利用其控制权，通过各种掏空行为损害中小股东利益，特别是随着现金流权与控制权的分离，代理成本进一步增加，从而损害了公司价值。因而，对于证券监管部门而言，应加强对民营上市公司的监管，特别是要规范终极控股股东的行为。与此同时，还应充分重视除终极控股股东以外的其他大股东在公司治理中的重要作用，充分发挥其制衡效应，保护中小股东的利益，提升公司价值。

参考文献

- [1] LA PORT R, LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., 1999, Corporate ownership around the world[J], the Journal of Finance, Vol.54, 471 - 517
- [2] JOSEPH P.H. FAN & T.J. WONG, 2002, Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J], Journal of Accounting and Economics, Vol.33, 401-425
- [3] STIJN CLAESSENS, SIMEON DJANKOV, JOSEPH P. H. FAN & LARRY H. P. LANG, 2002, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J], the Journal of Finance, Vol.57, No.6, 2741-2771
- [4] MICHAEL L. LEMMON & KARL V. LINS, 2003, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis[J], The Journal of Finance, Vol.58, No.4, 1445-1468
- [5] YIN-HUA YEH, 2005, Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value? [J], Corporate Governance: An International Review, Vol.13, No.2, 313-325
- [6] 刘芍佳、孙霏、刘乃全，终极产权论、股权结构及公司绩效[J]，经济研究，2003.4
- [7] 苏启林、朱文，上市公司家族控制与企业价值[J]，经济研究，2003.8
- [8] 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[J]，经济学（季刊），2004.10

- [9] 谷祺、邓德强、路倩, 现金流权与控制权分离下的公司价值——基于我国家族上市公司的实证研究[J], 会计研究, 2006.4
- [10] 刘慧龙、陆勇、宋乐, 大股东“隧道挖掘”: 相互制衡还是竞争性合谋——基于“股权分置”背景下中国上市公司的经验研究[J], 中国会计评论, 2009.3
- [11] 陈信元、汪辉, 股东制衡与公司价值: 模型及经验证据[J], 数量经济技术经济研究, 2004.11
- [12] 厉以宁, “多股制衡”有利于完善公司治理结构[N], 中国证券报, 2001.06.22
- [13] FRANCIS BLOCH & ULRICH HEGE, 2001, Multiple Shareholders and Control Contests[J], working paper

Check-and-balance Ownership Structure, the separation of ownership and control and firm value: An Empirical Study on Private Listed Companies in China

Gao Nan¹² Ma Lianfu¹

(1 Business School /Center for Studies of Corporate Governance of Nankai University, Tianjin, 300071

2 Business School of Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300222)

Abstract: This paper chooses the private listed companies of 2007~2009 as the research object in order to investigate the influence of cash flow rights, control rights and the separation of these two rights on the firm value, and the moderate effect of equity restriction ratio in this process. The result shows that, for the private listed companies, the cash flow rights and control rights are negatively related to firm value; the firm value decreases with increasing the separation of cash flow rights and control rights; and the equity restriction ratio has the significantly moderate effect in this process, it can weaken the disadvantage influence of cash flow rights, control rights and the seoaration of them on the firm value.

Key Words: cash flow rights, control rights, equity restriction, firm value

收稿日期: 2012-06-15;

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“基于投资者关系管理的上市公司治理优化研究”(项目号: 70872050)、教育部人文社科重点研究基地项目“投资者关系管理对公司治理的优化效果研究”(项目号: 10JJD630001)、天津财经大学科研发展基金项目“政府治理、家族控制权结构对家族上市公司绩效的影响机制研究”(编号: Q1014)

作者简介: 高楠(1980-), 女, 天津人, 南开大学商学院/公司治理研究中心博士研究生, 天津财经大学商学院讲师, 研究方向: 公司治理、投资者关系管理, 电子信箱: nanan74@163.com; 马连福(1963—), 男, 河北沧州人, 管理学博士, 南开大学公司治理研究中心副主任, 南开大学商学院教授、博导, 研究方向: 公司治理、投资者关系管理、营销管理, 电子信箱: malianfu@nankai.edu.cn。
