

English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

期刊文章选登

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《世界经济》2004年第11期

[\[PDF全文下载\]](#)

民营上市公司的经营绩效、市场价值和治理结构

张俊喜 张华

[内容提要] 本文以沪深两地的上市公司为研究对象，首先比较民营企业与非民营企业在经营绩效上的差异，然后从公司治理的角度深入分析导致这一差异的主要原因，总结民营企业治理结构的特征和规律。研究发现，民营企业在运营状况、赢利、资本结构和市场评价四大绩效方面的表现都优于非民营企业；但是，由于民营的素质良莠不齐，潜在的风险也较高。民营和非民营在绩效上的差异主要是由其公司治理机制效率的差异造成的。之后，我们采取严格的计量回归方法进行直接和间接的经验检验，发现民营在股权集中程度、其他大股东对第一大股东的制约力、高级管理人员持股比例和董事会中外部董事比例四大机制上都较非民营合理及有效。最后，本文的政策含义为：仅仅从控股权上将现有国有企业改制成民营企业远远不够，更为重要的是改变企业的治理结构。

[关键词] 上市公司 绩效 治理结构

[作者简介] 张俊喜：香港大学经济金融学院 电子信箱：ijzhang@econ.hku.hk；张华：中欧国际工商学院。

在过去20多年间，民营化运动席卷全球。包括发达国家、发展中国家、转型国家在内的众多国家都进行了民营化的尝试。根据亨利·吉本编撰的《民营化年鉴》(Privatisation Yearbook)有关资料，截至1999年底，全球的民营化金额超过1万亿美元。

国际经验告诉我们，若设计和执行得当，民营化确实可以带来政府、企业、消费者和投资者四方共赢的局面。但民营化运动也出现了不少失败的例子，尤其是在独联体国家和部分拉美国家。这充分说明了民营化运动本身的复杂性，它是整体经济转型中一个较长期的任务，不可能一蹴而就。特别是民营化需要因地制宜，要有宏观经济环境和法制基础相配套，只有这样民营企业才可在适宜的环境中发挥其特长。目前学术界已开始重新评估民营化运动，着重考察如下两大问题：

(1) 民营化运动的先决条件和优先次序是什么？(2) 民营企业绩效优良的决定性因素是什么？这两大问题的探讨将有助于加深我们对民营化运动的了解。

中国是发展中国家里民营化运动的先驱者，也是最成功的国家之一，有着丰富的经验，是研究民营化效应理想的案例。众所周知，中国民营经济发展是经济改革中一个重要的组成部分。据统计，从1989至1999年，民营经济创造的国民生产总值平均每年以28%的高速增长，远高于同期国有经济的增长率，且对国民经济的贡献已超过了国有经济部门。另外，从1994年以来民营经济每年平均增加就业达820万人，是惟一能够吸纳从国有企业下岗及农村剩余劳动力的经济部门。这些成绩都表明，民营化运动所需的宏观稳定条件及循序渐进的次序完全符合中国国情。法制的不断完善，为民营企业的成长和健康发展提供了有利的大环境。

从整体来看，中国民营企业的绩效表现平均优于国有企业，但问题在于到底是哪些因素起决定性的作用。本文将从公司治理的角度寻找民营企业的优胜之道。由于数据方面的局限，我们将选用沪深两地A股上市的公司作为研究对象，首先

汇集民营上市公司绩效优越的证据，然后再探讨公司治理结构与绩效之间的关系。

本文共分五个部分。第一部分简略介绍样本：即中国上市公司中的民营企业；第二部分回顾有关文献；第三部分对民营和非民营上市公司在企业绩效和公司治理特征进行描述性统计分析及比较；第四部分是对民营化效应及其与公司治理机制之间关系的分析方法；第五部分报告了回归结果并对此进行分析和解释；第六部分是总结和政策建议。

一 中国上市民营企业的发展和特征

.....

二 文献回顾

.....

三 公司绩效与治理结构的描述性统计分析

.....

四 民营化效应与公司治理结构的回归分析方法

.....

五 检验结果

.....

六 总 结

本文以沪深两地的上市公司为研究对象，首先比较了民营与非民营在经营绩效上的差异，然后从公司治理的角度深入分析了导致这一差异的主要原因，以总结民营治理结构的特征和规律。

我们的研究发现，民营和非民营在如下4大绩效方面存在着明显的差异。在运营状况方面，非民营虽然有规模优势，但市场销售和成本控制等方面民营的效率占明显优势，说明民营管理效率比较高。在赢利方面，民营在销售回报率、净资产回报率、总资产回报率和人均净利润4项指标上都高于非民营，显示其较强的赢利能力。在资本结构方面，民营的长期财务风险要小于非民营，表现为其长期财务杠杆很低。在市场评价方面，民营的Q值普遍高于非民营，这说明市场上的投资者对于民营的评价和市场预期均高于非民营。但是，由于民营的素质良莠不齐，潜在的风险也较高。从地区来看，民营在东部地区无显著优势，但在西部地区则优势尽显，最令人惊奇的是民营在中部地区的表现甚至逊于非民营。

我们认为，民营和非民营在绩效上的差异主要是由其公司治理机制效率的差异造成的。平均而言，民营在治理结构方面有如下4大特点。

第一，民营的股权集中程度低于非民营，体现在第一大股东持股比例较少。众所周知，第一大股东扮演着双重角色，既有正面的监督管理层的作用又有负面的“隧道效应”，因此它对企业价值的提升取决于两种效应的相对强弱。我们的直接和间接经验分析都表明，上市公司的“隧道行为”在中国相当普遍，民营上市公司也不例外，只是它的表现形式有所不同而已，非民营一般通过另一国有母公司转移共用资源，民营则基本上将共用资源转移至背后的自然人。有关部门应高度重视这一现象，否则不利于股市的长期健康发展。

第二，民营中其他大股东对第一大股东的制约力更强。以第二到第五大股东的持股比例来计，民营平均为21%，明显高于非民营的13.5%。经验分析发现，其他大股东持股比例的增加有助于经营业绩和企业价值的提高，但对民营来讲不排除其他大股东与第一大股东联手而损害小股东利益的可能性。证监会应制订相关法规和条例，杜绝大股东形成利益上的壑

断联盟。

第三，民营中高级管理人员持股比例略高于非民营，这说明民营在对经理层的激励-约束机制设计方面优于非民营。但从国际比较来看，高级管理人员持股这一现象在中国尚不普遍，如何设计出合理的持股比例来充分发挥他们的积极性将是一个意义非凡的任务。

第四，在董事会中外部董事比例方面，民营的外部董事比例普遍高于非民营，说明民营相比非民营更加注重这一公司治理机制。但经验分析发现，目前上市公司提高外部董事比例的空间并不大，因此不能一味地强调外部董事的作用，它对管理层起到的监督效应相当有限。

除了上述政策含义之外，本文还提出一个新的观点，即仅仅从控股权上将现有国有企业改制成民营远远不够，更为重要的是改变企业的治理结构，要设立一个合理的股权结构，充分发挥大股东和董事会监督高级管理人员的机制及经理层的激励-约束机制，同时将大股东“隧道行为”的负面效应降至最低。尽管大多数民营仍属于家族企业，有许多治理上的薄弱环节，但检验结果似乎表明至少在现阶段它还是相当有效的。长期以来，社会上流行着只强调改制而忽略治理结构的观点不全面，本文列举的中部地区民营绩效逊于非民营的证据支持了我们的观点。

(截稿：2004年7月 责任编辑：宋志刚)

推荐好友

相关文章

- 朱恒鹏 企业规模、市场力量与民营企业创新行为 《世界经济》2006年第12期 (2007-3-27)
- 周见 日本邮政事业的民营化 《中国社会科学院院报》2006年7月4日 (2007-1-21)
- 王世华 等译 何帆 审校 《转型：中国国有企业民营化》 中国财政经济出版社 2006年6 (2007-1-3)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号