

市场化程度、股权制衡与上市公司价值

卞琳琳(博士) 宋芬

(上海第二工业大学经济管理学院 上海 201209 烟台职业学院 山东烟台 264025)

【摘要】本文以2006~2010年在沪深两市发行A股的上市公司为样本,实证研究了不同市场化程度下股权制衡作用机制的不同。研究结果显示:就整体而言,股权制衡度与上市公司市场价值正相关,市场化程度对上市公司市场价值的影响不显著;分组的数据表明,在市场化程度不同的地区,股权制衡的作用机制、市场化进程对上市公司价值的影响存在较大的差异性。在市场化程度发达的地区,股权制衡的作用退为其次,市场价值更多地与市场化指数、股权集中度等因素相关;在市场化程度中等的地区,上市公司价值与股权制衡度显著正相关,而与市场化指数显著负相关;在市场化程度落后的地区,无论是股权制衡度,还是市场化指数,对上市公司价值的影响均不显著。

【关键词】市场化程度 股权制衡 上市公司价值

一、文献回顾

股权制衡及其对公司绩效的影响是近年来国内外学术界研究的热点问题之一。国外的研究表明,股权制衡既有可能导致有利经济影响,也有可能产生不利经济影响,而对公司的净影响则取决于“有利”和“不利”这两方面的比较(Bolton、Von Thadden,1998;Pagano,Roell,1998;Gomes和Novaes,1999;Bloch、Hege,2001)。

国内方面,大部分学者对股权制衡的效果持肯定态度,认为股权制衡有利于提高公司价值,增强上市公司竞争力(孙永祥和黄祖辉,1999;白重恩等,2005)。然而,另外一些学者却持反对意见。赵景文和于增彪(2005)通过对比股权制衡公司与

一股独大公司的相对业绩后发现,股权制衡公司的业绩显著差于同行业总资产规模接近的一股独大公司。徐莉萍等(2006)则提出,过高的股权制衡程度对公司的经营绩效会产生负面影响。因此,股权制衡的作用机制似乎仍然是一个悬而未解之谜。

与此同时,上市公司所处的经济环境在各地区之间并不完全相同。由于资源禀赋、地理位置以及国家政策的不同,我国各地区的市场化程度存在较大的差异。在某些省份,特别是沿海省份,市场化已经取得了决定性进展;而在另外一些省份,经济中非市场因素还占有非常重要的地位(樊纲和王小鲁,2010)。各地区市场化程度的差异,导致地方政府获取资源

成本核算能力与完善的成本管理系统。但从我国企业应诉反倾销成本信息采纳障碍表现出的常见问题来看,我国企业日常成本核算中存在成本管理职能弱化的通病,大多数企业的现存成本会计系统难以提供满足应对反倾销诉讼要求的产品成本信息。

我们从另外一个视角来看,应诉反倾销的过程就是迫使企业各项管理(包括成本会计管理)工作与国际标准接轨的过程。也正是由于反倾销诉讼是一把“双刃剑”,它遵循的是优胜劣汰的经济法则,因此,我国许多的企业在此过程中认识到了企业各项管理(包括成本管理)按照国际规则运作的重要性,更有一些企业就是在应对反倾销的过程中迅速提升自身各项管理水平并成长壮大起来的。

但同时我们应看到,企业应诉国际反倾销又是个系统工程,并非企业一方所能承担的,更需要宏观制度层面的引导与支持。比如,在应诉反倾销的过程中应充分发挥行业协会的作用以形成合力;继续积极完善有关企业社会责任的法律、会计

体系,以切实保证企业社会责任的履行;利用多种手段促进环境成本内部化,从而避免授人以柄。

主要参考文献

1. Kaplan, Gilbert B, Kamarck, Lynn G. Parker, Merrie. Cost Analysis Under The Antidumping Law. The George Washington Journal of International Law and Economics, 1988; 21
2. 反倾销文集编委会. 反倾销文集——浙江省百名注册会计师反倾销应诉人才培养心得. 北京: 中国财政经济出版社, 2007
3. 任长谊. 我国机械制造企业信息化现状. 微型机与应用, 2008; 3
4. Trebilcock, Michael J, Robert Howse. Trade Policy & Labor Standards. Minnesota Journal of Global Trade, 2005
5. 浙江省注册会计师协会. 反倾销财务与会计工作实务指南及案例. 北京: 经济科学出版社, 2007

发展本地区经济之约束条件的不同,必然导致经济主体行为的差异性。

那么,引发我们思考的是,前人关于股权制衡效应的研究结论不尽相同,是否因为未考虑各地区市场化程度的差异?在市场化程度不同的地区,股权制衡的作用机制是否也不尽相同?因此,本文将基于市场化程度视角,对上市公司的股权制衡机制进行考察。

二、理论分析与研究假设

1. 股权制衡与上市公司价值。大股东的存在可谓一把“双刃剑”。一方面,为了获得长期收益,在必要的时候,他们会向公司输送资源以维持公司的业绩;另一方面,大股东在能够对公司实施有效控制的情况下,常常为追求自身短期利益最大化而转移公司资源,损害上市公司价值,从而侵害中小股东的利益。对于股权高度集中的我国上市公司而言,“一股独大”导致后一种现象更为普遍,大股东的权力缺乏必要的制衡成为欺诈、关联交易、侵害中小股东等许多问题的症结所在,因此,股权制衡日益为人们所重视。

股权制衡度也叫做股权控制度,是指由少数几个大股东分享控制权,通过内部牵制使任何一个大股东都无法单独控制企业的决策,从而达到相互监督、抑制内部人掠夺的股权安排模式。从理论上说,股权制衡既是抑制大股东掠夺、保护中小股东权益的重要方式,也是短期内改善公司治理结构切实可行的方法;同时,国内外大量实证研究也表明,在合资企业、非上市公司以及上市公司中,多个大股东共同分享控制权是一种合理的治理机制。因此,我们提出假设1:中国上市公司股权制衡度与上市公司价值正相关。

2. 市场化程度与上市公司价值。企业作为市场经济中自我经营、独立决策的经济主体,是整个社会经济的缩影。企业一系列的市场行为不仅仅是企业自主行为,还要受所处的制度环境的影响,尤其在市场经济环境尚不完善的转轨经济国家,企业行为受到制度制约与影响的现象更为明显。因为相对于其他国家的企业,转轨经济国家企业所面临的外部不确定性更高,它们必须时刻关注制度变迁过程中自身所面临的发展机遇和制度变迁对企业发展战略、投融资行为、经营决策、交易成本的影响(孙铮,刘凤委,李增泉;2005)。

在我国,企业所面临的制度环境并非完全相同。我国自1978年开始的从计划经济向市场经济转轨的进程极不平衡,市场化程度存在较大差异,这意味着在我国不同地区,政府干预市场的程度是不同的。一般认为,市场化程度越高,企业外部治理机制就越完善,从而有利于企业自身的发展。因此,我们提出假设2:中国上市公司所处地区市场化程度与上市公司价值正相关。

3. 市场化程度、股权制衡与上市公司价值。近年来,国内学者关于股权制衡效果的研究结论并不相同。一些学者认为股权制衡有利于提高公司价值,增加上市公司竞争力,而另外一些学者却持反对意见。我们认为,这种结论性差异的存在,

可能因为未考虑各地区市场化程度的差异。一般而言,决定和制约企业行为的治理机制包括两个方面:一是内部治理机制,即股权集中度、股权制衡度、董事会治理、高管激励机制等;二是外部治理机制,即法律法规、资本市场和产品市场,而这些在很大程度上取决于企业所处地区的市场化程度。

作为内部治理机制的重要组成部分,股权制衡效果的发挥在很大程度上与企业所处的市场化程度相关。市场多一点还是政府干预多一点,将直接导致企业股权制衡效果的差异;在市场化程度不同的地区,上市公司股权制衡度与市场价值的关系可能是完全不同的。因此,我们提出以下假设:

假设3:在不同市场化程度地区,股权制衡度对于中国上市公司价值的影响存在差异性。

假设4:在不同市场化程度地区,市场化程度对于中国上市公司价值的影响存在差异性。

三、研究设计

(一)变量的选取与定义

1. 被解释变量: 市场价值。表1反映上市公司市场价值最常用的变量是Tobin's Q值,它在数值上等于企业总资产的市场价值与账面价值之比。西方学者的大量实证研究表明,Tobin's Q值指标对公司的各种信息具有较好的解释和综合能力,具有客观性且能够反映新兴市场特点。

表1 回归变量的选取及定义

变量性质	变量	指标	简称	变量定义
被解释变量	市场价值	托宾Q值	TQ	总资产的市场价值/账面价值
解释变量	股权制衡度	Z指数	Z	第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
	市场化程度	市场化进程指数	MDI	数据来源于《中国市场化指数》
控制变量	股权集中度	CR10指数	CR10	第一至第十大股东持股比例之和
	公司规模	总资产	SIZE	公司总资产的自然对数
	财务风险	资产负债率	LEV	总负债/总资产

2. 解释变量。

(1)股权制衡度(Z)。Z指数是指公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值,它表明第二大股东对第一大股东的股权制衡程度。

(2)市场化程度(MDI)。樊纲和王小鲁(2001)从政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育、要素市场的发育、市场中介组织发育和法律制度环境五个方面,建立了中国各地区市场化进程指标体系。本文采用《中国市场化指数》(樊纲、王小鲁,2008)提供的各省(自治区、直辖市)市场化指数,来衡量企业所面临的市场化程度差异。由于最新数据提供到2007年,而市场化程度作为企业外部的制度性因素,对企业的作用并不是即时就能产生或消除的,所以2008~2010年的市场化程度以2007年度的数据替代。

3. 控制变量。

(1)股权集中度(CR10)。采用CR10(第一至第十大股东

持股比例之和)指数反映上市公司的股权集中程度。一般认为,适度的股权集中有利于上市公司市场价值的提高,而股权的高度集中将给上市公司带来不利影响。

(2)上市公司规模(SIZE)。采用公司总资产反映上市公司规模。上市公司规模代表企业获取资源和实现投资能力的机会,同时也是过去绩效的累积,因而和企业价值正相关,这在许多研究中被证实(吴淑琨,2002;张宗益和宋增基,2002;程惠芳和幸勇,2003)。

(3)财务风险(LEV)。采用资产负债率反映企业面临的财务风险。适度的负债经营可以给上市公司带来财务杠杆效应,而过高的负债规模将使企业面临较高的财务风险。现有研究证据表明,中国的债务融资具有负治理效应,高资产负债率往往伴随着低绩效(于东智,2001;杜莹和刘立国,2002)。变量定义见表1。

(二)样本的筛选

本研究的样本来自2006~2010年度在沪深两市发行A股的上市公司,样本的筛选过程如下:①剔除金融保险业上市公司;②剔除数据缺失的上市公司。剔除之后,有效样本共1389个。

除市场化进程指数来自《中国市场化指数》外,本文的其余数据来自色诺芬上市公司数据库(CCER)。

(三)模型的建立

根据以上分析,建立如下多元回归模型:

$$TQ=c+b_1Z+b_2MDI+b_3CR10+b_4CR10^2+b_5SIZE+b_6LEV+\varepsilon$$

其中:c为截距,(b₁=1,2,⋯,6)分别为各自变量的回归系数,为随机扰动项。

四、实证检验

1. 样本的描述性统计。表2为样本的描述性统计分析。从表中我们可以看出,标准差最大的是TQ指标,说明中国上市公司间市场价值相差悬殊。但是仔细分析样本之后,我们发现94.89%的样本TQ≤5,其中更有67.31%的样本TQ≤2,说明造成TQ相差较大的原因在于少数样本TQ畸大;Z指数平均值18.6657,说明在现阶段的中国,“一股独大”现象还非常普遍;各地区市场化进程差异显著,最高值11.71,而最低值仅为2.89。

表2 样本的描述性统计分析

变量名	样本数	均值	标准差	最大值	最小值
TQ	6 945	7.241 9	232.265 8	14 803.915 3	-108.547 5
Z	6 945	18.665 7	38.174 7	803.273 9	0.454 9
MDI	6 945	8.774 7	2.057 9	11.710 0	2.890 0
CR10	6 945	52.363 1%	0.153 3	96.342 0%	0.848 7%
SIZE	6 945	21.503 2	1.447 3	28.673 2	10.842 2
LEV	6 945	0.851 1	11.101 8	877.259 9	1.06E-14

2. 回归结果分析。运用Eviews5.0分析软件,我们首先将6945个样本数据代入模型,得到模型(1)的回归结果。

然后,为了进一步验证市场化程度差异地区股权制衡作用机制是否存在差异,我们按照市场化指数的高低,选取三组典型数据,分别为市场化程度发达地区(市场化指数前三名上海、浙江、广东)、市场化程度中等地区(市场化指数中间三名江西、湖南、河北)和市场化程度落后地区(市场化指数后三名西藏、青海、甘肃)对模型进行验证,分别得到模型(2)、模型(3)和模型(4)的回归结果。由于数据运算过程中出现了异方差,笔者采用截面加权的广义最小二乘法(GLS)进行处理,得到了表3的回归结果。

从表3中可以看出,作为检验被解释变量与解释变量之间关系的F检验值分别是2.9897、30.1639、25.8327和6.7053,相应的显著性水平都是1%,说明模型具有统计上的有效性;D-W值分别是1.9998、1.9976、1.7065和1.7392,说明模型不存在自相关,模型结果是可靠的。

表3 模型回归结果

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)		模型(4)	
	系数	t-Statistic	系数	t-Statistic	系数	t-Statistic	系数	t-Statistic
常数项	19.136 1***	5.722 5	33.823 0***	4.696 9	28.904 9***	3.397 4	14.181 5***	5.321 6
Z	-0.001 9***	-5.887 1	-0.002 1	-0.426 8	-0.010 0***	-4.139 2	-0.001 9	-0.484 2
MDI	0.023 7	1.220 4	1.268 7**	2.122 5	-2.819 2**	-2.397 8	-0.005 0	-0.024 9
CR10	-0.171 7	-0.526 3	-2.554 8*	-1.805 7	-7.367 0	-0.872 3	-7.678 2*	-1.803 4
CR10 ²	-0.001 8	-0.532 8	-0.026 5*	-1.800 1	9.844 8	1.138 5	5.685 6	1.444 8
SIZE	-0.780 6***	-5.040 1	-2.043 4***	-12.565 6	-0.203 0***	-3.209 6	-0.457 7***	-4.491 3
LEV	-5.43E-13***	-5.444 3	-1.37E-12***	-6.087 6	-1.830 2***	-3.581 5	0.293 5	0.699 4
R ²	-0.001 4		0.082 9		0.7008		0.203 0	
调整R ²	-0.002 3		0.080 1		0.6972		0.172 7	
D-W	1.999 8		1.997 6		1.7065		1.739 2	
F值	2.989 7***		30.163 9***		25.8327***		6.705 3***	
N	6 945		2 010		495		165	

注:***、**、* 分别代表参数在1%、5%、10%的水平上显著。

模型1的回归结果显示:代表股权制衡度的Z值系数为负,并且在1%的水平上显著,说明就中国上市公司整体而言,股权制衡的效用是明显的,第二大股东对第一大股东的制约越强,上市公司市场价值就越高,假设1得到验证;代表上市公司所处地区市场化程度的MDI系数虽然为正,但是回归结果并不显著,假设2没有得到验证。

正如我们所预期,分组的数据显示显著的地区差异性。模型2、3、4的回归结果显示:无论各地区市场化进程如何,代表股权制衡度的Z值系数都是负数,但是只有在市场化程度中等的地区,回归结果才是显著的,说明股权制衡的效用具有明显的地区差异性,假设3得到验证。

至于市场化程度对于上市公司价值影响的差异,在分组数据中尤为显著。在市场化程度发达地区,MDI系数为正,且在5%的水平上显著,说明在该地区市场化程度与上市公司价

值正相关;与此形成鲜明对比的是,在市场化程度中等地区,MDI的系数却是负值,且在5%的水平上显著,说明在该地区市场化程度与上市公司价值负相关;在市场化程度落后的地区,MDI系数虽为负值,但并不具备统计上的显著性。由此假设4得到验证。

制约企业行为的治理机制包括内部和外部两个方面。①在市场化程度发达的东部地区,外部治理机制相对完善,法律法规、产品市场和资本市场对上市公司行为形成了相当强的约束力,作为上市公司大股东而言,“隧道行为”实施难度加大,股权制衡的作用似乎退为其次,企业市场价值更多地与市场化指数、股权集中度等因素相关。②在市场化程度中等的中部地区,转轨经济的特点表现得尤其显著,由于外部治理机制尚未健全,大股东之间的制衡机制显得十分重要,股权制衡度高的上市公司具有明显的竞争优势,而正在健全中的法律法规、资本市场和产品市场等外部因素对企业的负面作用却明显大于它所应当起到的正面作用,这也是转轨经济在脱胎换骨过程中所必须经历的阵痛。③在市场化程度较低的西部地区,无论是外部机制,还是内部机制,对上市公司价值的影响均不显著,可以说,对于该地区的上市公司而言,市场化运作机制尚未形成。

五、研究结论与政策建议

1. 研究结论。通过本文的研究我们发现:就中国上市公司整体而言,股权制衡的效用是明显的,第二大股东对第一大股东的制约越强,上市公司市场价值就越高;而市场化程度对上市公司市场价值的影响不显著。

分组的数据表明,在市场化程度不同的地区,股权制衡的作用机制、市场化进程对上市公司价值的影响存在较大的差异性。在市场化程度发达的地区,股权制衡的作用退为其次,市场价值更多地与市场化指数、股权集中度等因素相关;在市场化程度中等的地区,上市公司价值与股权制衡度显著正相关,而与市场化指数显著负相关;在市场化程度落后的地区,无论是股权制衡度,还是市场化指数,对上市公司价值的影响均不显著。

2. 政策建议。由于股权制衡的作用被证实存在显著的地区差异性,所以针对不同地区的上市公司,提高其市场价值的方法应当是不同的。

对于市场化程度发达地区,我们应当进一步加强其法律法规、资本市场、产品市场的建设,以及股权集中度的合理调整;对于市场化程度中等、外部治理还相当不健全的地区,股权制衡是提高上市公司市场价值的重要措施,我们应对此充分重视;对于市场化程度落后地区,我们应大力加强市场化进程建设,使其早日走上市场化发展之路。当然,加强市场化建设也是所有地区面临的共同任务。

虽然本文的假设大多得到了验证,但是也存在一些局限性,主要表现在:①分析股权制衡的作用机制时,由于数据的不可获性,未考虑制衡股东的性质;②各地区市场化程度计量

直接依赖于市场化指数(樊纲等,2008)的准确性和有效性;③未考虑不同行业对研究结论可能产生的影响。这些问题在一定程度上可能影响本研究的效用,可以作为进一步的研究方向。

【注】本文系上海第二工业大学校基金“上市公司治理结构与竞争力研究”(编号:A20XQD21016)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 同济大学、上海证券交易所联合课题组.我国上市公司股权制衡研究.中国证券报,2003-10-25
2. 孙铮,刘凤委,李增泉.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构.经济研究,2005;5
3. 张思宁.我国上市公司盈利水平与市场价值关系的实证检验.证券市场导报,2006;6
4. 樊纲,王小鲁.中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告.北京:经济科学出版社,2008
5. Erle Sdolf, Means, Gardiner. The Modern Corporation and Private Property. New York: Commerce Clearing House, 1932
6. Shleifer A., R.W. Vishny. Large Shareholder and Corporate Control. Journal of Political Economy, 1986;96
7. Stulz R.M.. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and The Market for Corporate Control. Journal of Financial Economics, 1988;20
8. Huddart Steven. The Effect of A Large Shareholder on Corporate Value. Management Science, 1993;39
9. Burkart M. Gromb, F. Panunzi. Large Shareholders, Monitoring and The Value of The Firm. The Quarterly Journal of Economics, 1997
10. 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;1
11. 张宗益,宋增基.上市公司经理持股与公司绩效实证研究.重庆大学学报, 2002;6
12. 程惠芳,幸勇.中国科技企业的资本结构、企业规模与企业成长性.世界经济, 2003;12
13. 于东智.董事会行为、治理效率和公司绩效——基于中国上市公司的实证分析.管理世界, 2001;2
14. 杜莹,刘立国.股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析.管理世界, 2002;11
15. 白俊等.上市公司股权结构与治理绩效关系的实证分析.财会月刊, 2009;18
16. 海洋等.公司治理、代理成本与会计信息价值相关性.财会月刊, 2010;33
17. 王山慧等.中小板上市公司董事会治理与公司绩效关系研究.财会月刊, 2011;12
18. 臧卫国.股权集中度、制衡度与上市公司竞争力.财会月刊, 2011;21