

政府控制、治理环境与公司价值^{*}

——来自中国证券市场的经验证据

夏立军 方轶强

(上海财经大学会计学院 200083)

内容提要:本文承袭刘芍佳、孙霏和刘乃全(2003)一文所使用的“终极产权论”,根据上市公司披露的终极控制人数据,首次将上市公司细分为非政府控制(即民营、乡镇或外资资本控制)、县级政府控制、市级政府控制、省级政府控制以及中央政府控制这五种类型。同时,我们利用樊纲和王小鲁(2003)编制的中国各地区市场化进程数据及其子数据构建各地区公司治理环境指数。在此基础上,我们以2001年至2003年期间的上市公司为样本,对政府控制、治理环境与公司价值的关系进行了实证分析。研究发现,政府控制尤其是县级和市级政府控制对公司价值产生了负面影响,但公司所处治理环境的改善有助于减轻这种负面影响。其政策含义是,解决中国上市公司的公司治理问题,不仅需要继续“抓大放小”,还需要从根本上改善公司治理环境。对研究者来说,需要把目光转移到影响公司治理的根本因素上来,加强对公司治理环境的分析。

关键词:政府控制 政府层级 公司治理 治理环境 公司价值

一、问题的提出

中国证券市场是一个新兴市场,同时中国证券市场又根植于中国转型经济中。新兴加转轨的双重特征导致,在中国证券市场上:政府行为对资源配置具有重要影响;上市公司主要由政府控制;投资者法律保护水平低下。因此,中国上市公司的公司治理问题可能与西方国家大大不同,考察中国上市公司的公司治理问题必须对中国上市公司所处的特殊环境进行分析。然而,以往的关于中国上市公司的公司治理问题的研究过多地关注股权结构对公司治理的影响,而忽视了对上市公司背后的政府行为以及公司所处治理环境的分析。

我们认为,公司治理环境至少包括产权保护、政府治理、法治水平、市场竞争、信用体系、契约文化等方面。显然,这些组成公司治理环境的要素会影响到契约的顺利签订和履行,进而影响到公司治理的效率。更重要的是,公司治理环境是相对股权结构安排、独立董事制度、信息披露制度、独立审计制度、经理人市场机制、接管和购并市场机制等等公司治理机制更为基础性的层面。没有良好的治理环境,这些公司治理的内部和外部机制便很难发挥作用。

本文承袭刘芍佳、孙霏和刘乃全(2003)一文所使用的“终极产权论”,根据上市公司披露的终极控制人数据,首次将上市公司细分为非政府控制(即民营、乡镇或外资企业控制)、县级政府控制、市级政府控制、省级政府控制以及中央政府控制这五种类型。同时,我们利用樊纲和王小鲁(2003)编制的中国各地区市场化进程数据及其子数据构建各地区公司治理环境指数,具体包括市场化进程

^{*} 作者感谢香港中文大学制度与治理研究中心 T.J. Wong 教授以及 Joseph Fan 教授在上海财经大学会计学院所授课程“经济制度与财务会计信息”、“公司组织与治理”以及日常交流中的启发,同时感谢匿名审稿人的宝贵意见。夏立军特别感谢导师陈信元教授的悉心指导。作者文责自负。

指数、政府干预指数以及法治水平指数。在此基础上,我们以2001年至2003年期间的上市公司为样本,对政府控制、治理环境与公司价值的关系进行实证分析。研究发现,政府控制尤其是县级和市级政府控制对公司价值产生了负面影响,但公司所处治理环境的改善有助于减轻这种负面影响。

二、文献述评

与国外公司治理研究进程类似,关于中国上市公司治理问题的研究也是从股权结构与公司业绩的关系开始。这些研究主要涉及以下方面。

1. 国有股比例、法人股比例、流通股比例与公司业绩的关系。例如,Xu and Wang(1999)发现,国家股比例与公司业绩负相关,而法人股比例与公司业绩正相关。陈晓和江东(2000)发现,在竞争性较强的行业,国有股比例与公司业绩负相关,法人股和流通股比例与公司业绩正相关;而在竞争性较弱的行业则没有发现这些结果。Tian(2001)发现,民营资本控制的上市公司业绩明显优于混合股份公司,并且国有股比例与公司价值之间呈正“U”形关系。朱武祥和宋勇(2001)以竞争较激烈的家电行业上市公司为样本,发现国家股比例、法人股比例和流通股比例与公司价值没有显著关系。陈小悦和徐晓东(2001)发现,国有股比例和法人股比例与企业业绩之间没有显著的负相关关系,但流通股比例与公司业绩显著负相关。Sun and Tong(2003)则发现,公司上市后,国家股对公司业绩存在负面影响,法人股对公司业绩存在正面影响,但外资股对公司业绩没有显著的正面影响。

2. 股权集中度与公司业绩的关系。Xu and Wang(1999)以前十大股东持股比例之和以及赫芬戴尔指数衡量股权集中度,考察了股权集中度与公司业绩的关系,结果发现,股权集中度与公司业绩具有显著的正相关关系。孙永祥、黄祖辉(1999)发现,第一大股东持股比例与公司Tobin Q值呈倒“U”形关系,并且,有一定集中度、有相对控制股东并且有其他大股东存在的股权结构在总体上有利于经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督机制作用的发挥,因此具有该种股权结构的公司价值最高。Bai等(2004)、白重恩等(2005)则发现,第一大股东持股比例对公司价值存在负面影响并且这种影响呈正“U”形关系,同时,政府机构作为第一大股东对公司价值有负面影响,而非控股股东持股比例对公司价值有正面影响。

从现有文献看,国内关于上市公司股权结构与公司业绩关系的实证研究虽然丰富,但未能取得一致成果。究其原因,可能有三:第一,研究者所采用的业绩衡量指标不尽一致,很多研究直接采用会计指标如净资产收益率衡量公司业绩,而会计指标难以反映公司的长期业绩,同时容易受到人为操纵;第二,现有的关于股权结构与公司业绩关系的研究往往视股权结构为外生变量,但正如陈信元、陈冬华和朱凯(2004)所指出,以及冯根福、韩冰和闫冰(2002)、李涛(2002)的研究所显示,股权结构可能是内生的,因此不首先回答股权结构的形成原因则难以认清股权结构与公司业绩的关系;第三,如刘芍佳、孙霁和刘乃全(2003)所指出,由于法人股最终可能是政府控制也可能是非政府控制,因此官方统计报告中对股权类型所做的国家股和法人股之分类,不可避免地使先前从事股权结构对公司业绩影响的研究误入歧途。

更进一步,我们认为,股权只是法律规定的股东权利,但如果法律对股东权利的保障不力或者政府力量对股权的实现产生重大影响,股权或者股权结构是否还具有其在成熟市场经济中的含义便值得怀疑。从这个角度讲,股权结构可能只是形式上的问题。探寻中国上市公司的公司治理问题,可能应该从更为实质、更为根本的因素出发,而这离不开对上市公司背后的政府行为以及公司所处治理环境的考察。相应的问题则是,在中国特殊的制度背景下,各级政府的动机和行为对其控制的上市公司产生了什么影响?上市公司所处的治理环境如市场化进程、政府干预程度、法治水平对其产生了什么影响?遗憾的是,现有研究几乎未能涉及这些方面。本文试图对此进行探索。

三、理论分析与假说发展

(一) 政府控制、政府层级与公司价值

如前所述,中国证券市场脱胎于中国转型经济中,其设立初衷是为国企改革和解困服务。因此,在中国证券市场上,上市公司大部分由国有企业改制而来。同时,为保持国家对上市公司的控制力,国有股权在上市公司中占据了很大比例,并且这些国有股权不能上市流通。鉴于此,政府的动机和行为对上市公司可能会产生重要影响。已有研究发现,转型经济中国有企业的一个主要问题是其承担了政府的多重目标如经济发展战略、就业、税收、社会稳定等,并由此造成了国有企业的政策性负担(Lin、Cai 和 Li,1998)。虽然国有企业通过改制上市,其治理结构和监管环境发生了很大变化,但由于政府依然控制它们,政府依然有能力将其自身目标内部化到这些公司中。

另一方面,在我国从计划经济走向市场经济的过程中,在政府权力配置上,经历了从集权到分权的过程,地方政府在此过程中获得了财政自主权、经济管理权等权力。分权的结果是地方政府发展地方经济的积极性被调动起来,同时地方政府竞争资源的动机也随之产生(Cao、Qian and Weingast,1999;Poncet,2004)。正如吸引外资一样,从证券市场获得资源同样有利于发展地方经济,解决就业问题,改善当地形象,并最终给政府官员带来利益。在我国证券市场投资者法律保护不力的情况下,从证券市场获取资源的使用成本非常低。在某种程度上,证券市场资源甚至类似于一种“免费午餐”。因此,政府有动机利用上市公司来“圈钱”,以实现其自身的目标。

由此可见,各级政府既有动机又有能力将其自身的社会性目标内部化到其控制的上市公司中。而上市公司承担政府的社会性职能必然会使公司活动偏离公司价值最大化目标,并进而损害公司价值。李增泉、余谦和王晓坤(2005)发现,控股股东或地方政府具有支持或掏空上市公司的动机,支持是为了获得配股资格,而掏空则是赤裸裸的利益侵占行为。实际上,在现有的制度环境下,支持的最终目的很可能还是为了掏空,即所谓的“放长线钓大鱼”。支持的方式有财政补贴(陈晓、李静,2001)、资产重组(陈信元、叶鹏飞和陈冬华,2003)、关联交易(Jian and Wong,2004)等,而掏空的手段则有资产评估(周勤业、夏立军和李莫愁,2003)、关联交易(Jian and Wong,2004)、资金占用(李增泉、孙铮和王志伟,2004)等。虽然对于非政府控制的上市公司来说,其控制人同样具有侵害中小股东的动机和能力,但与政府相比,其侵害能力相对较小。原因是,监管力量和法律约束更难以限制政府权力。因此,相对于非政府控制的上市公司来说,政府控制的上市公司其公司价值可能更低。

以上分析没有考虑各级政府动机和行为的差异。在中国现有的行政架构下,由于各级政府权力和职能不同,它们在资本市场的动机和行为可能不同。由于行政分权,中央政府的角色更像是一个委托人,而地方政府的角色更类似于一个代理人。在从证券市场竞争资源方面,地方政府比中央政府具有更强的动机。另一方面,由于在各级地方政府中,上下级政府之间同样存在着类似的委托代理关系,因此相对下级政府来说,上级政府更可能约束自身的行为,注意自身的形象。这样,在侵害中小股东的行为上,下级政府可能更为严重。根据上述分析,我们提出研究假说 H1:相对于非政府控制的上市公司来说,政府控制的上市公司其公司价值更低,并且这主要是由于低层级政府控制的上市公司价值更低所引起。

(二) 政府控制、治理环境与公司价值

诚然,政府对其控制的上市公司也可能会扮演“帮助之手”的角色,例如陈晓和李静(2001)发现地方政府对其控制的上市公司进行了大面积的税收优惠和财政补贴,然而,政府的这种行为更多地是为了帮助上市公司获得配股资格,以便从证券市场获得更多的资源。由于大股东“掏空”动机强烈,因此中小股东并不能真正分享到政府支持的利益,却可能会付出更多的代价。

近年来,LaPorta 等人的一系列研究发现,一国的法律体系对其公司治理具有重要影响。他们发现,一国的投资者法律保护程度与其上市公司的股权集中度负相关(LaPorta 等,1999),与其上市公司的股利支付比率正相关(LaPorta 等,2000a),与其上市公司的公司价值正相关(LaPorta 等,2000b),与其资本市场的发达程度正相关(LaPorta 等,1997)。这些研究表明,一国法律体系在很大程度上决定了其公司治理结构和水平,良好的公司治理必定要以有效的投资者法律保护为基础。可以说,LaPorta 等人的这一系列研究从根本上改变了以往对公司治理的看法,促使人们把目光转移到影响公司治理的根本因素上来,而这些根本因素则构成公司治理环境。

在我国证券市场上,公司欺诈、舞弊以及大股东对中小股东的肆意侵害行为屡屡发生。其中一个很重要的原因就是投资者法律保护不力。虽然证券市场于1990年早就设立,但《证券法》直到1998年底才颁布。并且,即使在《证券法》颁布实施之后,投资者依然难以得到实质性的法律保护。一个典型的表现是,虽然备受投资者期待,但证券民事赔偿制度至今未能得到有效施行。究其原因,固然与执法力量和执法水平有关,但更重要的原因可能是,上市公司大部分由各级政府所控制,而法律约束难以限制政府权力,同时,股票市场设立的初衷本就是为国企改革和解困服务,而有效的投资者法律保护与这样的目标很可能是矛盾的。因此,政府和法律的因素交织在一起,构成了中国上市公司所处治理环境的主要特征。然而,对于不同地区的上市公司来说,虽然其所处的国家大环境是一样的,但其所处地区的市场化进程、政府干预程度、法治水平却相差甚大,很不平衡(樊纲、王小鲁,2003)。因此,将LaPorta 等人的跨国比较框架应用到中国各地区的比较中,我们便可以在经验上验证治理环境对公司治理的影响。

可以预期,在一个政府干预程度较低的地区,政府将会更少地将其社会性负担嫁接到其控制的上市公司中,也更可能会约束自身的行为,减少对上市公司中小股东的利益侵害。并且,由于诉讼管辖通常采用“原告从被告”的原则,在一个法治水平较高的地区,上市公司内部人或大股东对中小股东的利益侵害行为更可能会受到约束。同样,由于较高的市场化程度与较少的政府干预以及较高的法治水平联系在一起,可以预期,在一个市场化进程较快的地区,上市公司中小股东受到的利益侵害程度也会相对更轻。进一步,政府控制的上市公司受到的政府干预相对更为严重,并且在政府控制的上市公司中,其控制人侵害中小股东的能力相对更强。由此,我们提出研究假说H2:上市公司所处地区的市场化进程越快、政府干预越少、法治水平越高,则公司价值越高,并且这种关系在政府控制的上市公司中更为明显。

四、研究设计

(一) 样本选择

由于上市公司自2001年年度报告起才开始披露终极控制人资料,我们以2001至2003年度所有上市公司作为初选样本。然后对其执行如下筛选程序:(1)剔除含B股或H股的上市公司。这些公司面临境内外双重监管环境,与其他上市公司不同,为了集中于本文所要研究的问题,以及计算公司价值的方便,我们剔除这些公司。(2)剔除终极控制人不详的上市公司。由于本文研究非政府控制以及各级政府控制对公司价值的影响,因此只要根据上市公司披露的终极控制人资料无法确定是政府控制还是非政府控制,或者无法确定是哪一级的政府控制,我们就认定其终极控制人不详。(3)剔除年末股票价格数据缺失的上市公司。本文计算公司价值时需要用到上市公司年末股票价格数据,但部分公司由于重大事件公告停牌或其他原因没有股票价格数据,因此剔除这些公司。(4)剔除注册地在西藏的上市公司。本文使用的公司治理环境指数建立在樊纲、王小鲁(2003)编制的各地区市场化进程数据及其子数据的基础上,但他们未编制西藏地区的相应数据,因此我们剔除这些公司。经过上述程序,我们最后获得2543家样本公司,其中2001年、2002年和2003年的

样本公司分别为 788 家、851 家和 904 家。表 1 列出了样本筛选过程。

(二)数据来源 表 1 样本筛选过程

上市公司终极控制人类型	2001 年至 2003 年			
	2001 年	2002 年	2003 年	
各年末上市公司总数	3671	1160	1224	1287
减：含 B 股或 H 股的公司数	414	135	139	140
终极控制人不详的公司数	647	200	214	233
无年末股票价格的公司数	49	31	14	4
注册地在西藏的公司数	18	6	6	6
最终样本公司数	2543	788	851	904

企业、街道集体企业、乡镇一级的政府部门、乡镇集体企业或外资企业,则认定其为非政府控制。若终极控制人为县级或县级以上各级政府的有关政府机构,则认定其为相应级别的政府控制。对于部属院校控制的上市公司和地方政府教育部门所属院校控制的上市公司,分别认定其为中央政府控制和相应级别的地方政府控制。表 2 给出了样本公司终极控制人的特征。从表 2 可见,在样本公司中,79%的公司被各级政府控制,其中县级政府、市级政府、省级政府以及中央政府控制的上市公司分别占 8%、25%、23%和 23%。

表 2 样本公司的终极控制人特征

终极控制人类型	2001 年至 2003 年		2001 年		2002 年		2003 年	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例
非政府(民营、乡镇、外资)	540	21 %	150	19 %	173	20 %	217	24 %
政府	2003	79 %	638	81 %	678	80 %	687	76 %
地方政府	1426	56 %	460	58 %	484	57 %	482	53 %
县级政府	204	8 %	66	8 %	67	8 %	71	8 %
市级政府	625	25 %	214	27 %	211	25 %	200	22 %
省级政府	597	23 %	180	23 %	206	24 %	211	23 %
中央政府	577	23 %	178	23 %	194	23 %	205	23 %
合 计	2543	100 %	788	100 %	851	100 %	904	100 %

治理环境数据根据樊纲和王小鲁(2003)编制的各地区市场化进程数据及其子数据构建而成。樊纲和王小鲁(2003)根据大量的统计和调查资料,采用“主因素分析法”,编制出中国各地区 1999 年和 2000 年市场化相对进程指标。这一指标涉及五个方面,分别是政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度以及市场中介发育和法律制度环境。其中,第一个方面和第五个方面与本文所要研究的治理环境有关,分别代表了各地区的政府干预程度以及法治水平。因此,我们将樊纲和王小鲁(2003)提供的各地区市场化相对进程得分、政府与市场的

由于乡镇一级的政府部门控制的上市公司实为乡镇集体企业性质,其所受政府干预较少,更类似于民营企业,而不是国有企业,因此将这些上市公司也归入“非政府控制”类型。我们对样本中所有集体企业控制的上市公司进行了单独分析,发现在公司价值上,它们与民营资本控制的上市公司类似(限于篇幅,未报告结果)。

在本文的研究样本中,部属院校和地方政府教育部门所属院校控制的上市公司分别有 27 家(涉及 73 个观测值)和 4 家(涉及 8 个观测值)。我们对剔除这些公司之后的样本进行了敏感性分析,研究结论不变。

关系得分以及市场中介发育和法律制度环境得分,分别作为本文中各地区的市场化指数、政府干预指数以及法治水平指数,从而获得各地区治理环境数据。由于各地区市场化进程、政府干预程度以及法治水平在不同年度间相对稳定,我们采用了樊纲和王小鲁(2003)报告的 2000 年度数据。

表 3 各地区公司治理环境指数

地区	市场化指数	政府干预指数	法治水平指数	地区	市场化指数	政府干预指数	法治水平指数	地区	市场化指数	政府干预指数	法治水平指数
安徽	6.40	7.43	5.32	黑龙江	5.16	3.60	5.34	山东	7.15	7.38	5.63
北京	5.74	6.40	7.97	湖北	5.61	5.11	5.05	山西	4.53	4.54	5.53
福建	8.10	7.12	6.32	湖南	5.48	5.73	2.62	陕西	4.15	5.30	3.21
甘肃	4.86	5.94	3.98	吉林	5.51	5.70	5.81	上海	7.04	7.49	6.98
广东	8.41	7.99	7.29	江苏	7.90	8.12	6.29	四川	5.70	7.43	4.69
广西	5.95	7.89	4.92	江西	5.46	6.15	4.78	天津	6.89	6.05	6.96
贵州	4.62	5.43	4.36	辽宁	6.40	6.14	5.53	新疆	3.15	3.16	4.10
海南	6.41	6.02	6.33	内蒙古	4.76	3.27	4.93	云南	4.89	6.56	3.87
河北	6.39	7.13	5.15	宁夏	4.02	3.79	5.16	浙江	8.32	8.37	6.24
河南	5.64	5.54	4.93	青海	3.40	3.04	4.69	重庆	6.33	7.61	3.83

表 3 是各地区治理环境数据。在表中,市场化指数越大代表市场化进程越快,政府干预指数越大代表政府干预越少,法治水平指数越大代表法治水平越高。从表 3 可见,市场化进程最快和最慢的分别是广东和新疆,政府干预程度最强和最弱的分别是青海和浙江,法治水平最高和最低的分别是北京和湖南。并且,广东的市场化进程得分 8.41 是新疆得分 3.15 的两倍多,浙江的政府干预得分 8.37 是青海得分 3.04 的两倍多,北京的法治水平得分 7.97 是湖南得分 2.62 的三倍多。这说明各地区公司治理环境差异明显。

另外,文中使用的其他数据如公司年末股票价格、股权结构、总资产以及行业类型等数据来自 CSMAR 中国股票市场研究数据库。

(三) 检验模型

根据上文分析,我们构建如下检验模型并使用 OLS 回归分析方法检验本文的两个研究假说。

$$Tobin Q = \alpha_0 + \alpha_1 \times Control + \alpha_2 \times Index + \alpha_3 \times Top1 Cen + \alpha_4 \times Top1 CenSq + \alpha_5 \times Top2 To5 + \alpha_6 \times Top6 To10 + \alpha_7 \times ComSize + \alpha_8 \times Year02 + \alpha_9 \times Year03 + \sum_{i=1}^{20} \alpha_{9+i} \times Industry_i + \epsilon$$

其中, α_0 为截距, $\alpha_1 \sim \alpha_{29}$ 为系数, ϵ 为残差。模型中各变量的含义如下:

1. 因变量

Tobin Q 是因变量,代表年末公司价值。这个变量反映的是公司市场价值与公司重置成本的比值。由于重置成本难以获取,采用年末总资产代替。市场价值为公司债务资本的市场价值与权益资本的市场价值之和。债务资本的市场价值采用账面的短期负债和长期负债的合计数来计算。另外,由于我国上市公司存在流通股和非流通股,所以权益资本的总市值等于流通市值加上非流通股的价值。而非流通股的价值,由于没有完全市场化的数据,并且非流通股的转让价格通常是以净资产为基准,因此采用非流通股份数与每股净资产之积计算。这样,公司价值的计算公式为: $Tobin Q = \text{市场价值} / \text{重置成本} = (\text{每股价格} \times \text{流通股份数} + \text{每股净资产} \times \text{非流通股份数} + \text{负债账面价值}) / \text{总资产}$ 。公式中所有数据均为当年年末数。由于样本公司中没有含 B 股或 H 股的公

司,因此公式中每股价格和流通股份数分别为 A 股价格和 A 股股数。上述公司价值计算方法与苏启林、朱文(2003)以及汪辉(2003)的计算方法一致。

2. 测试变量

Control 是公司终极控制人类型的统称。根据不同研究目的,我们以非政府控制的公司为参照系,在实际检验中使用 *Gov*, *LocalGov*, *CenGov*, *County*, *City*, *Province* 这些哑变量中的一个或几个来替代模型中的 *Control* 变量。如果公司被政府控制,那么 *Gov* 取值为 1,否则取值为 0;如果公司被地方政府控制,那么 *LocalGov* 取值为 1,否则取值为 0;如果公司被中央政府控制,那么 *CenGov* 取值为 1,否则取值为 0;如果公司被县级政府控制,那么 *County* 取值为 1,否则取值为 0;如果公司被市级政府控制,那么 *City* 取值为 1,否则取值为 0;如果公司被省级政府控制,那么 *Province* 取值为 1,否则取值为 0。虽然本文使用这些变量来刻画各级政府的影响很难说完美,但和以往研究相比,这是一个很大的改进,并且可以更好地减轻可能的内生性问题。

Index 是公司治理环境指数的统称。根据不同研究目的,我们在实际检验中分别纳入 *IndexMar*, *IndexGov* 和 *IndexLeg* 这三个变量来代替 *Index*。*IndexMar*, *IndexGov* 和 *IndexLeg* 分别代表公司注册地所在省、自治区或直辖市的市场化指数、政府干预指数以及法治水平指数。根据本文的研究假说,这些变量应与 *Tobin Q* 正相关。

3. 控制变量

Top1 Cen 和 *Top1 CenSq* 分别是经过中心化处理后的第一大股东持股比例及其平方值,用以控制第一大股东持股比例对公司价值的影响。由于在检验模型中直接纳入第一大股东持股比例及其平方项会引起共线性问题,我们对第一大股东持股比例进行中心化处理。具体来说,根据我们的统计,在所有样本公司中,第一大股东持股比例的平均值为 43.45%,因此 *Top1 Cen* 为各样本公司第一大股东持股比例与 43.45%的差额。*Top1 CenSq* 为 *Top1 Cen* 的平方。

Top2 To5 和 *Top6 To10* 分别是公司第二大股东至第五大股东持股比例之和以及第六大股东至第十大股东持股比例之和,用以控制公司其他大股东持股比例对公司价值的影响。从对中小股东的侵害角度来看,公司第一大股东以外的其他大股东可能会对第一大股东形成制约,从而提高公司价值。但另一方面,这些大股东也可能与第一大股东合谋以侵害中小股东利益。因此,*Top2 To5* 和 *Top6 To10* 对公司价值可能产生正面影响,也可能产生负面影响。

ComSize 为公司年末总资产的自然对数值,用以控制规模因素对公司价值的影响。为了控制公司价值的年度间差异,我们以 2001 年度为参照系,在模型中设置 *Year02* 和 *Year03* 这两个哑变量。对于 2002 年度的样本公司,*Year02* 取值为 1,其他情况下 *Year02* 取值为 0。对于 2003 年度的样本公司,*Year03* 取值为 1,其他情况下 *Year03* 取值为 0。

Industry_i 为行业类型哑变量,用以控制行业因素对公司价值的影响。根据中国证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》,我们将样本公司的行业类型分为 21 类(制造业由于公司数量特别多,取两位代码分类,其他行业取一位代码分类),并以农业类上市公司为参照系,设置 20 个行业控制变量,即 *Industry₁* ~ *Industry₂₀*。由于篇幅关系,我们在检验结果中未报告这些行业控制变量的回归系数及显著性。

我们对检验模型中所有变量进行了描述性统计(限于篇幅,未报告)。发现样本公司 *Tobin Q* 的平均值为 1.528,标准差为 0.715,中位数为 1.371,最小值为 0.827,而 75%分位数和最大值分别为 1.652 和 16.982,说明样本公司的 *Tobin Q* 可能存在异常值。为此,在下文的分析中,我们剔除 *Tobin Q* 距其平均值 5 倍标准差以外的异常值样本,即剔除 *Tobin Q* 处于 $(1.528 - 0.715 \times 5, 1.528 + 0.715 \times 5)$ 以外的观测值。这样,共有 6 个观测值被剔除,最终样本数为 2537。

五、实证检验结果及分析

(一)对全体样本公司的多元回归分析

表4是对全体样本公司的多元回归分析结果。其中,模型(1)至(3)是不纳入治理环境变量时的结果,模型(4)至(6)是在检验模型中分别纳入市场化进程、政府干预程度以及法治水平这三个变量时的结果。从模型(1)可见, $Tobin Q$ 与 Gov 显著负相关,这说明,相对非政府控制的公司来说,政府控制的公司其公司价值更低。从模型(2)可见, $Tobin Q$ 与 $LocalGov$ 显著负相关,而 $Tobin Q$ 与 $CenGov$ 正相关,但不显著。这说明,地方政府控制的公司其公司价值比非政府控制的公司更低,而中央政府控制的公司则不然。从模型(3)至(6)可见, $Tobin Q$ 与 $County$ 和 $City$ 都显著负相关,与 $Province$ 负相关但不显著,与 $CenGov$ 正相关,但仅在模型(4)中在0.10水平以下显著。这说明,县级政府和市级政府控制的公司其公司价值比非政府控制的公司更低,而省级政府和中央政府控制的公司其公司价值与非政府控制的公司没有显著区别。因此,上述结果表明,与非政府控制的上市公司相比,政府控制的上市公司其公司价值更低,并且这主要是由于县级政府和市级政府控制的公司其价值更低所引起。这印证了研究假说1。

进一步,从模型(4)至(6)可见, $Tobin Q$ 与 $IndexMar$ 、 $IndexGov$ 和 $IndexLeg$ 分别在0.05、0.01和0.01以下水平显著正相关,这说明,公司治理环境的改善对公司价值具有正面影响,初步印证了研究假说2。并且, $IndexLeg$ 的回归系数大于 $IndexMar$ 和 $IndexGov$ 的回归系数,说明法治水平对公司价值的影响较之市场化进程和政府干预程度的影响更为明显。考察 $Tobin Q$ 与控制变量的关系,可以发现,在模型(1)至(6)中, $Tobin Q$ 与 $Top1 Cen$ 都显著负相关,与 $Top1 CenSq$ 都显著正相关。这表明,公司价值与第一大股东持股比例之间存在着正“U”型关系。这一结果与Bai等(2004)、白重恩等(2005)的发现一致。 $Tobin Q$ 与 $Top2 To5$ 显著负相关,与 $Top6 To10$ 正相关但不显著,说明第二大股东至第五大股东对第一大股东的“合谋”效应超过了“制约”效应,而第六大股东至第十大股东对第一大股东的“合谋”效应与“制约”效应没有显著区别。 $Tobin Q$ 与 $ComSize$ 都显著负相关,说明公司规模越大,其公司价值就越低。这可能是由于大规模公司的成长潜力更小,并且小规模公司由于规模效应导致股票价格更高。 $Tobin Q$ 与 $Year02$ 和 $Year03$ 都显著负相关,并且 $Year03$ 的回归系数小于 $Year02$,这体现了2001年到2003年期间股票价格的整体下跌走势。

(二)对政府控制和非政府控制的公司的单独分析

为进一步检验本文的研究假说,我们对政府控制的上市公司和非政府控制的上市公司再进行单独分析。表5给出了检验结果,其中模型(1)至(3)是对政府控制的公司进行单独分析的结果,模型(4)至(6)是对非政府控制的公司进行单独分析的结果。从模型(1)至(3)可见, $Tobin Q$ 与 $City$ 都正相关但不显著,与 $Province$ 和 $CenGov$ 都显著正相关。这说明,市级政府控制的公司其公司价值与县级政府控制的公司没有显著区别,但省级政府和中央政府控制的公司比县级政府控制的公司的价值更高。这进一步验证了研究假说1,即低层级政府控制的公司其公司价值更低。

模型(1)至(3)还显示, $Tobin Q$ 与 $IndexMar$ 在0.05水平以下显著正相关、与 $IndexGov$ 和 $IndexLeg$ 在0.01水平以下显著正相关。这说明,在政府控制的公司中,治理环境变量对公司价值具

这种正“U”型关系可能源自于,在第一大股东持股比例比较小的区域,第一大股东持股比例增加引起的“侵害效应”的增加超过“利益一致效应”的增加,而在第一大股东持股比例较大的区域,第一大股东持股比例增加引起的“利益一致效应”的增加超过“侵害效应”的增加。

Bai等(2004)、白重恩等(2005)发现,第二大股东至第十大股东的持股集中度与公司价值正相关,这与本文的研究发现不一致。我们猜测,本文与Bai等(2004)、白重恩等(2005)的不一致可能是因为他们模型中直接纳入第一大股东持股比例及其平方项但未能考虑共线性问题,或者是因为 $Tobin Q$ 的计算方法不同。

表 4 对全体样本公司的多元回归分析(因变量为 *Tobin Q*)

变量	预测符号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距	?	8.409*** (43.71)	8.431*** (44.07)	8.494*** (44.28)	8.442*** (43.68)	8.402*** (43.13)	8.442*** (44.07)
<i>County</i>	-			-0.112*** (-3.59)	-0.112*** (-3.57)	-0.112*** (-3.59)	-0.112*** (-3.59)
<i>City</i>	-			-0.101*** (-4.38)	-0.100*** (-4.33)	-0.100*** (-4.33)	-0.097*** (-4.19)
<i>Province</i>	-			-0.034 (-1.45)	-0.026 (-1.08)	-0.029 (-1.22)	-0.028 (-1.18)
<i>LocalGov</i>	-		-0.076*** (-3.76)				
<i>CenGov</i>	-		0.030 (1.29)	0.033 (1.43)	0.039* (1.65)	0.037 (1.59)	0.030 (1.27)
<i>Gov</i>	-	-0.043** (-2.22)					
<i>IndexMar</i>	+				0.012** (2.12)		
<i>IndexGov</i>	+					0.015*** (2.63)	
<i>IndexLeg</i>	+						0.025*** (4.19)
<i>Top1 Cen</i>	-	-0.468*** (-7.19)	-0.496*** (-7.64)	-0.519*** (-7.96)	-0.522*** (-8.01)	-0.525*** (-8.05)	-0.540*** (-8.28)
<i>Top1 CenSq</i>	+	1.298*** (5.29)	1.232*** (5.05)	1.224*** (5.02)	1.206*** (4.95)	1.202*** (4.94)	1.191*** (4.90)
<i>Top2 To5</i>	-	-0.574*** (-7.01)	-0.613*** (-7.51)	-0.629*** (-7.68)	-0.628*** (-7.68)	-0.625*** (-7.64)	-0.643*** (-7.87)
<i>Top6 To10</i>	+	0.325 (1.03)	0.300 (0.96)	0.285 (0.91)	0.261 (0.83)	0.244 (0.78)	0.275 (0.88)
<i>ComSize</i>	-	-0.312*** (-34.45)		-0.316*** (-34.97)	-0.318*** (-35.05)	-0.316*** (-35.06)	-0.321*** (-35.34)
<i>Year02</i>	-	-0.208*** (-11.33)		-0.209*** (-11.50)	-0.209*** (-11.50)	-0.209*** (-11.52)	-0.209*** (-11.54)
<i>Year03</i>	-	-0.341*** (-18.75)	-0.313*** (-34.74)	-0.343*** (-19.01)	-0.343*** (-19.00)	-0.343*** (-19.04)	-0.342*** (-19.03)
<i>Industry</i>		控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数		2537	2537	2537	2537	2537	2537
模型 F 值		70.66***	70.07***	66.19***	64.35***	64.49***	65.09***
Adj-R ²		0.435	0.441	0.444	0.444	0.445	0.447

注:括号内数字为 T 值。***, **和 * 分别表示在 0.01, 0.05 和 0.10 水平以下统计显著(双尾检验)。

表 5 对政府控制和非政府控制的公司的单独分析(因变量为 *Tobin Q*)

变量	预测符号	政府控制的上市公司			非政府控制的上市公司		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距	?	8.064*** (39.87)	7.981*** (39.08)	8.092*** (40.25)	9.764*** (18.00)	9.827*** (18.21)	9.542*** (17.75)
<i>City</i>	-	0.011 (0.40)	0.012 (0.41)	0.014 (0.51)			
<i>Province</i>	-	0.080*** (2.79)	0.079*** (2.76)	0.077*** (2.70)			
<i>CenGov</i>	-	0.146*** (4.99)	0.146*** (4.99)	0.139*** (4.73)			
<i>IndexMar</i>	+	0.013** (2.15)			0.003 (0.22)		
<i>IndexGov</i>	+		0.020*** (3.42)			- 0.005 (- 0.32)	
<i>IndexLeg</i>	+			0.019*** (3.18)			0.039** (2.18)
<i>Top1 Cen</i>	-	- 0.489*** (- 7.03)	- 0.498*** (- 7.16)	- 0.499*** (- 7.18)	- 0.773*** (- 3.81)	- 0.768*** (- 3.79)	- 0.811*** (- 4.01)
<i>Top1 CenSq</i>	+	1.058*** (4.22)	1.057*** (4.23)	1.061*** (4.24)	1.249 (1.41)	1.276 (1.43)	1.159 (1.31)
<i>Top2 To5</i>	-	- 0.671*** (- 7.71)	- 0.670*** (- 7.72)	- 0.678*** (- 7.80)	- 0.670*** (- 3.06)	- 0.674*** (- 3.08)	- 0.705*** (- 3.23)
<i>Top6 To10</i>	+	0.409 (1.18)	0.367 (1.06)	0.427 (1.23)	0.387 (0.53)	0.387 (0.53)	0.472 (0.65)
<i>ComSize</i>	-	- 0.305*** (- 31.98)	- 0.303*** (- 32.07)	- 0.307*** (- 32.09)	- 0.377*** (- 15.21)	- 0.377*** (- 15.23)	- 0.377*** (- 15.29)
<i>Year02</i>	-	- 0.195*** (- 10.56)	- 0.195*** (- 10.60)	- 0.195*** (- 10.59)	- 0.268*** (- 5.12)	- 0.268*** (- 5.12)	- 0.267*** (- 5.12)
<i>Year03</i>	-	- 0.310*** (- 16.73)	- 0.310*** (- 16.79)	- 0.310*** (- 16.77)	- 0.468*** (- 9.33)	- 0.468*** (- 9.33)	- 0.463*** ⁰⁰ (- 9.27)
<i>Industry</i>		控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数		2002	2002	2002	535	535	535
模型 F 值		55.58***	56.00***	55.91***	14.86***	14.86***	15.17***
Adj-R ²	0.458	0.460	0.460	0.412	0.412	0.417	

注:括号内数字为 T 值。***, **和 * 分别表示在 0.01, 0.05 和 0.10 水平以下统计显著(双尾检验)。

有显著影响。具体来说,公司所处地区的市场化进程越快、政府干预越少、法治水平越高,其公司价值则越高。从模型(4)至(6)可见, $Tobin Q$ 与 $IndexMar$ 正相关但不显著,与 $IndexGov$ 负相关但不显著,与 $IndexLeg$ 在0.05水平以下显著正相关,并且 $IndexMar$ 和 $IndexGov$ 的回归系数接近于0。这表明,在非政府控制的公司中,市场化程度以及政府干预程度对公司价值没有显著影响,但法治水平对公司价值有显著影响。其原因可能是,在投资者尤其是中小投资者看来,对于非政府控制的公司,由于所受政府干预较少,因此影响其公司治理的环境因素可能主要是法治水平,而不是其所处地区的市场化进程或者政府干预程度。总体上看,治理环境的变量对公司价值的影响在政府控制的公司中更为明显,进一步印证了研究假说2。

(三) 研究结果可靠性分析

从表4和表5可见,各模型的F值都在0.01以下水平显著,Adj-R²都在0.40以上,说明检验模型的拟合效果较好。我们还考察了各模型中自变量的VIF值,发现所有自变量的VIF值都小于2,表明模型没有共线性问题。另外,我们对上述研究结果进行了如下敏感性分析,以考察其可靠性:(1)将 $Tobin Q$ 的计算公式中非流通股每股价值按照A股股票价格计算;(2)剔除中心化后的第一大股东持股比例的二次项 $Top1 CenSq$;(3)剔除 $Tobin Q$ 值3倍标准差以外的异常值样本公司;(4)分年度对检验模型进行多元回归分析;(5)剔除部属院校以及地方政府教育部门所属院校控制的样本公司。敏感性分析结果表明,表4和表5的主要研究结论没有实质性改变。

六、研究结论和启示

本文以2001年至2003年的上市公司为样本,考察了政府控制、治理环境与公司价值的关系。由于政府更可能将其社会性负担转嫁给其控制的上市公司,而监管力量和法律约束更难以限制政府权力,从而使得政府对其控制的上市公司具有更强的侵害能力,并且,由于层级较高的政府更可能注意自身的形象,约束自身的行为,从而政府控制对公司价值的负面影响将主要来自低层级政府。因此,本文预期,相对非政府控制的上市公司来说,政府控制的上市公司其公司价值更低,并且这主要是由低层级政府控制的公司价值更低引起。进一步,由于上市公司所处地区的市场化进程越快、政府干预越少、法治水平越高,其受到的政府干预程度将会越低,其中小股东可能较少会受到侵害,并且,由于政府控制的公司受到的政府干预更多、法律约束更难对其发挥作用,从而在政府控制的公司中治理环境对公司价值的影响更为明显。因此,我们预期,公司所处地区的市场化进程越快、政府干预越少、法治水平越高,其公司价值越高,并且这种关系在政府控制的公司中更为明显。

本文的实证分析结果支持上面的两个研究假说。研究发现,政府控制尤其是县级和市级政府控制对公司价值产生了负面影响,但公司治理环境的改善有助于减轻这种负面影响。研究结果的政策含义是,解决中国上市公司的治理问题,不仅需要进一步“抓大放小”,继续推进对县级政府和市级政府控制的上市公司的产权改革步伐,还需要从根本上减少政府对上市公司的干预,加强中小投资者法律保护,以从根本上改善公司治理环境。对于研究者来说,需要把目光转移到影响公司治理的根本因素上来,加强对公司治理环境的分析。未来尚待研究的重要问题有,中国的公司治理环境是怎样的?它是怎样形成的?又是如何影响公司治理的内部和外部机制,并进而影响公司及其利益相关者行为的?

参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜,2005:《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》第2期。
- 陈晓、江东,2000:《股权多元化、公司业绩与行业竞争性》,《经济研究》第8期。
- 陈晓、李静,2001:《地方政府财政行为在提升上市公司业绩中的作用探析》,《会计研究》第12期。
- 陈小悦、徐晓东,2001:《股权结构、企业绩效与投资者利益保护》,《经济研究》第11期。

- 陈信元、陈冬华、朱凯, 2004:《股权结构与公司业绩:文献回顾与未来研究方向》,《中国会计与财务研究》第 4 期。
- 陈信元、叶鹏飞、陈冬华, 2003:《机会主义资产重组与刚性管制》,《经济研究》第 5 期。
- 樊纲、王小鲁, 2003:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告(2001 年)》,经济科学出版社。
- 冯根福、韩冰、闫冰, 2002:《中国上市公司股权集中度变动的实证分析》,《经济研究》第 8 期。
- 李涛, 2002:《混合所有制公司中的国有股权:论国有股减持的理论基础》,《经济研究》第 8 期。
- 李增泉、孙铮、王志伟, 2004:《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》,《会计研究》第 12 期。
- 李增泉、余谦、王晓坤, 2005:《掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据》,《经济研究》第 1 期。
- 刘芍佳、孙霁、刘乃全, 2003:《终极产权论、股权结构及公司绩效》,《经济研究》第 3 期。
- 苏启林、朱文, 2003:《上市公司家族控制与企业价值》,《经济研究》第 8 期。
- 孙永祥、黄祖辉, 1999:《上市公司的股权结构与绩效》,《经济研究》第 12 期。
- 汪辉, 2003:《上市公司债务融资、公司治理与市场价值》,《经济研究》第 8 期。
- 周勤业、夏立军、李莫愁, 2003:《大股东侵害与上市公司资产评估偏差》,《统计研究》第 10 期。
- 朱武祥、宋勇, 2001:《股权结构与企业价值——对家电行业上市公司的实证分析》,《经济研究》第 12 期。
- Bai, C., Q. Liu, J. Lu, M. Song, and J. Zhang, 2004, “Corporate Governance and Market Valuation in China”, *Journal of Comparative Economics* 32: 599—616.
- Cao, Y., Y. Qian, and B. Weingast, 1999, “From Federalism, Chinese Style, to Privatization, Chinese Style”, *Economics of Transition* 7.
- Jian, M., and T. J. Wong, 2004, “Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups”, *Working Paper*.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, and A., 1999, “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance* 54.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 1997, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance* 52: 1131—1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 1998, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy* 106.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 2000a, “Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *Journal of Finance* 55: 1—33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 2000b, “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance* 57: 1147—1170.
- Lin, J., F. Cai, and Z. Li, 1998, “Competition, Policy Burdens and State-Owned Enterprise Reform”, *American Economic Review* 88.
- Poncet S., 2004, “A Fragmented China: Measure and Determinants of China’s Domestic Market Disintegration”, *Review of International Economics* (Forthcoming).
- Sun Q., and H. S. Tong, 2003, “China Share Issue Privatization: the Extent of its Success”, *Journal of Financial Economics* 70: 183—222.
- Tian, L., 2001, “Government Shareholding and the Value of China’s Modern Firms”, *William Davidson Institute Working Paper No. 395*, University of Michigan Business School.
- Xu, X., and Y. Wang, 1999, “Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies”, *China Economic Review* 10.

Government Control, Institutional Environment and Firm Value: Evidence from the Chinese Securities Market

Xia Lijun & Fang Yiqiang

(School of Accountancy, Shanghai University of Finance & Economics)

Abstract: This paper, using the data on ultimate shareholders disclosed by the listed firms in 2001 to 2003, and the data on regional institutional environment of China worked out by Fan and Wang (2003), investigates the relationship among government control, institutional environment and firm value. We find that, government control especially county level government control and city level government control has negative influence on firm value, but the improvement of institutional environment can mitigate this negative influence.

Key Words: Government Control; Corporate Governance; Institutional Environment; Firm Value

JEL Classification: G34, G32

(责任编辑:朱恒鹏)(校对:子璇)