

终极控制人的两权分离度 对上市公司业绩的影响

宋春霞

(郑州航空工业管理学院 郑州 400015)

【摘要】 一个公司的股权结构、治理特征、股东之间的利益冲突、股东和管理层之间的利益冲突等对公司的业绩都有影响。本文采用2003~2004年上市公司的经验数据,研究后发现分离度越小的企业,其业绩越好;第一大股东持股比例越多,企业业绩越好。

【关键词】 终极控制人 两权分离 公司业绩 第一大股东持股比例

股权集中度高有利于公司经营,但在绝对控股的情况下,大股东的行为将缺乏约束,其可能利用自己对上市公司的绝对控制优势侵占上市公司利益,影响公司经营,从而导致公司价值减少。由于股权集中的双重效应,大量关于股权结构与公司业绩的研究文献中,基于“股权集中度”的研究所得出的结论也不尽一致。本文认为,对于股权结构与公司业绩的研究不应局限于股权集中度,而应进一步分析终极控股股东的控制权比例能够超出所有权比例的多少,研究这种超额控制对公司业绩的影响。本文的研究目的在于采用实证的方法分析终极控制人的两权分离度与上市公司业绩之间的关系。

一、理论分析与假设的提出

1. 两权分离度与上市公司业绩。当上市公司的终极控制人的控制权大于其所有权时,他便有通过层层控股链条追求

私有收益的内在动力,当终极控制人以牺牲中小股东的利益来获取其私有收益时,公司的绩效就会下降。根据Classens, Djankov, Fan 和Lang(2002)对8个东亚国家(地区)的1 301家上市公司进行的研究,公司市净率(每股市价与每股净资产比率)与现金流权和控制权的分离程度呈反向变动关系;这种反向变动关系在家族控股和国家控股的公司中表现得较为显著,即现金流权和控制权的分离将产生侵害效应。由此提出假设1:上市公司控股股东的两权分离度与企业业绩呈反相关关系,即两权分离程度越大,企业业绩越差。

2. 股权集中度与上市公司业绩。股权集中中具有双重效应:一方面拥有控制地位的股东(控制性股东)出于自身利益的考虑,会做出有利于整个企业的决策;另一方面控制性股东会利用自己的绝对控制优势侵占其他股东的利益。这两种效

标,促进公司健康发展。这样,危机管理能力评价工作才能落到实处,危机管理能力评价的意义才得到体现。

四、企业危机管理能力评价体系的应用

1. 被测评企业不同时期的危机预防能力、危机处理能力、危机驾驭能力、危机控制能力四大类14个指标的总得分,即可反映该公司危机管理能力的纵向水平。而比较众多企业的得分,即可以判断企业危机管理能力的横向水平。

2. 作为企业测试自我危机管理能力的工具。公司选择执行测评的部门或人员,通过个别访谈、问卷调查、小组讨论等形式,逐个对测评表里的内容进行评价打分,目标是客观反映公司真实情况,寻找欠缺之处,并提出有针对性的改进措施。根据公司自己的特点,确定测评频次,并在此过程中积累经验,找出不足,不断地对评价指标和权重进行适当调整,使结果更接近企业的实际情况。

3. 作为中介机构测评企业的工具。中介机构如管理咨询公司通过公司实地调研了解,评价公司危机管理能力水平,针对公司的不足之处提供改善方案,以帮助公司提高应对危机的能力。

五、企业危机管理研究展望

本文提出企业危机管理能力评价体系,对危机管理的评价做了进一步的探讨。未来危机管理的研究方向集中在危机的鉴别、计量和决策模型方面:①危机预警模型研究。提出一个静态或者动态模型,对组织面临的危机状态能够进行预测。危机预警模型与现今研究较多的企业财务预警模型有关联,可借鉴其研究方法和思路。②危机度量研究。在当今风险度量研究比较成熟的时期,危机度量研究还有待深入。③危机决策模型研究。此研究主要解决在危机状态下的决策最优化问题。为减少危机带来的损失以及为争取危机带来的反弹机会提出决策参考,它是危机管理的重要组成部分。

主要参考文献

1. 罗伯特·希斯著,王成等译.危机管理.北京:中信出版社,2000
2. 伊恩·I.米特若夫等著,燕清联合传媒管理咨询公司译.危机防范与对策.北京:电子工业出版社,2004
3. 鲍勇剑,陈百助.危机管理——当最坏的情况发生时.上海:复旦大学出版社,2003

应是并存的,但是在我国的经济实践中,股权集中会更有利于企业业绩的增长。在发展中国家,法律和制度环境对投资者的保护较弱,公司贷款通常都有政府或银行作支持,因此存在负债的预算软约束。当公司的投资回报率暂时偏低时,负债的预算软约束不仅可以减少控制性股东逃避债务的行为,而且可以鼓励控制性股东向公司投入新的资金。控制性股东对公司的支持实际上为小股东提供了一种保险机制,正因为如此,小股东才愿意向公司投资。

并且,笔者认为在两权分离的情况下,股权越集中,终极控制人的所有权比例会越大,同时也意味着“侵占”与“掏空”行为的成本增加,因此本文假设,股权集中度与上司公司的业绩呈正相关关系。本文采用上市公司的第一大股东持股比例来反映其股权集中度。由此提出假设2:第一大股东持股比例与企业业绩呈正相关关系。

3. 终极股权性质与上市公司业绩。传统的代理理论认为,经营者会采用各种方式来使自己的效用最大化,而不是为企业或所有者的利益考虑。在民营企业中,一些外部的治理机制(如经理人市场、产品市场、资本市场、产品接管等)和一些内部机制(如薪酬方案和独立董事制度等)能减少委托代理的负面效应。其实这些机制也作用于国有企业,但由于国有企业的一些特征导致这些机制的作用甚微。通常国家股的剩余控制权与剩余索取权不相匹配,剩余控制权的真正实施者是公司的法定代表人或经营者,其绩效考核直接取决于公司业绩的好坏,因此国有企业的终极控制人就更有动机在自己的任期内侵占企业的利益。在实践中,国家股的所有权与经营权的关系被划分为多层代理关系:国家与政治家之间的代理关系、政治家与经营者之间的代理关系,以及各政治家之间又存在众多层级关系,这种多层级的代理关系大大削弱了国家作为所有者对经营者的监督激励效果。在这一情况下,如果国有企业终极控制人的控制权大于其所有权,那么终极控制人谋取超额控制权收益的可能性就更大。而民营企业的委托代理层级较少,公司治理机制与经理层激励机制更为有效,其业绩则相应较好。由此提出假设3:国有控股上市公司业绩低于民营控股上市公司。

二、研究设计

以下采用描述性统计与多元回归的实证方法,对以上假设进行验证。本文主要研究上市公司终极控制人的两权分离度与公司业绩之间的关系。公司业绩作为因变量,两权分离度以及其他反映股权结构与治理特征的指标作为解释变量。

1. 变量选择与定义。

(1)因变量指标选择与定义。公司业绩可以采取多种指标,如资产收益率、主营业务利润率等财务指标以及成长性指标来评价。近期理论界开始采用托宾Q值与EVA来评价公司的绩效和价值。这两个指标在国外运用得比较普遍,但是在市场经济环境不是特别完善的我国,特殊的股权结构、过度投机、市场封闭等原因导致这两个指标的获得存在较大的困难。为便于研究,本文的实证分析分别采用总资产净利率(ROA)、每股收益(EPS)、营业收入净利率(NRO)作为衡量

公司业绩的指标(数据均来自于国泰安数据库),计算公式分别如下:①总资产净利率=净利润/总资产平均余额,其中总资产平均余额为资产合计期末余额,该指标反映企业的资产盈利能力。②每股收益=利润总额/总股数,反映股东获利能力。③营业收入净利率=净利率/主营业务收入,反映企业主营业务获利能力。

(2)自变量指标选择与定义。①SEP表示终极控制人的两权分离度。SEP2=现金流权比例-控制权比例;SEP3=控制权比例-现金流权比例。②ULT表示终极控制人的股权性质,该变量为哑变量,对于国有控股上市公司,其值取1,对于民营控股上市公司,其值取0。本文依照终极产权原则,从终极控制人的角度将上市公司分为国有控股上市公司与民营控股上市公司。如果上市公司的终极控制人是各级国有资产监督管理委员会、各级国有资产投资管理机构、各级人民政府及其行政机构、中央企业等国有独资企业,其就属于国有控股上市公司。如果上市公司的终极控制人是民营企业、自然人、职工持股会或民间基金,那么它就是民营控股上市公司(张华,张俊喜,2004)。③LSH表示第一大股东持股比例,LSH=第一大股东持股数-股份总数。④ZHIWU是反映公司治理状况的指标,其含义为上市公司的总经理与董事长是否两职合一。该变量为哑变量,两职合一时取值为1,否则为0。⑤REG表示上市公司是否属于被管制行业,属于管制性行业时,其取值为1,否则取值为0。按照政府对行业的管制状况不同,可以将行业分为两类:一类是受政府管制的行业,包括公用事业、金融业、交通运输业、矿业;其余的都划入不受政府管制的行业(谢志华、崔学刚,2005)。

(3)控制变量。①SIZE表示企业规模。由于企业业绩会受到企业规模的影响,规模较大的企业存在一定的协同效应与规模效应,应对市场风险的能力要强于小企业,因此在研究业绩问题时应该引入企业规模作为控制变量。该变量取值为各上市公司的年末总资产的自然对数。②DTA表示上市公司的资产负债率,DTA=负债总额/资产总额,反映企业的资本结构情况。本文引入这一变量用来控制资本结构与财务风险对企业业绩的影响。如张国林等在股权结构与公司业绩、治理效率关系的实证中引入公司规模与资产负债率作为控制变量。③ Y_{t-1} 表示上市公司上一年度业绩指标相应的取值。一个企业某一年的业绩好坏肯定会受上一年度业绩的影响,因此本文采用这一变量来反映这方面的影响。本文因变量指标所采用的是2004年末上市公司的业绩数据,因此这一变量指标分别采用各上市公司2003年的数据。

2. 样本的选择。本文选取沪、深两市2003~2004年挂牌交易的A股上市公司为研究样本,为了研究的需要,本文采用如下标准对样本进行筛选:①样本公司2003年以前上市,并均于2003、2004年在A股市场上挂牌交易,披露的财务数据完整。②样本公司在2004年年报中披露了公司金字塔结构,并列出了最终控制人,或通过其他渠道(上市公司网站、上市公司公告等)公布了上市公司最终控制人的详细资料。③由于金融机构的特殊性,所有样本公司中不包括金融、房地产业的上市公

司。④由于ST公司业绩表现的特殊性,删除2004年度的ST样本公司。⑤删除每股净资产小于0的公司,因为当每股净资产小于0时,对于EPS、ROA的研究就失去了意义。经过以上的筛选,最终确定1 126家样本公司。

3. 数据来源。①终极控股股东资料及其对上市公司的控股资料均来自于上市公司年报披露内容,对于年报没有披露或披露不充分的公司,通过登陆其网站,或到深交所、上交所等网站察看其股权变动的公告,分析其现有股权特点,补全其金字塔控股结构图,并计算其终极控制人的两权分离度。②其他财务指标、财务数据、关联交易状况以及公司治理特征等数据,来源于国泰安数据库或根据国泰安数据库的原始数据计算得到。

三、描述性统计结果

以下对因变量指标进行描述性统计分析,使读者对我国上市公司的业绩情况有一个大致的了解。根据笔者的统计结果,两权分离度SEP2与第一大股东持股比例LSH的均值分别为80.72%与40.89%。本文将根据该数据,对上市公司的业绩进行分组描述,描述性统计结果如表1所示。

表1 两权分离度、第一大股东持股比例与上市公司业绩

变量	ROA(2.47%)		EPS(16.8%)		NRO(3.81%)		
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	
SEP2 ≥0.8	733	0.027 2	0.024 5	0.187 1	0.146 7	0.047 2	0.043 7
SEP2 <0.8	393	0.019 9	0.021 6	0.132 3	0.140 9	0.020 9	0.039 8
LSH ≥0.4	594	0.036 2	0.029 7	0.233 1	0.176 7	0.071 2	0.046 8
LSH <0.4	532	0.011 9	0.018 3	0.095 3	0.111 8	0.001 1	0.036 0

上表以SEP2的均值0.8为界把全部样本分为两组,SEP2≥0.8表示两权分离度较小,而SEP2<0.8表示两权分离度较大。可以看出,两权分离度较小的上市公司业绩要高于两权分离度较大的公司。对照LSH≥0.4和LSH<0.4的两组数据可以看出,第一大股东持股比例较高的公司,其业绩要高于第一大股东持股比例较低的公司。以上描述性统计结果验证了假设1与假设2。

但是关于终极股权性质与企业业绩的描述性统计结果却与假设有些出入,表2按照终极股权性质列示了上市公司EPS、NRO、ROA三个业绩指标的均值。

表2 终极股权性质、两权分离度与企业业绩

	样本数	EPS	NRO	ROA
全部样本	1 126	0.168 0	0.038 1	0.024 7
国有	816	0.178 4	0.045 5	0.026 6
民营	310	0.140 6	0.018 5	0.019 6

在1 126家样本公司中,国有控股上市公司有816家,而民营控股上市公司有310家。从全部样本公司的EPS、NRO与ROA的均值来看,国有控股上市公司的业绩比民营控股上市公司的业绩要好,这与假设相反。出现这种结果,有可能是因

为国有控股上市公司的两权分离度一般都比较低,国有控股上市公司的两权分离度SEP2均值为90%,而民营控股上市公司的SEP2均值仅为60.18%。国有控股上市公司的业绩较好,有可能是因为其两权分离度较低。因此,在多元回归模型中把两权分离度与终极股权同时放入解释变量中,分析其各自对业绩的影响。

四、多元回归模型的假设检验

为了进一步检验上述的假说,分析以上各因素对上市公司业绩的具体影响程度,本文拟采用以下模型进行多元回归分析:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 SEP2 + \beta_2 LSH + \beta_3 ULT + \beta_4 ZHIWU + \beta_5 REG + \beta_6 SIZE + \beta_7 DTA + \beta_8 Y_{t-1} + \varepsilon$$

1. 多重共线性检验。本文根据各因变量之间的相关系数来检验变量之间是否存在多重共线性问题。统计结果表明,最高的相关系数在ULT与SEP2之间,为0.515 85。一般来说,只要相关系数不超过0.8,就不必担心多重共线性的问题。

2. 多元回归结果。表3为使用Eviews软件的回归结果。各自变量对应的数字为其回归系数,括号里的数字为变量的T检验值与其相伴概率。三个不同因变量的模型中,大部分自变量都通过T检验,尤其是反映股东获利率的EPS模型,当用SEP3替换SEP2之后,两权分离度的T检验更加显著,可以充分验证两权分离度与企业业绩的线性关系。方程整体显著性检验结果F检验相伴概率均为0.000 0,说明模型的整体显著性较好。

五、实证结论分析

1. 两权分离度与企业业绩负相关。从以上回归结果可以看出,三个变量的四个回归模型中SEP2的回归系数为正,虽然T检验的显著性不是很让人满意,但是回归结果符合理论分析与描述性统计结果,即SEP2越大的企业业绩越好。因此,可以认为两权分离度越小,则企业业绩越好,即两权分离度与企业业绩呈反相关关系。EPS的第二个回归模型用SEP3代替了SEP2,因SEP3=1/SEP2,回归结果系数为正,且T检验显著性水平为0.06,更加说明业绩与两权分离度之间呈负相关关系。因此假设1得到验证。

2. 第一大股东持股比例与企业业绩正相关。模型中变量LSH的回归系数均显著为正,表示第一大股东持股比例越高,企业业绩越好。这是由于当第一大股东及控股股东的持股比例较高时,一方面可以提高终极控制人的所有权比例,降低两权分离度,另一方面较高的所有权比例会增加终极控制人和各级控股股东的侵占成本,相应地,控股股东就会减少侵占行为,为了自身的利益而做出更有利于企业和广大股东的选择。

3. 终极股权性质与企业业绩的关系不确定。在回归结果中变量ULT的回归系数均为负,虽然通过了显著性检验,但与描述性统计结果不相符合,这可能是由于描述性统计仅考虑不同的终极控制人的股权性质,而多元回归是在考虑两权分离度的情况下分析终极股权性质对业绩的影响。笔者认为假设3不能得到验证。由于本文的研究重点在于两权分离度与企业业绩之间的相关关系,因此对于终极股权性质的研究就不再深入。

4. 总经理与董事长两职合一的公司业绩较好。变量

表3

两权分离度与企业业绩的回归结果

因变量	EPS	EPS	NRO	ROA
C	-1.516 8 (-6.530 6/0.000 0)	-1.451 4 (-6.245 8/0.000 0)	-0.804 58 (-4.556 7/0.000 0)	-0.176 4 (-4.282 2/0.000 0)
SEP2	0.056 6 (1.319 6/0.180 2)		0.042 4 (1.289 5/0.197 5)	0.007 012 (1.049 6/0.295 7)
SEP3		-0.010 4 (-1.853 6/0.064 1)		
LSH	0.241 8 (3.870 9/0.000 1)	0.236 7 (3.778 6/0.000 2)	0.123 5 (2.521 7/0.011 8)	0.045 2 (3.980 2/0.000 1)
ULT	-0.044 0 (-1.692 1/0.090 9)	-0.040 5 (-1.683 5/0.092 6)	-0.034 3 (-1.676 8/0.093 9)	-0.008 2 (-1.733 7/0.083 2)
ZHIWU	-0.051 2 (1.604 9/0.100 8)	0.050 7 (1.581 2/0.114 1)	0.037 2 (1.478 1/0.139 7)	-0.008 5 (1.469 07/0.142 1)
REG	0.051 1 (1.476 9/0.140 0)	0.054 7 (1.578 6/0.114 7)	0.088 6 (3.243 9/0.000 0)	0.010 6 (1.681 8/0.092 9)
DTA	-0.370 3 (-6.257 8/0.000 0)	-0.371 7 (-6.261 4/0.000 0)	-0.412 3 (-8.977 5/0.000 0)	-0.104 2 (-9.413 2/0.000 0)
SIZE	0.077 5 (6.728 7/0.000 0)	0.077 3 (6.708 2/0.000 0)	0.045 36 (5.233 5/0.000 0)	0.010 3 (5.097 1/0.000 0)
Y _{t-1}	0.448 1 (13.230/0.000 0)	0.449 4 (13.247 9/0.000 0)	0.004 4 (0.822 9/0.410 7)	0.319 9 (7.901 0/0.000 0)
R ²	0.280 125	0.281 0	0.118 6	0.220 0
Adjusted R	0.274 637	0.275 8	0.112 5	0.214 4
D-W 检验值	2.084 827	2.088 1	2.011 2	2.062 5
F-statistic	53.991 7	54.029 6	31.352	39.310 8
F 相伴概率	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0

ZHIWU的回归系数为正,说明总经理与董事长两职合一的公司业绩较好。这是因为当上市公司的总经理与董事长为同一人时,总经理同时具备管理者与大股东的身份,同时拥有企业的控制权与较高比例的所有权,则管理层与股东的目标函数趋于一致,内部人控制所带来的代理问题就大大减少,经理层会做出更多有利于公司发展与股东利益的选择。

5. 属于国家管制行业的企业业绩较好。由表3可知,变量REG的回归系数均为正,说明属于国家管制行业的上市公司的业绩要优于非管制行业的企业。经济学中的政府管制往往是指政府干预市场经济的一种调控方式。在我国,国家管制的行业包括公用事业、金融业、交通运输业和矿业,这些行业属于自然垄断行业。由于这些行业都关系到国计民生与公众利益,政府对于这些行业多少都会有一些政策倾斜,如限定一些贸易保护及准入壁垒、禁止不正当竞争等,从而使这些企业的竞争环境相对公平,面临的压力小,因而也更容易取得较好的业绩。还有一个重要原因在于,对于国家管制行业,国家的监控力度较大,发生控股股东侵害中小股东利益、掏空上市公司、谋取控制权私有收益的可能性较小,这也对提升企业业绩有正面影响。

六、政策建议

通过以上分析,笔者对目前我国的上市公司治理改革、股权结构改革以及中小股东权益的保护提出如下建议:

1. 提高控股股东持股比例,降低两权分离度。以上的实证研究显示,两权分离度与企业业绩之间呈反相关关系,因此要提高企业业绩就要想办法降低两权分离度。根据对两权分离度的影响因素分析,降低两权分离度可以从以下两个方面着手:①从公司自身的角度,可以通过影响终极控制人关于所有权与控制权结构的选择来降低两权分离度。比如降低企业的资产可控性,改善企业的现金流与发展状况,使终极控制人

自觉提高所有权比例。②通过外部的法规约束来降低终极控制人的两权分离度。例如提高控股股东持股比例、限制非公允关联交易等。

不管怎样,只要能提高终极控制人的所有权比例,降低其控制权比例,相应的两权分离度就会降低。提高所有权比例的直接方法就是提高各级控股股东的持股比例。当控股股东拥有较多的现金流量索取权时,任何损害公司利益的行为都会给自己造成较大的损失。因此,控股股东持有的现金流量索取权比例越大,控股股东的利益与公司的利益就越一致。

2. 加强上市公司的独立性,限制终极控制人的控制权。减少两权分离度的另一个办法是,降低终极控制人对上市公司的控制权比例。要想在控股股东持股比例较高的情况下限制其对上市公司的控制制度,就必须强化上市公司的独立性。当上市公司的独立性较强时,终极控制人通过非公允关联交易来侵占上市公司资产、转移利润的自由度就大大下降。

3. 加大政府监管力度,提高监管水平。实证研究结果显示,国家管制行业的企业业绩表现显著优于非管制行业的企业,国家管制行业的上市公司的关联交易发生频率、金额以及资金和信用被占用情况也大大少于非管制行业的上市公司,这有力地说明了政府监管在提高企业业绩、保护中小股东利益方面的重要作用。因此,应当由政府建立一个覆盖资本市场的监管系统,大力运用现代化监管手段建立风险预警系统与监管网络系统,从而形成有力的监管体系,这对于打击资本市场操纵、内幕交易和虚假出资等行为非常必要。

主要参考文献

- 张华,张俊喜,宋敏.两权分离的决定因素及因果关系.中国金融学,2004;9
- 崔学刚.大股东变更、公司治理与公司绩效:来自中国上市公司的经验数据.中国会计评论,2005;1