

第一大股东性质对经济增加值的影响效应

王雪梅 李阳阳

(首都经济贸易大学工商管理学院 北京 100070 首都经济贸易大学会计学院 北京 100070)

【摘要】 本文按照终极控股理论和第一大股东身份将终极控股股东分为政府终极控股和非政府终极控股,并验证不同大股东身份对价值创造能力指标——经济增加值的影响,发现在0.1的显著水平上第一大股东身份对EVA有显著影响;控股比例与价值创造之间不存在简单相关关系,通过多类曲线回归分析,没有发现控股比例与经济增加值之间的规律;根据第一大股东身份和控股比例区间将样本分为18类,发现两者联合对经济增加值的影响显著;通过对EVA的方差进行两两比较,发现只有政府控股25%~30%的公司与其他类型公司的EVA值差别比较显著。

【关键词】 价值创造 控股比例 资本成本 股东类型 经济增加值

一、引言

自从La Porta等通过实证研究证明股权相对集中以来,有关股权结构方面的研究通常都围绕大股东控制与中小股东之间的代理问题展开。有关大股东与中小股东之间的利益关系,也从原来中小股东的搭便车行为演变为大股东利用超额控制权侵害中小股东利益。

虽然大股东的存在被论证可以有效地降低内部人控制的代理成本、增加企业的价值,但是在大股东终极控股的公司中,大股东会侵占中小股东利益,这就会削弱企业的价值创造能力。大股东的性质对企业的价值创造能力也会产生影响,我国学者刘芍佳、叶勇、刘星等都试图证明不同的股东性质会对他们采用的价值创造指标产生影响。但是通过观察他们的检验情况可以看出,他们所得出的结果的差异并不显著。笔者也曾撰文研究北京上市公司的控股股东性质与EVA之间的关系,结果发现EVA有差异但不显著。所以,本文将采用较大样本来验证第一大股东性质与价值创造之间的关系,同时研究第一大股东的控股比例在什么水平上对企业的价值创造能力产生积极影响。另外,还结合两个因素考虑它们交互作用对价值创造的影响。

二、文献综述

大股东性质,主要从大股东身份属性、大股东的控股比例两方面展开。

1. 第一大股东的身份与价值创造。第一大股东的性质按照大的范畴来分,一般将其划分为国有与非国有。如:我国对股本类型的统计按照国有股和境内法人股进行划分。其中,国有股分为国家持有和国有法人持有,境内法人股分为境内非国有法人持股、境内自然人持股。但是这类分类方法遭到了刘芍佳等的批判,其认为这种分类方式是针对直接持股人而言的,因为我们看不清法人股的股权属性,同时不能明确这些上市公司最终被什么类型的股东控制。为避免这一情况发生,刘芍佳等于2003年将拥有终极控制权的股东分为国有和非国

有终极控股股东两大类。叶勇等在刘芍佳的基础上将拥有控制权的股东分为三种:国家作为终极控股股东、非国家作为终极控股股东、无法确认终极控股股东的一般法人。

甄红线等将拥有控制权的非国家股东分为自然人和外资企业,并将其与国家控制企业类型并列。以后的学者如夏立军等基本都是将上市公司分为两大类:国家控制和非国家控制。

对国家控股进行内部细分主要是按照政府层级进行划分。何威风将国有控股的上市公司分为:中央政府控股和地方政府控股;刘星等进一步将国家控股分为:中央、省级、县级控股;甄红线等将国家这一终极所有者分为:国务院国资委、国有企业、地方国资委、机关事业单位;刘芍佳等将国家控股公司细分为:政府控股的上市公司、国有独资公司、政府控制的非上市公司。叶勇等将国家控股分为:政府部门或机构、政府控股的上市公司、国有独资公司、事业单位等。其中,对国家控股股东身份的细分是大股东身份研究的重点内容。

对于非国家控股的分类相对简单。La Porta没有将政府控股细分,反而是将非政府控股分为个人、股份分散的金融机构、股份分散的公司和杂项,而且这几类是与政府控股并列的。刘芍佳等将非国家终极控股股东分为:非政府控股的上市公司、未上市的集体企业与乡镇企业、未上市的国内民营企业、外资企业。

按照前文所述的终极控股股东身份的划分方法,对终极控股股东性质与公司业绩的关系的研究很多,主要分为两类。一类认为两者紧密相关。许小年、王燕的实证结果支持了上述观点。邓德军、周仁俊认为大股东身份不同,其目标函数就不同,进而对管理层的监督能力不同。其在文章中归纳了大量有关控股股东性质与公司价值相关的实证研究成果。施东晖也通过验证法人控股与国有控股的公司业绩的差别程度,得出了法人控股公司的绩效显著优于国有控股公司。另一类认为终极控股股东与企业价值之间没有关联。如:朱武祥、宋勇的得出终极控股股东的身份对企业的经营业绩缺乏影响力;赵

中伟认为控股股东的性质与公司价值无关。

2. 控股比例与价值创造。控股比例研究是在股权集中基础上进行的研究,有关所有权分散与集中问题的讨论从上世纪30年代已经开始,并且经过近一个世纪的争论,普遍认为大多数国家存在股权集中的现象。而且越是不发达的国家,股权集中情况越明显;越是发达而且中小股东利益保护越好的国家,股权相对分散。

对股权集中度(大股东持股比例)与公司价值之间关系研究的结果也出现了两面性。一种观点认为股权集中度与公司价值没有显著相关关系。如:朱武祥,宋勇的研究成果没有发现两者的显著相关关系;汪平、王雪梅等也得出了类似的结果。另一观点却证明两者之间存在显著的U型、倒U型、正相关和负相关关系。白重恩、刘俏等通过研究发现第一大股东持股比例的平方与公司市场价值存在显著正相关关系。Shleifer和Vishny证明股权集中与公司价值呈倒U型关系;许小年、王燕、吴淑琨等证明两者之间呈正相关关系。同时,Berle和Means、高明华和杨静等证明两者之间存在负相关关系。

虽然学者们研究了单一因素对公司价值的影响,甚至是多个因素对公司价值的影响,但有关两因素或多因素交叉对公司价值影响的研究较少。

三、研究设计

1. 样本的分类方法。依据需要解决的问题,按照第一大股东的性质,将样本数据分为政府终极控股和非政府终极控股。前提是,样本需存在终极控股股东,终极控股股东的确定依据控制链追溯的方法,其终极控股比例需大于或等于10%。

2. 样本的价值创造能力估算。对于公司价值的估算主要集中在三个方面。第一,传统的以利润指标为主的会计指标。认为公司每股收益和净资产收益率的增加意味着创造股东价值。然而实证研究表明,大量公司都会运用权责发生制原则下的会计方法进行利润操纵。A.Nicholas Filippello提出采用净收益进行企业价值评估,其没有充分考虑资本成本,同时也没有考虑科研、开发等投入的长期性。股权收益率因其自身可以通过很多途径改变其数值,所以不能用它来衡量企业价值。

第二,完备市场广泛采用的以市场价值为基础的指标。叶勇等、白重恩等采用托宾Q值衡量企业价值;刘星等通过边际托宾Q值衡量企业的价值创造能力。

第三,基于价值管理的价值创造指标。基于价值管理的价值评估模型有股东价值分析(SVA)、现金附加值(CVA)、市场附加值(MVA)、经济附加值(EVA)等。EVA模式由Stem于1989年提出并被Stem Stewart公司推广应用。EVA模式从根本上讲,是一种业绩核定方法。由于EVA管理考虑了资本成本,同会计利润指标相比,以EVA指标设计的管理层红利计划可以达到公司董事会考虑的协同、财富杠杆、挽留员工和降低股东成本等目标。刘淑莲从价值创造结果的角度出发,尝试用FCFF度量价值创造能力。

本文的价值创造能力指标选取目前国资委在央企2010年实行的EVA指标,即: $EVA = \text{净利润} - \text{股权资本成本}$ 。本文的EVA值采用相对值,所以公式两边同时除以平均净资产总

额。依此可以得出: $EVA = \text{净资产收益率} - \text{股权资本成本率}$ 。其中,净资产收益率可以通过公司披露的财务报表获得,本文直接取自国泰安数据库对各样本公司总资产净利率的计算结果。而股权资本成本的估算公式一直没有达成共识,本文选取Gordon、CAPM、GLS、OJ、PEG五种估算模型计算股权资本成本,并取其均值。因为这五种模型中Gordon、CAPM模型是用历史数据估算资本成本,而GLS、OJ、PEG三种方法则是用分析师的预测数据估算股权资本成本,取五种方法的均值,就可以取长补短。

3. 样本的选取。本文选取的是截至2009年制造业上市公司的数据,因为五种资本成本估算方法需要用相同的样本才能进行均值计算,所以剔除不能同时用五种方法计算资本成本的上市公司数据。终极控股比例小于10%及无法确定终极控股股东的上市公司也必须剔除,最后得到的样本数据为410家。

4. 数据的来源。上市公司有关控股比例和总资产净利率的数据来自于国泰安数据服务中心,个别手动查找的数据来自《中国证券导报》、《证券时报》披露的2009年年报以及样本公司的网站。

因为资本成本的估算需要考虑市场风险以及分析师的预测数据,所以也需要用到国泰安数据库、上海万得数据库,以及巨灵财经中国金融数据在线等提供的相关数据。

四、实证检验

1. 第一大股东身份对价值创造指标(EVA)的影响。根据第一大股东的性质,首先将样本数据分为政府控股和非政府控股。其中,政府控股的样本为231家,非政府控股的样本为179家,总样本的EVA均值为-0.0001,具体分布情况如表1所示。

表1 政府和非政府控股的样本公司EVA

		Mean	0.006 916	0.006 400 5
政府 控股 样本	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	-0.005 695	
		Upper Bound	0.019 527	
	5% Trimmed Mean		0.001 579	
	Median		-0.002 662	
	Variance		0.009	
	Std. Deviation		0.097 279 2	
	Minimum		-0.206 8	
	Maximum		0.321 5	
非政府 控股 样本	Mean		-0.009 314	0.007 157 5
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	-0.023 439	
		Upper Bound	0.004 810	
	5% Trimmed Mean		-0.013 111	
	Median		-0.021 402	
	Variance		0.009	
	Std. Deviation		0.095 760 3	
	Minimum		-0.249 0	
Maximum		0.454 0		

表1中,政府控股的样本的EVA均值为0.0069,高于非政府控股的样本的EVA均值-0.0093,各自平均值的95%的置信区间为(-0.0057,0.0195)和(-0.0234,-0.0048)。

这两个不同类样本之间是否有显著区别,表2中有关均值的方差检验告诉了我们结果。显著性概率Sig.为0.072,在0.05的显著性水平下,第一大股东性质对EVA值有显著影响。但是在0.1的显著性水平下,第一大股东性质对EVA没有显著影响。所以有关第一大股东性质对价值创造的影响我们并没有得到确定结论,后续应该增加样本量进行论证。

表2 第一大股东身份对EVA影响的方差检验

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	0.027	1	0.027	2.846	0.092
Within Groups	3.809	408	0.009		
Total	3.835	409			

以上结果表明,未来需要扩大样本量继续做深入的研究。因为有关第一大股东性质是否对价值创造能力指标(EVA)产生影响,结果并不明确。

2. 控股比例对价值创造指标(EVA)的影响。所有样本的平均控股比例为36.67%,要想论证控股比例是否会影响企业的价值创造能力,首先对控股比例与EVA值做简单相关分析,结果得出两者的Pearson相关系数为0.311,大于显著性概率0.05。可见,两者没有显著的相关性(参见表3)。

表3 控股比例与EVA之间的相关性分析

		EVA	控股比例
EVA	Pearson Correlation	1	-0.050
	Sig.(2-tailed)		0.311
	N	410	410
控股比例	Pearson Correlation	-0.050	1
	Sig.(2-tailed)	0.311	
	N	-0.050	410

本文也尝试进行曲线估计,包括二次曲线估计、三次曲线估计、指数曲线估计等,结果拟合度都非常低。所以通过样本分析,可以认为控股比例与EVA之间没有规律性的变化。为了减少个别样本对结果的影响,本文将控股比例以5%为梯度,分为10%~15%、15%~20%、20%~25%、25%~30%、30%~35%、35%~40%、40%~45%、45%~50%、50%以上九个区间(具体分布见表4),验证各区间平均EVA之间是否存在显著性差异。

从表4可以看出,样本中1/4以上的公司的控股比例在50%以上,平均控股比例也近40%,控股比例区间的整体差距不大。通过方差检验(参见表5)得出显著性水平为0.809,大于显著性水平0.05,说明不同控股比例区间的EVA均值差异不明显,所以控股比例对EVA的影响不显著。

3. 第一大股东性质、控股比例对价值创造指标(EVA)的影响。为检验控股比例与控股股东性质两者结合对EVA值的影响,采用双变量进行方差分析。

表4 不同控股比例区间样本基本情况描述

控股比例区间	样本数量	均值	标准差	标准误差	EVA均值95%的置信区间		最小值	最大值
					下限	上限		
10%~15%	13	-0.001	0.112	0.031	-0.069	0.067	-0.124	0.307
15%~20%	22	0.002	0.084	0.018	-0.035	0.040	-0.157	0.144
20%~25%	51	-0.002	0.096	0.013	-0.029	0.025	-0.249	0.221
25%~30%	34	0.021	0.112	0.019	-0.018	0.060	-0.205	0.322
30%~35%	48	0.009	0.102	0.015	-0.020	0.039	-0.159	0.428
35%~40%	50	-0.016	0.091	0.013	-0.042	0.009	-0.235	0.208
40%~45%	43	0.008	0.082	0.013	-0.018	0.033	-0.196	0.187
45%~50%	37	0.004	0.121	0.020	-0.036	0.044	-0.207	0.454
50%以上	112	-0.007	0.091	0.009	-0.024	0.010	-0.146	0.316
Total	410	0.000	0.097	0.005	-0.010	0.009	-0.249	0.454

表5 不同控股比例区间EVA的方差分析结果

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	0.042	8	0.005	0.562	0.809
Within Groups	3.793	401	0.009		
Total	3.835	409			

表6说明不同控股比例区间的EVA值差别不明显,这与表5得到的结果一致。虽然表2没有明确给出控股股东性质对EVA的影响,但是表6的结果表明,在控股比例区间的影响下,控股股东性质会显著影响EVA值,显著性概率Sig.为0.047,小于显著性水平0.05。而且,控股比例区间与控股股东性质交互会显著影响EVA值,显著性概率为0.034,明显小于0.05。这说明,在0.05的显著性水平下,虽然控股股东性质单一因素对EVA均值的影响不显著,但是通过控股比例区间的作用,第一大终极控股股东性质对EVA有影响显著。

表6 第一大股东性质与控股比例对EVA的影响

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	0.231a	17.000	0.014	1.475	0.100
	0.001	1.000	0.001	0.060	0.806
控股比例区间	0.045	8.000	0.006	0.612	0.768
控股股东性质	0.037	1.000	0.037	3.973	0.047
控股比例区间 * 控股股东性质	0.155	8.000	0.019	2.107	0.034

a. R Squared =0.060(Adjusted R Squared =0.019)

将第一大股东性质和控股比例区间两个变量联合可以将样本分为18类:政府控股10%~15%、政府控股15%~20%、政府控股20%~25%、政府控股25%~30%、政府控股30%~35%、政府控股35%~40%、政府控股40%~45%、政府控股45%~50%、政府控股50%以上、政府控股10%~15%、非政府控股15%~20%、非政府控股20%~25%、非政府控股25%~30%、非政府控股30%~35%、非政府控股35%~40%、非政府控股40%~45%、非政府控股45%~50%、非政府控股50%以上。

既然控股比例区间和第一大控股股东性质交互会对EVA产生显著影响,那么这些具体的类型中,哪些类型的样本公司的EVA值具有显著优势呢?

表7对此进行了具体描述。其中,政府控股25%~30%的样本公司的EVA均值最高,非政府控股25%~30%的样本公司的EVA均值最低。

表7 第一大股东性质与控股比例交互之后样本分布情况描述

按照第一大股东性质划分的公司类型	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
政府控股10%~15%	6	0.036	0.138	0.056	-0.109	0.181	-0.070	0.307
政府控股15%~20%	10	-0.009	0.098	0.031	-0.079	0.061	-0.157	0.144
政府控股20%~25%	24	0.019	0.104	0.021	-0.025	0.064	-0.142	0.221
政府控股25%~30%	17	0.075	0.114	0.028	0.016	0.134	-0.080	0.322
政府控股30%~35%	21	-0.015	0.066	0.014	-0.045	0.015	-0.127	0.158
政府控股35%~40%	29	-0.005	0.084	0.016	-0.037	0.027	-0.143	0.135
政府控股40%~45%	27	0.020	0.087	0.017	-0.014	0.055	-0.196	0.187
政府控股45%~50%	23	-0.005	0.099	0.021	-0.048	0.037	-0.207	0.281
政府控股50%以上	74	-0.004	0.099	0.012	-0.027	0.019	-0.144	0.316
非政府控股10%~15%	7	-0.032	0.083	0.031	-0.109	0.044	-0.124	0.119
非政府控股15%~20%	12	0.012	0.073	0.021	-0.034	0.058	-0.112	0.137
非政府控股20%~25%	27	-0.021	0.086	0.017	-0.055	0.013	-0.249	0.151
非政府控股25%~30%	17	-0.032	0.083	0.020	-0.075	0.010	-0.205	0.119
非政府控股30%~35%	27	0.028	0.120	0.023	-0.020	0.075	-0.159	0.428
非政府控股35%~40%	21	-0.032	0.100	0.022	-0.078	0.013	-0.235	0.208
非政府控股40%~45%	16	-0.014	0.071	0.018	-0.052	0.024	-0.107	0.186
非政府控股45%~50%	14	0.019	0.153	0.041	-0.069	0.108	-0.174	0.454
非政府控股50%以上	37	-0.017	0.071	0.012	-0.041	0.007	-0.146	0.124
Total	409	0.000	0.097	0.005	-0.010	0.009	-0.249	0.454

这18类公司EVA值两两之间的差别的显著性如下:政府控股25%~30%类型的公司的EVA值与其他类型差异比较明显。如果显著性水平取0.1,那么它的EVA值与政府控股10%~15%、非政府控股30%~35%、非政府控股45%~50%的EVA值差别不明显,但是显著优于其他类型公司的EVA值。显著性水平取0.05时也显著优于11类其他类型公司的EVA值。但是,在以0.05作为显著性水平的情况下,其他类型公司两两之间没有显著性差异。

五、结论

本文首先将终极控股比例大于10%的第一大股东分为政府控股股东和非政府控股股东,用价值创造指标EVA验证第一大股东性质对企业价值创造能力的影响。在EVA值的估算过程中,对股权资本成本的估算我们采用了五种估算方法取均值,得出的结果更具客观性。第一大股东性质对EVA的影响并不明显,因为在5%的显著性水平下差别不显著,即第一大股东性质对EVA没有影响,但是在10%的显著性水平下显著,即第一大股东性质对EVA是有影响的。但是通过双因素方差检查,第一大股东性质这一因素对EVA的影响是显著

的。因此可以说,在显著性水平为0.1的情况下,第一大股东性质对EVA影响显著。若想验证在显著性水平为0.05情况下的显著性,未来还有待增加样本数量,尽管本文样本已经有410家。

对于控股比例与企业业绩之间的关系研究,目前很多学者得出了不同结果,基本都证明两者之间有一定的相关关系,但是本文得出的结果与之差别很大。EVA与控股比例不仅不存在简单相关关系,而且通过线性回归和多种曲线回归也没有得出两者存在显著的关系。

为了避免因为个别样本不能反映整体变化趋势的问题,我们以5%的控股比例梯度将样本分为9个不同的控股比例区间,得到的结果仍然是不同控股比例区间对EVA值的影响不显著。

在以往研究中,很多学者认为第一大股东性质会影响控股比例,两者交互的确会显著影响EVA值。按照第一大股东性质和以5%为梯度的控股比例区间,可以将样本分为18个不同类型,这些不同类型的EVA值两两之间的差异性如何呢?结果与预想的并不一样,两两之间有显著区别。但是通过方差检验,在0.1的显著性水平上,政府控股25%~30%的公司的EVA值除三类公司外,显著优于其他类型公司。笔者希望上述结果可为政府控股公司选择合适的控股比例提供借鉴。

【注】本文系汪平主持的教育部课题“资本成本、价值创造与我国国企EVA考核研究”(编号:10YJA630146)的阶段性研究成果。

主要参考文献

- 唐宗明,溪俊芳,蒋位.大股东侵害中小股东的原因及影响因素分析.上海交通大学管理学报,2003;4
- 谷冬青,谢军.大股东利益侵占的经济后果和制度成因.华南师范大学学报(社会科学版),2010;6
- 刘芍佳,孙霁,刘乃全.终极产权论、股权结构及公司绩效.经济研究,2003;4
- 叶勇,胡培,何伟.上市公司终极控制权、股权结构及公司绩效.管理科学,2005;4
- 刘星,安灵.大股东控制、政府控制层级与公司价值创造.会计研究,2010;1
- 甄红线,史永东.终极所有权结构研究——来自中国上市公司的经验数据.中国工业经济,2008;11
- 夏立军,方轶强.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.经济研究,2003;5
- 何威凤.政府控股、控制层级与代理问题的实证研究.企业管理,2009;2