

第二大终极控股股东对 民营上市公司绩效影响的实证研究

蒙立元 王丽娟

(兰州理工大学 兰州 730050)

【摘要】 本文以我国 2008~2010 年 A 股民营上市公司 2 013 个观测值为研究对象,研究了第二大终极控股股东对第一大终极控股股东掠夺行为的约束监督作用和对公司绩效带来的正面影响。研究表明:第二大终极控股股东的存在在一定程度上降低了第一大终极控股股东对目标公司的控制权,能够对第一大终极控股股东因两权偏离带来的掠夺行为起到一定的约束监督作用,存在第二大终极控股股东的公司表现出了更好的公司绩效。

【关键词】 两权偏离度 第二大终极控股股东 公司绩效

一、引言

近年来,随着公司治理理论和实践的发展,公司治理的核心已从管理者和小股东之间的委托代理问题(Jensen and Meckling, 1976)发展到终极控股股东与广大中小股东之间的代理问题(La Porta 等, 1999)。国外学者研究发现,多数上市公司存在着终极控股股东,而且终极控股股东的控制权(投票权)与现金流权(所有权)的偏离也广泛存在(Claessens 和 Faceio 等, 2002), 并因此终极控股股东得到与其持有股份比例不对

称的、比一般股东多的额外收益。求的客户一揽子金融解决方案。加大促销力度,以获得更多的预收账款,提高流动性水平。房地产企业应该从战略角度考虑进行转型或者实施多元化战略,针对目前情况,可操作性比较大的是相关多元化,如地产企业可以兼营家政、物业、物流网、园林景观等相关可能的利润高增长行业。

2. 创新融资方式。充分利用商业银行委托贷款渠道,在证券市场行情回暖的情况下可以考虑发行新股。在不违背国家相关法律法规政策的情况下,可以考虑与金融机构合作推出新型金融理财产品,吸纳社会中追求稳定投资回报的资金,使其积少成多,向开发商以较市场价低廉的价格取得楼盘或者部分楼盘的产权,然后由地产商转变角色为房屋出租中介将房屋出租给社会上的刚性需求者,收取定额租金,交由银行,再由银行定期将租金收益定期返还给投资者(至于该金融产品的二级市场流通问题,在此不作详细论述)。这样地产商、银行和投资者三方面的需求均可得到满足。对于房地产行业来说无疑可以降低其存货,加速资金回笼。

3. 加强企业内部控制及其预算管理。在这一时期要特别强化资金链监控,强化责任制、控制成本费用。具体措施可以采用:加强项目开发过程中的资金管理,搭建资金信息流平台,加快房地产开发企业的资金信息流,防止企业因信息流受阻而套住大量资金。在人员方面,加强企业管理层和财务人员的相关素质的培养,提高其财务专业水平。强化定期库存盘点

称的、比一般股东多的额外收益。

在我国,终极控股股东与中小股东的委托代理及其利益分歧问题也很突出,尤其是民营上市公司中终极控股股东与中小股东的利益分歧更为严重,且与国有上市公司的两权偏离度相比,民营上市公司的两权偏离度更高。

国内学术界关于终极控股与公司绩效的研究大多是从终极控股股东两权偏离和公司治理与企业价值间的互动机理方面来研究的,而对于如何约束终极控股股东的掠夺行为,减少

制度,对于烂尾的项目及时清理。加强应收账款管理,加速资金的回流。尽可能使应收账款和应付账款相匹配,尽量减少资金占用,努力降低资金成本。此外,要尽量减少房地产企业的预支资金,优化资本结构,降低资金成本,控制资产负债率与财务风险,合理使用财务杠杆。

主要参考文献

1. George Gallinger. The Current and Quick Ratios. Business Credit, 2005; 3
2. STUBBEN, S.R.. Do Firms Use Discretionary Revenues to Meet Earnings and Revenue Targets? Graduate School of Business Stanford University Working Paper, 2006; 5
3. 中国人民银行房地产金融分析小组《2004 年房地产金融报告》, 2005-08-05
4. 王雄元, 严艳. 论资产的流动性. 会计之友, 2003; 3
5. 王宗萍. 企业资产结构与其风险性、收益性、流动性辨析. 财会月刊, 2004; 17
6. 杨海丛. 我国上市公司持有流动性影响因素分析. 经济师, 2007; 1
7. 黄爱友. 浅析加强房地产企业资金管理. 科技资讯, 2007; 12
8. 张羽, 张小利. 房地产行业上市公司流动性分析. 上海立信会计学院学报, 2007; 3

其对中小股东利益的侵害,我国的研究成果还不多。

Yoser Gadhoun(2006)对加拿大 1 120 家上市公司的研究发现:67%的样本公司存在着第二大终极控股股东,且第二大终极控股股东对第一大终极控股股东具有约束制衡作用。

因此,本文试克服上述研究局限,从终极控股股东与其他股东的利益冲突角度出发,从一个新的视角——第二大终极控股股东的角度,研究民营上市公司终极控股股东相互之间的约束制衡作用,以及第一大终极控股股东的掠夺行为和公司绩效因第二大终极控股股东的存在所表现出来的差异。

二、理论分析与研究假设

控制权衡量的是终极控股股东对目标公司的实际控制能力,其使得终极控股股东有能力去侵占其他中小股东的利益,损害公司绩效;而现金流权衡量的是终极控股股东享有公司收益的权力,是终极控股股东的一种财务激励,这种财务激励的大小代表了终极控股股东的行为与公司利益的一致程度。

如果终极控股股东的控制权和现金流权是等价的,则其没有明显的动机来故意进行利益掠夺,损害公司价值。而终极控股股东常常利用金字塔结构、交叉持股等方式来构建一个复杂的控制链,使其偏离一股一权的原则,实现两权偏离。当两权发生偏离时,超额的控制权使终极控股股东有能力以中小股东的利益为代价获取私利,损害公司绩效,而较小的现金流权降低了其利益掠夺所承担的成本。两权偏离是导致终极控股股东与中小股东利益冲突的关键因素,也是终极控股股东进行利益掠夺的诱因,其两权偏离对公司绩效具有显著的负面影响,偏离程度越大,负面影响越强。因而,约束监督终极控股股东的掠夺行为,将有助于提高公司绩效。

白重恩等(2005)研究发现,股东之间的股权制衡能提高公司价值。Gomes 与 Novaes(1999)指出,与终极所有权相关的有效监督机制是第二大终极控制者的存在,因为第二大终极控制者对第一大终极所有者形成威胁,第二大终极控股股东持有的控股权,在一定程度上可以限制第一大终极所有者对中小股东利益的掠夺。当上市公司由多个终极所有者共同掌握时,终极所有者之间所共同持有的大额股份可以相互之间限制对方对中小股东的利益掠夺。因而,终极控股股东之间的互相监督可以抑制利益掠夺行为,进而会增加公司价值。因此,本文提出以下假设:

假设 1:与不存在第二大终极控股股东的公司相比,存在第二大终极控股股东的公司,其第一大终极控股股东的控制权较低,即其对目标公司的控制力度有所下降,对中小股东利益的侵占行为会减少。

假设 2:与不存在第二大终极控股股东的公司相比,存在第二大终极控股股东的公司,其第一大终极控股股东控制权和现金流权的偏离对公司绩效的负面影响会减弱,公司绩效表现更好。

三、研究设计

1. 研究样本的选取和数据来源。本文选取我国 2008~2010 年沪深两市 A 股民营上市公司为研究样本。

国内外学术界一般采用 10%或 20%的有效控制权作为标准,本文也采用学术界普遍接受的 10%的有效控制权标准,并按下列条件对数据进行筛选:①剔除被 ST、PT 的民营上市公司;②剔除金融保险行业民营上市公司;③剔除终极控股股东为国有性质的民营上市公司;④剔除财务数据缺失及无法找到相关资料的民营上市公司。

经过筛选后,得到我国 2008~2010 年沪市和深市 A 股民营上市公司共 2 013 家公司年度观察值。所用的数据来自国泰安中国上市公司数据库、RESSET 金融研究数据库、上市公司年报、巨潮资讯等。

2. 研究变量的选取与设定。

(1)被解释变量的选取。通常衡量公司绩效的指标有市场绩效指标(如托宾 Q 值等)和账面财务绩效指标。国外学者大多采用托宾 Q 值衡量公司绩效,但由于我国的特殊情况,如二级市场不成熟及股票价格时常受到操纵等原因,采用托宾 Q 值的前提条件并不具备,托宾 Q 值不适合评估我国上市公司的经营绩效。因此,本文采用常用的总资产收益率(ROA)衡量公司绩效。

(2)解释变量的选取。本研究涉及民营上市公司第一大终极控股股东控制权和现金流权偏离和偏离度以及第二大终极控股股东等。本文参照了 La Porta 等(1999)对终极控股股东的定义。第一大和第二大终极控股股东的定义为:

第一大终极控股股东:根据 La Porta 等(1999)提出的终极产权原则,按照上市公司公布的年报内股东控制图谱,顺着金字塔结构或交叉持股结构层层追索出最高层级拥有最大终极控制权的控股股东,形成第一大终极控股股东。

第二大终极控股股东:比照第一大终极控股股东的解释,按照上市公司公布的年报内股东控制图谱,顺着金字塔结构或交叉持股结构层层追索出最高层级拥有次大终极控制权的控股股东,形成第二大终极控股股东。

第一大终极控股股东的控制权和现金流权是根据 La Porta 等(1999)的定义来衡量的。控制权是指终极控股股东对目标公司重大决策的投票权,其等于终极控股股东控制链上最弱的投票权相加之和;现金流权为终极控股股东享有目标公司收益的权利,其等于所有控制链上终极控股股东累计持有目标公司的所有权益比例。假设终极所有者对公司的各级控制链的持股比例为 X_i ,那么终极控股股东的控制权为 $\Sigma[\min(X_1, X_2, \dots, X_n)]$,而其现金流权为 $\Sigma(\Pi X_i)$;采用哑变量 Separation 来衡量控制权与现金流权是否出现偏离,当控制权大于现金流权时,Separation 变量的取值就为 1,否则为 0;用第一大终极控股股东控制权与现金流权的比率来衡量两权偏离程度;利用哑变量 SUO 来表示第二大终极控股股东的存在,存在第二大终极控股股东时, SUO 的取值为 1,否则 SUO 取值为 0。

(3)控制变量的选取。公司绩效受到多种因素的影响,为了控制其他因素可能对公司绩效产生的影响,根据前人的研究并结合我国民营上市公司的实际情况,引入以下变量作为控制变量:①行业(Class_{it})。用来控制行业对公司绩效的影响。

根据证监会发布的《上市公司行业分类指引》，我国上市公司分为 13 个行业，由于研究样本剔除了金融行业的公司，因而本文选取制造业作为基准行业，设置了 11 个其他行业的哑变量。②公司规模 (Size)。取值为期末总资产的自然对数，用于控制公司绩效潜在的规模效应。③资本结构 (Lever)。用资产负债率来控制资本结构因素及财务危机效应对公司绩效的影响。④成长性 (Growth)。采用营业收入增长率来控制公司的成长性对公司绩效的影响。⑤年度 (Year_k)。本文选取的是 2008~2010 年的数据，以 2008 年为基准年，设置了两个其他年度的哑变量。

将各变量汇总如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义及说明
被解释变量	总资产收益率	ROA	ROA=净利润/(期初总资产+期末总资产)
解释变量	是否偏离	Separation	当控制权与现金流权不相等时，取1，否则取0
	偏离程度	Deviation	控制权/现金流权
	第二大终极控股股东	SUO	当存在第二大终极控股股东时，取1，否则取0
控制变量	行业	Class _j	以制造业为基准，当公司属于行业j时，Class _j 取1，否则为0
	公司规模	Size	Size=ln(公司期末总资产)
	资本结构	DAR	DAR=期末总负债/期末总资产
	成长性	Growth	Growth=(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入
	年度	Year _k	以2008年为基准，当公司属于k年时，Year _k 取1，否则为0

3. 研究模型的设定。根据上述变量定义，为了验证我国民营上市公司第二大终极控股股东对第一大终极控股股东的约束监督及对公司绩效的影响，建立如下回归模型：

$$ROA_i = \beta_{10} + \beta_{11}Separation_i + \beta_{12}Size_i + \beta_{13}DAR_i + \beta_{14}Growth_i + \sum_{j=1}^{11} \beta_{1(4+j)} + Class_{ij} + \sum_{k=1}^2 \beta_{1(15+k)} Year_{ik} + \varepsilon_{i1} \quad (1)$$

$$ROA_i = \beta_{20} + \beta_{21}Deviation_i + \beta_{22}Size_i + \beta_{23}DAR_i + \beta_{24}Growth_i + \sum_{j=1}^{11} \beta_{2(4+j)} + Class_{ij} + \sum_{k=1}^2 \beta_{2(15+k)} Year_{ik} + \varepsilon_{i2} \quad (2)$$

四、实证研究及结果分析

1. 样本的一般描述性统计分析。将全部样本的主要变量进行描述性统计分析，结果如表2所示。从表中我们可以看出：我国民营上市公司的净资产收益率普遍不高，其均值仅为 8.73%；64.67%的样本公司存在着第一大终极控股股东控制权和现金流权的偏离，且偏离度的平均值为 1.603 8，说明我国上市公司两权偏离现象普遍存在，且两权偏离度很高；10.18%的样本公司存在第二大终极控股股东，说明我国民营上市公司中第一大终极控股股东独控的现象较普遍。我国民营上市公司规模总体平均水平为 21.11%；资产负债率平均为 40%，

负债规模适中；民营上市公司的成长性平均为 23.94%，成长性较好。

表 2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本数	最小值	最大值	均值	标准差
ROA	2013	-1.8217	0.6172	0.0873	0.0873
Separation	2013	0.0000	1.0000	0.6467	0.4780
Deviation	2013	1.0000	48.2655	1.6038	1.9989
SUO	2013	0.0000	1.0000	0.1018	0.3025
Size	2013	16.1214	24.5999	21.1173	0.9407
DAR	2013	0.0108	18.5055	0.4002	0.4554
Growth	2013	-1.0000	26.1798	0.2394	0.7819

2. 样本分组后的描述性统计分析和 T 检验。为了验证我国民营上市公司中第二大终极控股股东的存在对第一大终极控股股东行为的约束监督作用，根据是否存在第二大终极控股股东将样本公司分为两组，然后对两组样本第一大终极控股股东控制权均值的差异进行比较分析。

由表 3 可以看出，两组样本的均值存在着差异，且存在第二大终极控股股东组控制权均值低于不存在第二大终极控股股东组的均值，两组中控制权均值的差异是否显著，通过表 4 的独立样本 T 检验可以看出。

表 3 第一大终极控股股东控制权均值差异

是否存在第二大终极控股股东	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error of Mean
不存在	1 808	0.394 2	0.162 7	0.003 8
存在	205	0.347 1	0.167 8	0.011 7
Total	0.389 386	2 013	0.163 809 5	0.003 6

表 4 给出了独立样本 T 检验的结果，可以看出，两组样本中第一大终极控股股东控制权均值的差异是显著不同的，这就说明是否存在第二大终极控股股东对第一大终极控股股东控制权的影响是显著的，当公司存在第二大终极控股股东时，第一大终极控股股东的控制权有所降低，从而降低其进行利益掠夺的能力，减少对其他中小股东利益的侵占。假设 1 得到了验证。

表 4 第一大终极控股股东控制权均值差异的 T 检验结果

	Equal variances assumed	Equal variances not assumed
F	0.025	-
Sig.	0.875	-
t	-3.918	-3.822
df	2 011	249.461
Sig.(2-tailed)	0.000	0.000
Mean Difference	-0.047 126 8	-0.047 126 8
Std. Error Difference	0.012 029 3	0.012 331 7
Lower	-0.070 718 1	-0.071 414 4
Upper	-0.023 535 5	-0.022 839 2

3. 相关性检验。各变量的相关性分析系数如表 5 所示。从表中可以看出:第一大终极控股股东控制权和现金流权的偏离以及偏离度与公司绩效显著负相关;第二大终极控股股东与公司绩效之间存在正相关关系,说明若公司存在第二大终极控股股东,则公司绩效就表现得更好。公司规模和成长性与公司绩效之间呈现显著的正相关关系。资产负债率与公司绩效之间呈现显著的负相关关系。

表 5 各变量的相关系数表(Correlations)

变量	ROA	Separation	Deviation	SUO	Size	DAR	Growth
ROA	1						
Separation	-0.118**	1					
Deviation	-0.064**	0.223**	1				
SUO	0.032	0.077**	0.089**	1			
Size	0.047*	0.228**	0.068**	0.054*	1		
DAR	-0.557**	0.141**	0.041	0.021	0.073**	1	
Growth	0.131**	-0.013	-0.036	-0.008	0.031	-0.035	1

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。

4. 多元回归分析。多元回归分析的结果如表 6 所示。各回归方程的 D.W 值接近 2,基本不存在自相关问题;检验多种共线性的膨胀因子 VIF 值远低于 10,容忍度 Tolerance 值远大于 0.1(限于篇幅,没有列出 VIF 值和 Tolerance 值),说明各自变量之间不存在多重共线性问题。

表 6 按是否存在第二大终极控股股东分组后的多元回归分析结果

变量	ROA			
	不存在第二大终极控股股东		存在第二大终极控股股东	
常数项	模型1	模型2	模型1	模型2
常数项	-0.069 (-1.801)	-0.055 (-1.449)	-0.060 (-0.527)	-0.026 (-0.230)
Separation	-0.010 (-2.777)		-0.016 (-1.295)	
Deviation		-0.002 (-2.019)		-0.005 (-1.628)
Size	0.009 (4.880)	0.008 (4.483)	0.008 (1.514)	0.007 (1.286)
DAR	-0.105 (-29.387)	-0.106 (-29.795)	-0.119 (-4.311)	-0.118 (-4.295)
Growth	0.012 (5.557)	0.012 (5.513)	0.019 (2.076)	0.018 (1.974)
Class	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Adjust R ²	0.341	0.350	0.150	0.142
F值	16.554	16.339	6.991	7.73
D.W值	1.728	1.634	1.762	1.752

注:以上结果是在 5%的显著性水平上得出的。

从表 6 可以看出,反映第一大终极控股股东两权偏离的哑变量及两权偏离度的连续变量,仅在不存在第二大终极控股股东组中与净资产收益率呈显著负相关关系;而在存在第二大终极控股

股东组中,这两个变量对净资产收益率的负面影响并没有达到 5%的显著性水平。这说明,当公司存在第二大终极控股股东时,第一大终极控股股东的两权偏离虽然使其有动机对中小股东进行利益掠夺行为,但由于第一大和第二大终极控股股东共同掌握着终极控制权,抑制了第一大终极控股股东的掠夺能力和动机,掠夺行为并不严重。第一大终极控股股东两权偏离导致公司绩效显著下降的现象,主要表现在不存在第二大终极控股股东的公司中,验证了假设 2。同时也说明,第二大终极控股股东作为有效潜在监督者起到了约束监督作用,保护了中小股东的利益,提高了公司绩效。

五、研究结论

本文基于第一大终极控股股东掠夺行为的现实情况,从第二大终极控股股东的角度,研究了终极控股股东互相之间的约束制衡作用及对公司绩效的影响,并得出以下结论:

第二大终极控股股东的存在,能在一定程度上降低第一大终极控股股东的控制权,减弱其进行掠夺的能力,缓解终极控股股东与中小股东之间的利益冲突;且存在第二大终极控股股东的公司,第一大终极控股股东控制权和现金流权的偏离及偏离度对公司绩效的负面效应并不显著,第一大终极控股股东并没有因其两权偏离加大对公司绩效产生损害。第二大终极控股股东的存在既能起到约束监督第一大终极控股股东掠夺行为的作用,又能缓解终极控股股东与中小股东之间的利益冲突,提高公司绩效和公司治理效率。

在我国民营上市公司终极控股股东掠夺行为普遍存在的情况下,这些发现不仅有助于约束终极控股股东掠夺行为机制的建立,提高公司绩效,而且有助于我们更深刻地了解终极控股股东与中小股东之间的代理问题,解决它们之间的利益冲突,保护中小股东的利益。

主要参考文献

1. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 1999;54
2. 韩亮亮,李凯.控制权、现金流权与资本结构——一项基于我国民营上市公司面板数据的实证分析. *会计研究*,2008;3
3. Yoser Gadhoun. Power of Ultimate Controlling Owners:A Survey of Canadian Landscape. *Journal of Management Governance*,2006;10
4. 杨淑娥,苏坤.终极控制、自由现金流约束与公司绩效. *会计研究*,2009;4
5. 李斌,孙月静.中国上市公司控制权特征及其对公司绩效的影响——基于改进的投票概率模型. *中国软科学*,2011;1
6. 白重恩等.中国上市公司治理结构的实证研究. *经济研究*,2005;2