民营上市公司终极控制权、现金流量权与公司绩效

田 蓉 王铁平

(中南财经政法大学财务部 武汉 430079 天茂实业集团股份有限公司 湖北荆门 448000)

【摘要】我国上司公司股权结构高度集中,终极控制人和其他中小股东之间的利益分歧是公司治理的主要矛盾,这在民营上市公司中体现得尤为突出。终极控股人利用其控制权对上市公司进行利益侵占并攫取控制权私利,这对我国资本市场的正常运行构成严重的威胁。为探寻有效的治理对策,本文尝试对我国民营上市公司绩效影响因素进行分析,探索构建提升绩效的对策。

【关键词】控制权 经营绩效 因素分析 实证研究

股权结构对企业的影响一直是公司治理研究的一大课题。Berle 和Means在1932年发表了具有历史意义的研究成果,他们提出了所有权分散的概念,指出了美国公司的所有权和控制权相分离,股东和管理层的矛盾是公司治理的根本问题。20世纪80年代以后,随着研究的深入,人们发现在大多数国家公司股权集中是一个普遍现象,而且股权集中是解决股东和管理层之间代理成本问题的最有效方法,因为股权集中使得大股东更关注企业的利润最大化,从而加强对公司的监督和管理,抑制管理层的自利行为,维护公司的价值。

由于我国公司股权集中的现象普遍存在,因此终极控制人与其他中小股东之间的利益冲突也成为我国公司治理的主要矛盾,而且在民营上市公司中这一冲突更为严重(韩亮亮、李凯,2008)。另外,在我国证券市场上,由于法制建设滞后,导致对处于信息劣势的中小投资者的利益缺乏有效的保护,从而造成终极控制人侵占其他中小股东利益、"掏空" 上市公司的现象屡见不鲜,因此,如何有效抑制终极控制人对其他中小股东的掠夺也成为当前国内讨论的热点。

一、研究假设

现金流量权代表着终极控制人与公司利益的一致程度,现金流量权比例越高,终极控制人享有的控制权共享收益就会越大,那么终极控制人对管理层进行监督和管理的激励作用也会越大。此外,现金流量权越高意味着终极控制人采取"掏空"行为时的成本越大,即终极控制人获得控制权私利的成本越大,所以较高的现金流量权能降低终极控制人掠夺中小股东利益的意愿,从而提升公司绩效。LaPorta等(2002)通过实证研究证明了现金流量权对终极控制人的这种"激励效应"。由此本文提出假设1:终极控制人的现金流量权与公司绩效正相关。

金字塔持股、交叉持股等方式经常被上市公司的终极控制人用于增强对上市公司的控制,在这些结构下,终极控制人以较低的现金流量权取得了对上市公司较高的终极控制权。根据控制权私利理论,终极控制人享有的现金流量权越高,共享收益就会越多,"激励效应"就会越明显,又由于终极控制人控制权的取得是以所有权为依托,因此拥有较高控制权的终极控制人往往具有较高的现金流量权,在这种情况下,终极控制人就会有着较强的动机收集各方面信息并监督管理层,从而有效降低上市公司中普遍存在的代理成本问题。由于拥有较高控制权的终极控制人有较强的动机给管理层施压,并控制公司的利益,所以其能保证上市公司实现企业价值的最大化。此外,拥有较高控制权的终极控制人,更容易采取对上市公司有利的"支持"行为,从而能够使公司绩效在短期内得到提升。由此本文提出假设2:终极控制权与公司绩效正相关。

由于股权的集中,终极控制人与其他中小股东之间的利益分歧构成了公司治理的根本问题。金字塔持股、交叉持股是终极控制人用较少现金流量权掌握较多控制权的主要方式,由于低现金流量权与高终极控制权的非匹配,使终极控制人有动机通过资金的占用、关联方交易的套现、担保的滥用等方式掠夺其他中小股东的利益,从而损害公司的绩效。其中,较少的现金流量权更是大大降低了终极控制人采取掠夺行为的成本,因此,终极控制权与现金流量权的偏离是引起终极控制人与其他中小股东之间发生利益冲突的关键因素,公司绩效也会随着两权偏离程度的增加而大幅度降低,Claessens(2002)进行实证研究后证实了两权偏离对公司绩效存在这种"堑壕效应"。由此本文提出假设3:终极控制权与现金流量权的偏离程度与公司绩效呈负相关关系。

较高的终极控制权与现金流量权的偏离分别使其有能力和动机对其他中小股东的利益进行掠夺,然而现金流量权代表了终极控制人对公司进行"掏空"的一种掠夺成本,对终极控制人掠夺行为来说较高的现金流量权形成了一种有效约束,也就是说,现金流权比例越高,终极控制人采取掠夺行为的成本就会越大,"堑壕效应"也就越弱,从而公司绩效就会越好。由此本文提出假设4:现金流量权比例较高时,两权偏离度

对公司绩效的负面影响就会越小,公司绩效越好。

根据自由现金流量理论，当上市公司的自由现金流量较多时,代理问题会更严重,而当上市公司的自由现金流量较少时,代理问题能够得到一定程度的缓和。也就是自由现金流量约束对代理成本问题能起到一定的缓和作用。较多的自由现金流量为终极控制人提供了更多的掠夺其他中小股东利益的机会，这是因为它使得终极控制人有更多的资金进行有利于实现自身价值最大化的投资，例如投资于净现值为负但却能为控制人带来较多控制权私利的项目。由此本文提出假设5：自由现金流量越多,终极控制人越有可能采取“掏空”行为,公司绩效越差。

上市公司董事会的效率直接影响到公司的绩效和股东的利益，上市公司的独立董事受投资者的委托对公司的经营决策进行监督,独立董事在董事会中占有一定的比例,因而能对终极控制人的决策起到一定程度的影响,因此,独立董事一方面可以约束管理层的自利行为，另一方面也能抑制终极控制人对其他中小股东利益的掠夺行为。由此本文提出假设6:独立董事比例与公司业绩正相关。

二、数据、变量设置与模型构建

(一)数据来源

上市公司的终极控制人必须要掌握足够的控制权才能实现对公司的控制。学术界一般采用10%或20%的控制权标准，国内学者更多的是采用10%作为有效控制权的标准本文采用国内外普遍接受的10%作为有效控制的标准，对上述经过理论分析后提出的假设进行检验。

本文以2006~2011年在沪、深交易所上市的民营上市公司为研究对象,并根据以下条件进行筛选:①剔除终极控制人的控制权比例为10%以下的公司。当公司存在多个最终控制人时，通过查阅相关资料，对重复样本进行了合并及删除处理。②考虑处于财务危机的公司的特殊性,剔除ST和PT的上市公司。③考虑到金融、保险类上市公司业务的特殊性,剔除金融保险类的上市公司。④为避免极端值对研究结果的干扰,剔除资产负债率小于0或大于1的公司。⑤剔除未提供控制链图的上市公司。⑥剔除涉及本文研究的相关数据缺失的上市公司。

经过以上调整，本文最终选取的年度民营上市公司有效样本2 553个，其中2006年373 个,2007年363个,2008年385个,2009年474个,2010年520个,2011年438个。

本文研究所用的数据主要来自国泰安（CSMAR)《中国民营上市公司数据库》、巨潮财讯网(www.cninfo.com.cn)以及上市公司的年报等。数据分析使用Eviews5.0软件。

(二)变量设置

1. 因变量。衡量公司绩效的指标体系主要包括以下三类。第一类是基于会计利润的财务指标体系,即来自于公司财务报表的指标，其评价指标大多是对企业财务状况和经营成果进行的比率分析。指标主要包括净利润以及在此基础上计算的投资回报率、净资产收益率等。第二类是基于经济利润的财务指标体系,经济增加值(EVA)是这一类的典型代表。EVA等于税后经营利润减去债务成本及股本成本。第三类是基于资本市场中公司股价表现的价值指标,例如TobinQ(TobinQ值为企业市场价值与资本重置成本之比，用于比较企业的市值是否大于给企业带来现金流量的资本成本)、市值与账面净资产之比(MBR)等。

事实上,在我国现有市场环境中,以上各类绩效指标体系各有优缺点。上市公司的会计指标容易取得,但会计信息失真的情况频频出现,所以指标的真实性值得商榷。经济附加值是较为综合全面的绩效指标,但其计算过程复杂且不易获取。此外，我国资本市场并不成熟，所以使用反映市场价值的TobinQ等指标来衡量公司绩效不完全合理。

为了尽可能客观准确地评价公司业绩,减少偏差,本文采用财务指标来反映公司绩效。在财务指标中,净资产收益率是企业最重要且最清晰的效益评价指标，而企业绩效的重要组成就是是否能够为企业创造价值,为股东谋取收益,净资产收益率是关键的绩效评价指标。基于此,本文把净资产收益率作为衡量公司绩效的指标。

净资产收益率(ROE)=净利润/净资产　　(1)

2. 解释变量。

(1)终极控制权。终极控制权是指终极控制人所拥有的对上市公司的控制权，或称为表决权或投票权。本文采用La Porta等(1999)和Claessens等(2002)的方法来度量终极控制权，即终极控制权等于终极控制人与上市公司各股权关系链中最弱一环的总和。

$$UCR=\sum_{i=1}^{n}\min(a_{i1},a_{i2},a_{i3},\cdots,a_{it}) \quad (2)$$

式2中$a_{i1},\cdots a_{it}$为第i条控制链中各层级之间的控股比例。

(2)现金流量权。现金流量权是指终极控制人对上市公司所享有的所有权，也称为终极所有权，本文采用La Porta等(1999)和Claessens等(2002)的方法来度量该指标,即现金流量权等于终极控制人与上市公司之间各股权关系链的每层持有比例乘积的总和。

$$UFR=\sum_{i=1}^{n}\prod_{t=1}^{i}a_{it} \quad (3)$$

式3中$a_{i1},\cdots a_{it}t$代表第i条控制链的各层持股比例。

(3)两权偏离度。两权偏离度即终极控制权与现金流量权的偏离程度，本文选取终极控制权与现金流量权的比值来度量这一指标。

SQR=UCR/UFR　　(4)

(4)现金流量权大小。为了衡量现金流量权的大小,本文引入一个虚拟变量FR，当现金流量权比例大于其中位数时，该指标取值为1,否则为0。

(5)自由现金流量大小。按照Jensen对自由现金流量的定性描述，自由现金流量等于企业的经营现金净流量减去所有净现值为正的投资项目支出，但由于在投资前难以确定项目的净现值是否为负，因此只能近似地以企业在正常经营活动中发生的所有对地产、厂房和设备等资本性投资来代替。即：

自由现金流量=(净利润+非现金支出+利息费用)-资本

性支出-营运资本追加　　(5)

根据本文的研究目的，按照自由现金流量的大小对所有样本进行排序，并按照自由现金流量是否大于其中位数来表示自由现金流量大小（FCF），若大于中位数则该指标取值为1，否则取值为0。

(6)终极控制人是否兼任董事长或经理。为了考察终极控制人与管理层合谋的可能性，本文引入了一个虚拟变量CAM，当终极控制人兼任董事长或经理时，取值为1，反之为0。终极控制人兼任上市公司董事长或经理时，企业的控制权与所有权获得了高度统一，在这种情况下，股权的相互制衡失效，中小投资者的利益可能得不到很好的保护，但却使得终极控制人更容易对上市公司采取“支持”行为。

(7)独立董事所占比例。独立董事制度可能会对终极控制人的掠夺行为起到一定的约束作用，本文使用董事会成员中独立董事所占的比例(IND)来衡量这一制度的执行力度。

3. 控制变量。

(1)公司规模。公司规模对上市公司终极控制人的控制行为具有一定的规模效应，因此本文将公司规模(SIZE)作为控制变量予以考虑，并使用公司期末总资产的自然对数来计算该指标。

(2)资产负债率。上市公司的负债既有税盾效应，也有财务危机效应，因而对公司绩效存在不同的影响，因此本文将资产负债率(LEV)作为控制变量来考虑杠杆水平对终极控制人控制公司绩效所造成的影响。

(三)建立回归模型

综合以上分析，本文在借鉴了La Porta(1999)和Claessens(2002)等提出的模型的基础上建立了如下6个模型：

模型一：$ROE_1=\beta_0+\beta_1UFR+\beta_2SIZE+\beta_3LEV+\varepsilon$

模型二：$ROE_2=\beta_0+\beta_1UCR+\beta_2SIZE+\beta_3LEV+\varepsilon$

模型三：$ROE_3=\beta_0+\beta_1SQR+\beta_2SIZE+\beta_3LEV+\varepsilon$

模型四：$ROE_4=\beta_0+\beta_1SQR\times FR+\beta_2SIZE+\beta_3LEV+\varepsilon$

模型五：$ROE_5=\beta_0+\beta_1SQR\times FCF+\beta_2SIZE+\beta_3LEV+\varepsilon$

模型六：$ROE_6=\beta_0+\beta_1CAM+\beta_2IND+\beta_3SIZE+\beta_4LEV+\varepsilon$

三、回归结果分析

右表中，模型一的结果显示，现金流量权比例与公司绩效之间存在着正相关关系，而且通过了1%水平下的显著性检验，这一结论验证了假设1的观点，同时也与国内外大多数学者的研究结论相符。这说明我国民营上市公司的公司绩效随着终极控制人现金流量权的增加而增加，存在着“利益汇聚效应”。而较高的现金流量权对于终极控制人自身来说则是一种“激励效应”，终极控制人拥有的现金流量权越多，其与公司利益的一致程度就越高，终极控制人与其他中小股东之间的委托代理成本也就越低，则其越有动力维护上市公司的利益，从而避免了掏空行为和隧道挖掘行为的发生，因此对上市公司的绩效能够产生积极正面的影响。

回　归　分　析　结　果

变　量	ROE(净资产收益率)					
	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五	模型六
Constant	-3.276 1 *** (-7.680 3)	-2.709 3 *** (-7.770 4)	-3.092 1 *** (-7.686 1)	-2.812 4 *** (-7.691 5)	-2.740 2 *** (-7.682 6)	-2.610 3 *** (-6.883 4)
UCR		0.003 8 ** (2.450 8)				
UFR	0.0042 7 *** (3.228 2)					
SQR			-0.022 9 *** (-2.679 3)…			
SQR * FR				0.054 2 ** (2.287 0)		
SQR * FCF					-0.002 1 (-0.177 8)	
CAM						0.041 2 (1.378 3)
IND						-0.359 0 (-1.214 5)
SIZE	0.207 4 *** (8.469 2)	0.198 1 *** (8.27 3)	0.187 4 *** (8.589 0)	0.163 8 *** (8.390 3)	0.148 1 *** (8.479 2)	0.148 3 *** (8.541 8)
LEV	-0.921 0 *** (-10.714 0)	-0.932 6 *** (-10.827 9)	-0.926 3 *** (-10.810 5)	-0.921 7 *** (-10.667 2)	-0.934 2 *** (-10.920 7)	-0.941 3 *** (-10.860 5)
R^2	0.069 0	0.067 2	0.069 4	0.066 5	0.064 0	0.065 4
adj	0.067 1	0.066 9	0.069 2	0.066 0	0.063 7	0.064 8
F统计量	55.597 1 ***	52.103 7 ***	51.907 6 ***	50.947 2 ***	48.957 4 ***	37.870 5 ***
Prob>F	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0

注：①括号内数字为系数的t值；②***表示在1%水平上显著，**表示在5%水平上显著，*表示在10%水平上显著。

模型二的结果显示，终极控制权与公司绩效正相关，而且通过了5%水平下的显著性检验，假设2得到验证。这说明终极控制人的控制权越高，公司绩效也就越好。目前我国的民营上市公司大多都存在着家族治理的特征，股权集中度较高，一股独大的现象普遍存在，所有权是终极控制人获取上市公司控制权的有效途径。因此，拥有较高控制权的终极控制人往往也拥有较多的现金流量权，在这种情况下，终极控制人就会有较强的动机监督和管理并维护上市公司的利益，从而实现公司价值的最大化。另外，较高的终极控制权也能推动上市公司的管理、政策的制定以及决策审批的执行等，同时也是终极控制人进行经济活动获取经济收益的必要条件。终极控制人拥有的终极控制权越多，也越有利于其对上市公司实施“支持”行为，从而使上市公司的业绩在短期内能够得到明显的提升。

模型三的结果显示终极控制权与现金流量权的两权偏离度与公司绩效呈负相关关系，并且通过了1%水平下的显著性检验，假设3得到验证。这说明终极控制权与现金流量权的偏离存在着“堑壕效应”，而且两权偏离的程度越大，终极控制人越有可能采取对其他中小股东的掠夺行为，公司绩效也就越低。这是因为，较高的终极控制权使其有能力通过占用上市公司资金、滥用担保、关联方交易等手段“掏空”上市公司，而同时较低的现金流量权则大大削减了终极控制人采取以上行为的成本，也就是说，两权的偏离使得终极控制人与其他中小股

东的代理成本大大增加，由于低现金流量权与高终极控制权的非匹配,使得终极控制人有很强的动机获取个人私利,从而掏空上市公司使得公司绩效明显降低。

考虑到如果把两权偏离度和现金流量权大小这两个单变量与两者的交叉变量同时放在一个模型中进行回归分析的话，多重共线性会比较严重（经计算，方差膨胀因子VIF=10.47>10,说明存在严重的多重共线性问题),所以仅在模型四中放入了两者的交叉变量，从而来考查现金流量权和两权偏离度对公司绩效综合影响。

模型四的结果显示，两权偏离度与现金流量权大小的交叉项指标与公司绩效指标呈正相关关系,而且通过了5%水平下的显著性检验,验证了假设4的观点,也说明了较高的现金流量权比例能够约束终极控制人的“掏空”行为,从而使公司绩效保持在较高水平。现金流量权越大，则终极控制人采取“掏空”行为时的成本也越大,这意味着两权偏离后引起“堑壕效应”的可能性越小,因此公司的绩效越好。

模型五的结果显示，两权偏离度与自由现金流量大小的交叉项指标与公司绩效指标呈负相关关系，这说明当自由现金流量越大时,终极控制人的掏空现象越严重,从而导致上市公司的绩效越低,验证了假设5的观点。

模型六的回归结果也表明，独立董事比例与公司绩效负相关,但并不显著,未能验证假设6。这表明独立董事在我国民营上市公司中对终极控制人的“掏空”行为未能发挥应有的约束作用。从前面的描述性统计中可以看出,我国民营上市公司中独立董事的比例已经得到明显的提高，但是由于我国目前的独立董事聘任方式以及独立性等尚存在严重的不足，而且独立董事的专业胜任能力以及风险意识也未能得到明显改善,因此,独立董事还未能对终极控制人的“掏空”行为起到有效的抑制作用。

再看控制变量的回归结果，公司规模与公司绩效显著正相关,这说明随着公司规模的增大,来自企业内外部的监督和关注也增多,终极控制人就越难对上市公司采取“掏空”行为,反而会更加致力于提高公司绩效，努力提高其与中小股东的共享收益。财务杠杆水平与公司绩效显著负相关,说明负债带来的税盾效应要远小于其导致的财务危机效应，过度负债给公司绩效带来了负面影响。

四、政策建议

1. *优化股权结构*。首先,应当提高终极控制权和现金流量权比例,避免上市公司股权过于分散的现象。较高的控制权可以使终极控制人的个人利益与公司利益整体趋同，作出有利于提升公司价值的行为。此外,较高的现金流量权可以增强终极控制人的代理成本,抵制其对上市公司利益的掠夺行为。第二,应当降低两权偏离程度。两权偏离程度越高,终极控制人“掏空”上市公司的动机也就越强,从而损害公司绩效,因而要尽量将两权偏离度控制在一个较低水平。第三,应当提高股权制衡度。在提高终极控制人的控制权和所有权比例时,还必须注意控制适当的股权制衡度,防止出现“一股独大”的现象。多个大股东共同控制上市公司时，能够起到相互监督和制约的效果，因此对于提高公司绩效和保护其他中小投资者利益都将具有十分重大的意义。

2. *提高公司治理效率*。公司治理效率将直接关系到公司的未来发展能力,因此应当尤为重视。首先,必须要完善独立董事制度，从前面的实证结果可以看出独立董事制度虽然已经在民营上市公司中广泛执行,但其效果却并不明显,说明在很多上市公司中独立董事形同虚设，并未发挥其应有的监督和约束作用,因此应当加强独立董事法规的建设,给予独立董事适当的权利,明确其应有的义务。其次,尽量使终极控制人兼任公司的董事长或总经理，这样可以提高对终极控制人的激励作用,使公司价值得到更大的提高。

3. *控制上市公司自由现金流量的大小*。当公司存在较多的自由现金流量时，将会给终极控制人带来更多的掠夺上市公司利益的机会，因此必须对公司自由现金流量的大小进行控制。

可以从以下几个方面进行考虑:①放宽并购限制。加强资本市场的竞争机制，让优质企业有更多的机会对自由现金流量较多的上市公司进行并购和套利，从而抑制上市公司终极控制人对自由现金流量的囤积或滥用等情况。②完善财务治理机制。在财务治理方面,可以增强债务约束,放松股票回购的限制、强制分红等,从而使公司的自由现金流量维持在较低水平。③完善信息披露制度。为尽量减少信息的不对称所带来的负面影响，公司外部董事应当聘请中介机构对公司财务报表以及投资项目可行性等进行审计和核实，同时还应当对公司的自由现金流量进行重点审计,防止随意性资本支出过大。

主要参考文献

1. 崔学刚，谢志华，郑职权. 终极控制权性质与公司绩效——基于配对样本的实证检验.财贸研究,2007;4

2. 冯旭南,李心愉.终极所有权和控制权的分离——来自中国上市公司的证据.经济科学,2009;2

3. 葛敬东. 现金流权比例对终级股东剥夺行为的约束程度分析.会计研究,2006,7

4. 谷祺,邓德强,路倩.现金流权与公司控制权分离的公司价值——基于我国家族上市公司的实证研究. 会计研究,2006;4

5. 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

6. 赖建清,吴世农.我国上市公司最终控制人的现状研究.公司财务研讨会论文集,2004

7. 赖建清.所有权、控制权与公司绩效.北京大学出版社,2007

8. 黎来芳.控制权、资金占用与掏空——来自中国上市公司的经验证据.中国软科学,2008;8

9. Almeida Heitor and Daniel Wolfenzon. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. Journal of Finance,2005;61