

公司股权结构对自由现金流的影响

——基于沪市A股的实证研究

何建国(教授) 迟文婷

(重庆理工大学会计学院 重庆 400054)

【摘要】自由现金流量与代理成本密切相关,而代理成本对公司治理会产生很大的影响,因而作为公司治理核心的股权结构会对自由现金流量产生重要影响。本文以2009~2011年沪市A股上市公司为样本,从股权集中度和股权构成两方面研究了股权结构对自由现金流量的影响。研究表明,我国上市公司国有股股东持股比例、法人股股东持股比例与自由现金流量呈显著负相关关系;股权集中度与自由现金流量呈U型关系,但是不显著。因此研究股权结构与自由现金流量的关系,可为公司治理结构的完善提供一些经验依据。

【关键词】自由现金流量 股权结构 代理成本 公司治理

一、引言

自由现金流(Free Cash Flow)作为一种企业价值评估的新概念和方法,是由美国西北大学拉波特、哈佛大学詹森等学者于20世纪80年代提出来的,历经20多年的发展,特别是在以美国安然、世通等为代表的所谓绩优公司纷纷破产后,已成为企业价值评估使用最广泛的指标。1986年,Jensen对自由

现金流量进行定义:企业在满足了净现值大于零的所有项目所需资金后的那部分现金流量即为自由现金流量。

现代企业所有权和经营权高度分离,企业的所有者和管理者之间的利益冲突在不断扩大,管理者往往为了自身的利益而损害所有者的利益。企业中存在的自由现金流是维持企业正常持续经营以外产生的现金流。当企业存在着大量的自

五、结论

农业上市公司多元化经营一直是一个颇受争议的话题,很多学者运用不同时期的数据和方法进行了研究,得出了大体相近的结论,即农业上市公司多元化经营的业绩总体不怎么好。本文采用更为稳健的绩效衡量方法,即运用主成分分析方法,并通过KMO和Bartlett's Test检验,证明该方法有效。实证分析结果表明,我国农业上市公司多数的多元化经营无益于其综合业绩的提高,有些农业上市公司的多元化经营甚至对公司业绩产生了负面效应。从本文的研究结果看,样本农业上市公司的多元化经营并没有获得理想的规模经济、协同效应和竞争能力。究其原因,可能与我国农业上市公司本身规模相对较小、科学技术相对落后、习惯单打独斗以及单纯追求高利润、回报快产业的特点有关。

上述研究结论也表明,现阶段我国农业上市公司绝大多数还不适合开展多元化经营。如果为了短期收益盲目追求多元化经营而偏离其主营业务,那么势必会影响农业上市公司的长远发展,不利于农业产业化发展。因此,农业上市公司多元化经营应当谨慎选择,需要充分考虑外部条件及自身的发展状况,首先要立足主业,打造核心竞争能力,稳固了主业,具备了拓展新项目的能力和资源,然后在主业的基础上拓展多元化经营,将企业做大做强,为农业主业输送更多的资金,为

农业产业化发展贡献力量。

【注】本文第二作者戴蓬军为通讯作者。

主要参考文献

1. Chen S. S., K. W. Ho. Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence. *International Review of Financial Analysis*, 2000;9
2. Gort M. *Diversification and Integration in American Industry*. Princeton University Press, Princeton, NJ, 1962
3. Lang L., R. M. Stulz, R. A.. Walking. A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns. *Journal of Financial Economics*, 1991;44
4. 熊风华,彭珏.农业上市公司多元化经营对其绩效影响的实证研究. *财会月刊*, 2009;27
5. 夏显力等.多元化经营对农业上市公司业绩的影响. *财会月刊*, 2011;21
6. 许陈生,尹继东,郭焯.多元化经营对公司绩效的影响. *经济问题探讨*, 2006;11
7. 纪茂利.农业上市公司盈余质量实证研究.北京:知识产权出版社, 2012
8. 张翼等.中国上市公司多元化与公司业绩的实证研究. *金融研究*, 2005;9

由现金流并且管理者和所有者的利益不一致时,管理者为了追求私人的利益,往往不愿意将其分配给股东。这些现金流被积攒起来,用于管理者自身利益最大化的项目上,造成企业的过度投资。可见,对自由现金流量的分配会导致两者的利益冲突:过多的自由现金流没有给股东带来利益,在企业缺乏投资机会的时候,还会产生大量的代理成本。因此,要解决自由现金流量产生的高额代理成本,就必须将其发放给股东。

在我国资本市场上,由于法律不完善,除了管理者与股东之间的冲突以外,大股东侵占小股东利益的现象也时有发生。比如四川金顶被掏空事件,第一大股东华伦集团为其关联单位提供了大量的担保,并且在年度报告中未按规定披露对外担保信息和借款信息,使得公司业绩不断下滑,其后,随着公安机关和法院的介入,四川金顶便在短时间内遭到债权人追债和面临多宗诉讼,主要资产被查封和冻结,造成公司资金链断裂,2010年末分配利润为-11.07亿元。大股东的这种行为使得大部分现金流和利益向大股东进行了转移。

上述问题的根本原因是股东对公司管理层不能形成有效的监督,在公司治理方面存在着严重的问题。股权结构是公司治理的起点,也是公司治理研究的重心,因此本文选择股权结构对上市公司自由现金流量的影响进行研究。

二、研究假设

1. 股权集中度。在公司股权集中度较低的情况下,由于股东对管理者的监督力度不够,缺乏参与公司治理的积极性,导致内部人控制,管理者出于自利行为,囤积现金用于对自己有利的地方;当大股东的持股比例不断上升时,大股东参与管理的动机趋于强烈,监管力度会不断增强,从而减少了股东与管理者之间的代理问题,使得现金流量下降;但是当股权集中到一股独大时,由于大股东与中小股东的利益并不一致,公司的代理问题主要体现在控制性大股东与外部中小股东之间,大股东为了谋求私利,往往与管理者联合囤积现金,而不发放现金给股东。因此,本文提出如下假设:

假设1:股权集中度与自由现金流呈U型关系。

2. 股权的构成。公司股权可以分为国有股、法人股和社会公众股。国有股是指以国有资产向有限公司投资形成的股份,国有资产管理机构作为国有股的代理人,容易出现国有股股权“缺位”的问题,以致国家缺乏对上市公司的有效监督。由于国有控股公司的管理者大部分是由政府指定的,因此对其业绩考评会有疏忽,导致管理者忽视股东利益最大化的治理目标。为了将公司的利益变为自身的利益,便会积攒公司的自由现金流。又由于地方政府需要国有控股企业的支持,因而往往容忍国有企业管理者的机会主义行为。

法人股是国有法人股和社会法人股的总称。法人股的股东对公司投资的目的不是追求市场短期差价,而是为了获得长期投资的收益,得到较高的股利回报。因此,公司的法人股比例越高,公司的利益与法人股股东的利益就越一致,越能在公司的管理过程中发挥监督作用,监督管理者将公司的自由

现金流用于有效率的项目投资,当没有合适的投资机会时,督促管理者将多余的自由现金流以股利的形式发放给股东。基于此,本文提出如下假设:

假设2:国有股比例与自由现金流量呈正相关关系。

假设3:法人股比例与自由现金流量呈负相关关系。

三、研究设计

1. 变量选择。根据詹森对自由现金流量的定义,我们可以得出FCF的计算公式:FCF=企业现金流量-折现后净现值为正的所有项目所需的现金。但是用这种定义来计量FCF是比较困难的。在实证研究中为了更好地量化FCF,一般采用卡普兰教授关于FCF的计算公式,因为本文选取自由现金流相对额来衡量企业自由现金流,因此对FCF需要用总资产来进行标准化处理。具体如表1所示:

表1 变量定义及计量

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	自由现金流	FCF	自由现金流量=(税后净营业利润+折旧及摊销-资本支出-营运资本增加)/总资产
	股权集中度	CR1	第一大股东持股比例
自变量	国家股比例	GJGP	国家股持股数/总股数
	法人股比例	FRGP	法人股持股数/总股数
控制变量	企业规模	SIZE	Ln(总资产)
	资产负债率	ALR	总负债/总资产
	成长性	GROWTH	(主营业务收入 _t -主营业务收入 _{t-1})/主营业务收入 _{t-1}
	董事会规模	BOARD	董事会人数
	年度	YEAR	

2. 样本选取与数据来源。本文以在沪市的A股上市公司为样本,选择了2009~2011年3个年度区间,并剔除了经营情况异常的ST、PT上市公司(因为这些公司的非正常经营情况会导致统计的结果不准确)以及金融类公司和一些资料不全的公司,最后选取了593家A股上市公司。

本文所使用的数据来源于国泰安CSMAR数据库,并采用了EXCLE2010和SPSS19.0进行数据整理和统计分析。

3. 模型设计。根据股权结构对自由现金流量的影响以及其他控制因素的影响,本文构建如下模型:

$$FCF = \partial_0 + \partial_1 CR1_i + \partial_2 CR1_i^2 + \partial_3 GJGP_i + \partial_4 FRGP_i + \partial_5 SIZE_i + \partial_6 ALR_i + \partial_7 GROWTH_i + \partial_8 BOARD_i + \partial_9 CEO - COB_i + \partial_{10} YEAR_i + \varepsilon_i$$

四、实证结果分析

1. 描述性统计。表2描述性统计结果表明,上市公司第一大股东持股比例极小值为0.0068,极大值为0.8523,表明第一大股东和小股东之间的实力相差悬殊,均值为0.3657,说明样本企业中第一大股东持股比例较高,存在一股独大的现象;国有股比例均值为0.0970,法人股比例均值为0.0485,说明样本企业中两者占的比重相对较小,法人股比例明显小于

国有股比例;样本中企业的成长性均值为0.366 3,表明企业存在良好的成长机会;资产负债率的均值达到了0.538 4,超过了正常水平,表明我国企业存在严重的债务依赖。

表2 描述性统计量

	N	极小值	极大值	均值	标准差	方差
FCF	1779	-9.234	0.816 9	-0.065 9843	0.460 472 36	0.212
CR1	1779	0.006 8	0.852 3	0.365 664 3	0.156 491 23	0.024
CR1 ²	1779	0.000 05	0.726 42	0.158 185 8	0.128 124 84	0.016
GJGP	1779	0	0.847 1	0.097 032 8	0.188 623 15	0.036
FRGP	1779	0	0.852 32	0.048 531 4	0.123 003 78	0.015
SIZE	1779	17.467 29	27.753 29	22.063 182 1	1.357 593 55	1.843
ALR	1779	0.031 76	2.159 60	0.538 387 2	0.380 967 43	0.145
GROWTH	1779	-1	40.885 31	0.366 282 6	2.033 776 79	4.136

2. 回归结果分析。本文采用SPSS19.0软件对收集的数据进行多元回归分析。为了避免多重共线性问题,先分别将自变量代入模型进行检验,最后再全部代入模型进行检验,先后进行了五次回归分析,结果如表3所示:

表3 回归分析结果

变量	模型一 (CR1)	模型二 (CR1,CR1 ²)	模型三 (GJGP)	模型四 (FRGP)	模型五 (CR1,CR1 ² ,GJGP,FRGP)
CON	-1.018*** (-5.486)	-1*** (-4.969)	-1.025*** (-5.640)	-0.895*** (-5.004)	-0.973*** (-4.807)
CR1	-0.119 (-1.554)	-0.188 (-0.633)			-0.211 (-0.713)
CR1 ²		0.088 (0.239)			0.207 (0.562)
GJGP			-0.143** (-2.388)		-0.148** (-2.327)
FRGP				-0.215** (-2.392)	-0.227** (-2.508)
SIZE	0.051*** (5.528)	0.05*** (5.435)	0.049*** (5.716)	0.044*** (5.232)	0.05*** (5.322)
ALR	-0.139*** (-4.858)	-0.139*** (-4.851)	-0.137*** (-4.792)	-0.133*** (-4.635)	-0.132*** (-4.586)
GROWTH	-0.001 (-0.185)	-0.001 (-0.209)	0 (-0.038)	-0.001 (-0.101)	-0.001 (-0.124)
BOARD	-0.005 (-0.898)	-0.005 (-0.904)	-0.003 (-0.586)	-0.006 (-1.096)	-0.005 (-0.848)
R ²	0.03	0.03	0.032	0.032	0.036
F	10.841***	9.039***	11.518***	11.522***	8.138***

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

表3回归结果表明:①股权集中度与自由现金流量呈U型关系,与假设1预想的方向一致,但是不具有显著性。②国有股比例与自由现金流量呈负相关关系,而且在5%的水平上显著,这与假设2不相符。原因可能是因为近些年来国资委加大了对上市公司国有股的监管力度,强化了产权化管理,激励国有股股东参与公司的有效治理,促使管理者持有较少的现金流量。③法人股比例与自由现金流量呈负相关关系,且在5%的水平上显著,与假设3一致。

五、研究结论

本文运用沪市A股2009~2011年数据,实证研究了中国上市公司的股权结构对自由现金流量的影响,通过对样本公司构建的模型进行回归分析,得到如下结论:

第一,股权集中度与自由现金流量之间呈U型关系,虽然不显著,但也说明了第一大股东持股比例过高或者过低都会使公司的自由现金流量过高。绝对控股的大股东为了追求自身的利益,获取其他中小股东无法获取的利益,会大量囤积现金,将利益转移到自己手中。股权分散时,管理者会为了将公司的利益变为自身的利益,增加自身控制的现金总量。因此,适度的控股股东持股比例,有利于约束第一大股东或者管理者的自利行为,有利于公司的资金保持良好的控制。

第二,国有股比例与自由现金流量显著负相关。这说明国有股比例越高对自由现金流量的管理越能产生积极的影响。随着国家监管力度的增强和市场经济环境的日趋规范,国有股的代理股东能积极地参与公司的管理活动,有效地抑制了管理者持有过多现金的行为,使得上市公司内部人控制问题有所缓解,公司治理得到较明显的改善。

第三,法人股比例与自由现金流量显著负相关。这说明法人股比例越高对自由现金流量产生的正面作用越大。因为法人股股东作为机构投资者,其投资理念是获取长期投资利益,这与公司的利益一致,因而他们有动力去参与股东大会,发挥监督管理者的作用,真正做到为股东利益最大化而努力。这与许多国外学者研究证实法人股股东持股比例越高公司绩效越好的观点相一致。上市公司可以采取投资主体多元化的措施来达到股权制衡的效果,使得公司持有的现金得到更好的管理,公司治理绩效得到有效的改善。

另外,本文研究发现资产规模与自由现金流量呈显著正相关关系,说明公司规模越大,越容易纵容公司大股东或者管理者侵蚀小股东或者公司的利益,增加自己可以掌控的现金数量。而资产负债率与自由现金流量呈显著负相关关系,说明一定的负债可以约束公司管理者的自利行为,这在一定程度上说明了公司负债治理效应的存在。

主要参考文献

1. 王体亮. 对我国上市公司自由现金流量偏好的研究. 企业导报, 2012; 9
2. 汪平, 孙士霞. 自由现金流量、股权结构与我国上市公司过度投资问题研究. 当代财经, 2009; 4
3. 杨全胜, 姚曦. 股权分置改革、两权分离与自由现金流的过度投资. 石河子大学学报, 2012; 5
4. 肖作平. 公司治理对资本选择的影响——理论和证据. 管理科学学报, 2008; 10
5. 简建辉, 黄平. 股权性质、过度投资与股权集中度: 证券市场A股证据. 改革, 2010; 11
6. Jensen. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review, 1986; 76