

# 民营上市公司绩效影响因素研究

张勇 郭海桃

(暨南大学管理学院 广州 510632)

**【摘要】** 控制权安排是公司治理的中心问题,本文以我国民营上市公司为样本,研究了控制权特征与公司绩效(ROA)的关系。研究表明,民营上市公司绩效与控制权特征、现金流权、控制权与现金流权的分离程度以及取得控制权的途径均存在一定的关系,但影响各异。

**【关键词】** 公司绩效 控制权 现金流权 民营上市公司

## 一、控制权与公司绩效的关系研究文献回顾

国内外诸多研究结果均表明最终控制权特征对公司价值存在一定的影响,但效果则因各国制度背景及资本市场发展状况的不同而有所不同。

Morck等(1988)采用三次方形式的回归方法,得出控股股东的控制权与公司绩效的关系呈倒S形的关系。LaPorta等(1999)最早发现公司最终控制人在全球范围内公司的分布特征,研究指出投资者保护体系健全的国家呈现“分散的股权结构”,而大多数国家和地区更多表现为所有权集中的现象。控股股东实现控制权与现金流权分离的方式主要有金字塔结构、交叉持股和双重股权。

关于控制权特征对公司价值影响的研究,Johnson等研究(2000)发现现代公司存在“隧道”效应(Tunneling)。他们提出股权集中会为大股东利用手中的控制权,从而通过某种隐蔽行为从上市公司转移资产和利润营造空间,最终造成了对中小股东利益的侵害。Claessens等(2002)考察了8个东亚经济体的1301家上市公司的最终控制权和所有权结构,结果发现控制权与现金流权的聚合度对公司价值具有正向影响。Friedman等(2003)则补充了Johnson的研究成果,他们发现最终控制者既会利用金字塔结构实施隧道行为,同时也可能竭力帮助子公司发展。这种双重行为使得控制权特征对公司绩效及小股东利益的影响更具有不确定性。而为了清晰界定双重行为的影响,A.DeMiguel等(2004)对西班牙公司外部人持股(表现为家族)比例与公司绩效的关系进行了研究,发现当持股比例少于87%时,家族股东对管理层的监督效应(小股东的代理成本降低)占主导地位,公司绩效随着持股比例的上升而上升;当持股比例大于87%时,利益侵害效应上升为主要影响,公司绩效随着持股比例的上升而下降。而Christina在2005年的研究中却得出与Morck相反的结论,他的研究表明上市公司控制权与公司绩效存在“掘壕—协同—掘壕”的立方式关系,公司控制权在16.86%和63.17%之间存在协同效应,其他区间则存在掘壕效应。

关于控制权特征与公司绩效的关系,我国学者也开展了

大量的适用性研究,并取得了一定成果。王燕(1997)使用公司市值与账面价值的比率作为衡量公司绩效的指标,运用二次回归的方法得出控制权比例与公司绩效之间的关系为U型。张红军(2000)同样运用二次回归的方法,得出和王燕类似的结论,并指出当控股股东控制权比例大约为30%时,托宾Q值最小。而陈小悦(2001)却得出与前面相反的结论,他认为控股股东的控制权比例与公司的绩效不存在明显的相关关系。苏启林和朱文(2003)对我国家族上市公司的控制权与现金流权的分离进行了研究,发现分离系数与家族企业的价值呈反向关系。郑志刚(2005)则得出了金字塔结构在新兴市场国家盛行的一些新解释,他认为不能理所当然地认为上市公司控制权和现金流权的分离与公司绩效负相关,子公司高回报率的增长也会导致大股东增加投资的正效应。李善明等(2006)采集2004年沪市的上市公司数据进行分析得出:控制权与现金流权的分离程度与公司财务绩效负相关,家族控制的上市公司整体上比国有控制的上市公司绩效差。邹平和付莹(2007)研究了66家沪市的上市公司2001~2005年的数据后认为:公司价值与最终控制人拥有的现金流权之间显著正相关,而与控制权比例显著负相关,最终控制人的控制权与现金流权的分离程度与企业价值存在负相关关系。

我国民营上市公司发展较晚,且大都分布在充分竞争领域,较之国有企业其在资本市场中自然显现出一隅独特的风景。民营上市公司的最终控制权与现金流权的偏离度普遍高于国有企业(李善民等,2006),因此民营上市公司的大股东(较国有企业代理成本更低)更有机会运用经营和投资决策权来谋取公司利益。由此,研究我国民营上市公司的控制权特征如何影响公司绩效和中小股东权益,为规范资本市场、保护中小投资者利益和优化公司治理结构提供了可循之路。

## 二、理论分析与研究假设

1. 控制权持有比例对公司绩效的影响。公司的控制权集中体现在公司的权力与职务的配置上,所以公司的控制权主要是投票权,投票权的大小决定了控制权的大小。根据Friedman提出的大股东可能存在支撑行为的概念和Christina

研究得出的“掘壕—协同—掘壕”立方式关系特征可以得出,集中的控制权特征对公司绩效通常会产生两种显著的效应:激励效应和侵害效应。激励效应是指控股股东通过对公司的经营管理人员进行监督或者直接参与公司的经营管理来提升公司的业绩,最终使整个公司所有股东均获得与其拥有的股份等比例的收益。激励效用还表现在由于大股东监督和管理而使得中小股东代理成本降低的好处上。侵害效应则是控股股东凭借自己的控制权获得该公司的隐形收入,导致公司的价值下降,而且损害中小股东的利益。公司的价值成长既依赖于经营策略的优化,又必须依赖于约束机制和激励机制的协调。公司中固然存在大股东携取利益的空间,但约束机制的存在和成长机会的诱惑也会使得公司大小股东的目标一致、利益共享。因此,可以推断,中国民营上市公司控股股东在控制权较低的情况下表现为侵害公司利益,而当控制权增长到一定程度时,控制权与公司绩效的关系表现为激励,控股股东与公司利益趋于一致。但当控制权超过一定比例时,控制权又倾向于侵害公司利益。换言之,当控制权过低或者过高时,控股股东倾向于攫取公司利益,获得私人收益。只有当控制权适中时,控股股东利益才会和公司利益一致。

根据上述分析,提出假设1:民营上市公司控股股东控制权大小与公司绩效存在立方形式的非线性关系,表现为“侵害—激励—侵害”的效应。

2. 现金流权持有比例对公司绩效的影响。现金流权,即所有权,是指公司股东能够从公司正常的经营利润中享有的利益。现金流权越高则代表股东享有公司利益越多,反之则越少。企业是由一系列契约组成的集合体,维系企业发展的所有形式均表现为契约的履行。企业契约论意味着现金流权必然表现为与公司绩效的正相关性,在其他条件一定的情况下,较高的现金流权使得控股股东与公司利益趋于一致,控股股东利益与公司利益、中小股东利益紧紧联系在一起,会大大减少控股股东的私利行为,控股股东自身财富最大化和公司利益最大化趋向一致。

根据上述分析,提出假设2:民营上市公司控股股东现金流权与公司绩效成正相关关系。

3. 控股股东的控制权与现金流权的分离程度对公司绩效的影响。李善民(2006)认为中国民营上市公司家族控制的上市公司中,由于公司金字塔结构和大股东的直接管理行为,控制股东的最终控制权和现金流权的偏离程度非常大。这种情况下最终控制人只拥有公司的很少份额,两权不对称可以帮助其运用杠杆链条汲取更多的私人利益,从而侵占公司收益。最终控制人产生道德风险的可能性很大,由于信息不对称,原本属于真实公司绩效的部分就变成成为最终控制人的私有权益。因此,对于中国民营上市公司,特别是倒金字塔型的家族企业,控制权与现金流权的过度分离很容易诱导大股东采取隐蔽攫取行为,导致公司绩效不佳。

根据上述分析,提出假设3:民营上市公司控制权与现金流权的分离程度与公司绩效呈负相关关系。

4. 控制权取得途径对公司绩效的影响。在资本市场中通

过收购壳资源从而实现借壳上市的公司,控股股东可能并不真正关注或者不熟悉公司的发展前景、潜在能力,而本身可能是一种变相的融资行为。而通过IPO直接上市的公司,控股股东则很注重公司的发展前途,这是因为通过IPO上市的公司一般都是由控股股东亲手缔造的,其对公司的发展战略、管理模式、运营流程等均十分熟悉,并对该公司的发展及前景已作出认真的规划,所以从长期来看通过IPO上市取得控制权的公司绩效优于通过其他方式取得的公司绩效。

根据上述分析,提出假设4:民营上市公司控股股东的控制权取得途径特征与公司绩效呈相关关系。

### 三、研究设计

1. 样本选择。本文选择2009~2010年民营上市公司数据进行研究。数据来自于国泰安开发的《中国民营上市公司数据库》,在剔除金融保险行业的公司以及数据不全的公司后共选择了651家民营上市公司作为样本。

2. 变量定义。绩效指标:本文采用ROA作为衡量公司绩效的指标。多数学者倾向于使用TobinQ值(公司的市场价值与公司的重置价值的比值)来衡量公司的绩效,TobinQ值的运行环境强调市场的有效性,即股票收益与公司绩效保持显著相关。但由于我国资本市场制度仍不完善,公司股票价格经常背离公司的业绩,所以用TobinQ值很难准确反映公司的绩效。另外,一些国内学者使用净资产收益率ROE、每股收益EPS等作为衡量公司绩效的指标。但这类指标也有其不足之处:一方面,企业很容易通过现金股利的发放减少净资产,从而提高ROE值;另一方面,在受限流通股仍然大量存在的情况下,EPS并不能反映企业实际的绩效。所以使用这些指标来考量公司的绩效不尽合理,而使用ROA则避免了此类不合理情况的影响,在盈余报告监管严厉的情况下,可以更准确地衡量公司绩效。

解释变量:控制权是选择和监督其他代理人的权力(张维迎,1995)。公司控制权是所有权的表现形式,它来源于所有权。而现金流权指的是现金流的权利,它依赖于拥有公司的所有权数额。控制权和现金流权的分离程度则是控制权与对应现金流权的比例。其余变量说明如下:

表1	各类指标定义
ROA	总资产回报率
UCSVR	公司控制权
UCSCR	公司现金流权
SQ	公司控制权与现金流权的比值
cashflow	经营活动产生的现金净流量
Primed	上市途径(1表示直接上市,2表示间接上市)
ln(sale)	主营业务收入的自然对数
lever	资产负债率

3. 模型设计。根据上文的假设和变量定义,设计第一个模型用于检验公司控制权配置对公司绩效的影响关系,第二个模型用于单独检验现金流权对公司绩效的影响,第三个模型则检验控制权与现金流权分离度对公司绩效的影响。另外,

为了更好地分析影响民营上市公司绩效的因素,三个模型当中还引入了资产规模、资本结构、经营现金流量等解释变量,如下:

$$ROA = \beta_1 UCSVR + \beta_2 UCSVR^2 + \beta_3 UCSVR^3 + \beta_4 Primed + \beta_5 \ln(\text{sale}) + \beta_6 \text{lever} + \beta_7 \text{cashflow} + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROA = \beta_1 UCSVR + \beta_2 \ln \text{sale} + \beta_3 \text{lever} + \beta_4 \text{cashflow} + \varepsilon \quad (2)$$

$$ROA = \beta_1 SQ + \beta_2 \ln \text{sale} + \beta_3 \text{lever} + \beta_4 \text{cashflow} + \varepsilon \quad (3)$$

其中,模型1用于检验假设1和假设4,模型2检验假设2,模型3检验假设3。

#### 四、实证分析

1. 描述性统计。我们对民营上市公司的控制权、现金流权以及两者的分离程度进行了描述性统计。从表中可以发现,控股股东控制权比例平均值为37.10%,表现出集中持股的特征;现金流权比例平均值为28.9%,控股股东的现金流权几乎达到了与控制权的匹配;而两者的分离程度平均值为1.55,这可能由于公司金字塔结构及交叉持股造成了控制权与现金流权的分离,如下表2。

表2 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
UCSVR	0.371	0.163	0.051	0.890	0.340
UCSCR	0.289	0.168	0.020	0.820	0.250
SQ	1.55	0.81	1.00	5.85	1.23

2. 实证分析结果。根据模型的实证检验,得出以下结果,如下表3。

表3 三个模型的回归结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)
Variables			
Constant	2.707(6.503) ***	0.072(1.784) *	0.088(2.169) **
UCSVR	-6.86(-4.374) ***		
UCSVR <sup>2</sup>	15.304(4.05) ***		
UCSVR <sup>3</sup>	-10.289(-3.691) ***		
UCSCR		0.063(4.578) ***	
SQ			-0.009(-3.069) **
Primed	-0.178(-3.629) ***		
Ln(sale)	0.088(4.81) **	0.001(0.159)	0.002(0.264)
LEVER	0.644(6.865) ***	0.05(4.786) ***	0.055(5.228) ***
CASHFLOW	0.012(1.421)	0.004(4.189) ***	0.001(4.175) ***
F statistic	12.474	17.289	14.174
Adjusted R <sup>2</sup>	0.12	0.1	0.082

注:表中前面数字为系数,后面括号内数字为t统计值。

表中显示模型(1)的解释度为12.0%,并且UCSVR、UCSVR<sup>2</sup>、UCSVR<sup>3</sup>均已大于0.1的显著水平,并通过了检验。假设其他变量均为控制变量,利用已得数据将模型(1)标准化,可以得出控股股东控制权分布区间与公司绩效呈立方形式的非线性关系,其拐点分别为34.2%和64.9%。实证结果表明当控制权比例低于34.2%时,表现为控股股东侵害公司利益,当控制权在34.2%和64.9%之间时,表现为控股股东对公司绩

效有激励效应,当控制权比例大于64.9%时,这时控股股东同样地表现为侵害公司利益。另外,上市公司取得上市途径Primed也通过了显著性检验,说明上市公司取得上市途径与公司绩效呈相关关系,验证了假设4,这主要是由于控股股东的态度不同所决定的。一则通过IPO上市的公司,控股股东对上市公司往往更加熟悉公司的运作模式,拥有更清晰的发展战略,所以控股股东更愿意为公司服务,使公司价值最大化。二则通过其他方式上市的,比如借壳上市或者买壳上市,控股股东往往是为了获取更多的利益,而并不是真正关注公司业绩。

模型(2)中现金流权系数为0.063,现金流权通过了显著性检验。控股股东的现金流权与公司绩效呈正相关关系,控股股东的现金流权比例越大,控股股东越有动力为公司的价值最大化努力,公司绩效也越好。这也验证了我们的第二个假设。在模型(3)中控制权与现金流权的比例SQ系数为-0.009,显著地通过了检验,验证了假设3的控制权与现金流权的比例与公司绩效呈负相关关系,即控股股东的控制权与现金流权的分离程度越大,公司的绩效越差。

另外,三个模型的实证结果还显示了公司绩效与其他几个因素的关系:①Cashflow没有通过相关性检验,也就是说公司的经营活动产生的现金净流量与民营公司的绩效没有明显的相关关系。②企业规模ln(sale)通过了显著性检验,说明我国的民营上市公司中企业规模效应确实存在,即企业的规模越大,企业越容易获得各种廉价的资源,越容易获得各种各种融资以及投资的机会,企业的绩效也就越好。③资产负债率lever系数为0.644,说明资产负债率与公司的绩效呈正相关关系,这种现象可能与我国民营上市公司的融资策略和资本市场特征有关,民营上市公司倾向于上市筹资,是因为银行借贷所带来的成本和风险要高于增资配股,商业银行业更倾向于为国有企业提供资金,导致民营公司资产负债率偏低。

#### 五、结语

民营公司的增长是我国经济发展的重要动力,要实现其绩效稳步增长就必须建立兼具激励和约束作用的治理结构,实现大股东与中小股东利益趋向一致。当然,影响民营公司绩效的因素还包括股权分置改革带来的制度变迁,后金融危机时代以及家族代际传承选择的控制权配置结构,值得进一步拓展研究。

#### 主要参考文献

1. 陈小悦,徐晓东.股权结构、企业绩效与投资者利益保护.经济研究,2001;11
2. 李善民,陈玉是.上市公司兼并与收购的财富效应.经济研究,2002;9
3. 刘锦红.中国民营企业公司治理与公司绩效的实证分析.软科学,2009;5
4. 胡晓阳.企业控制权的理论解释与实证分析.北京:经济科学出版社,2005
5. 韩志丽.民营金字塔企业控制性少数股东代理问题研究.上海:立信会计出版社,2010