

农业上市公司资产专用性增进了业绩吗？

崔迎科(博士)

(河南工程学院工商管理学院 郑州 451191)

【摘要】 本文选取我国沪深两市A股74家农业上市公司2002~2010年面板数据,实证研究了上市公司资产专用性与企业绩效的关系,结果表明,公司资产专用性与绩效呈显著负相关关系,这与以资源基础理论为依据的一些研究结论相悖。分析其原因主要是:资源基础理论过于注重资源静态属性,忽视了公司治理因素、行业竞争等动态因素对公司绩效的影响,在公司经营者有限理性、存在机会主义的情况下,专用性资产并不必然增进公司绩效。

【关键词】 资产专用性 专有性资产 经济租金 公司绩效

一、引言

农业上市公司代表了我国农业先进生产力,承担着带动农业产业化和解决三农问题的社会责任。由于农业的特殊性,与其他行业相比,农业上市公司的资产专用性更强。我国农业上市公司资产专用性与企业绩效关系如何呢?这是一个十分值得研究的问题。

目前,关于该类问题的研究还较少。在少数几篇文献中,刘钰辰等(2007)通过对我国35家农业上市公司2003~2005年面板数据实证得出,专用性资产投资与主营业务利润呈正相关关系。雷新途(2009)用2003~2006年我国农业上市公司数据对资产专用性的区域特征和财务绩效差异进行研究,认为资产专用性与公司绩效整体上呈正相关关系,但不显著。现有研究的不足在于:只采用主营业务利润率、净资产收益率等单一指标衡量公司绩效,难以全面反映农业上市公司绩效状况,且已有研究选取的样本数据较少,期限较短,大大降低了研究结论的严谨性和说服力,因此需要对资产专用性与农业上市公司绩效之间关系进行更全面、深入的研究。

本文利用我国74家农业上市公司2002~2010年的面板数据对资产专用性与绩效关系的实证研究得出了与已有研究完全相反的结论,对交易成本经济学和战略管理理论认为资产专用性有利于提升公司绩效的结论提出了质疑,并对我国农业上市公司如何进一步发展提出一些建议。

二、理论分析与研究假设

关于资产专用性与公司绩效关系的论述可以追溯至古典经济学和新古典经济学,但主要是交易成本经济学和战略管理理论的相关观点。

1. 古典经济学和新古典经济学对资产专用性早有论述。亚当·斯密(1776)在《国富论》中认为劳动分工、专业化提高了生产效率。实际上可以这样理解,劳动分工形成工作专业化,要求进行更多的、专用性更强的资产投资,包括物质资产和人

力资产,从而提高劳动生产率。

至于资产专用性的含义可追溯到艾尔弗雷德·马歇尔(1948)的论述:“几乎可以把全部的企业收益看做是一种准租金……企业的领导人理解本企业的人和事,有了这些知识……如果他辞职,企业随后的损失额可能比付给他的薪水高出好几倍,他另谋职业的薪水可能不及原薪水的一半。”

在此之前,波兰尼(1945)论述“个人知识”时提到了身怀绝技、经验丰富的工人的人力资产专用性。在此之后,马尔沙克(1968)也意识到“有些工人、教师、管理者拥有那种超群绝伦、无可替代的研究能力,就像一些工厂和港口的地理位置一样得天独厚。”这些对资产专用性含义的论述都隐含着专用性对增进公司绩效起着重要作用的观点。

2. 交易成本经济学提出了资产专用性的概念,威廉姆森将其定义为:“在不牺牲其生产价值的前提下,某项资产被重新配置于其他替代用途或被其他替代者重新调配使用的程度,资产专用性有些类似于主流经济学中的‘沉没成本’”。

交易成本经济学认为在描述交易的三个维度中资产专用性最为重要(描述交易的三个维度是:交易的频率、交易不确定性的程度和种类、资产专用性)。如威廉姆森等学者认为如果专用性资产转移到其他用途会使资产拥有者和使用者的收益大为降低,从而暗含了资产专用性能提高组织绩效的涵义,但其后他们却转而研究资产专用性与组织治理结构的关系。他们的观点是:由于资产专用性和机会主义的存在使专用性准租金易于被侵占,因此应采用一定的治理结构对专用性资产进行保护,否则会造成专用、耐久性资产投资不足。

3. 真正提出资产专用性促进公司绩效观点的是战略管理学派的“基于资源的企业观”(Resource-Based-View)理论。Lippman等(1982)明确地指出,那些导致企业内部资源难以在企业之间转让的因素同样也会提高竞争者的模仿成本,从而为拥有特定资源的企业提供一种竞争优势,使企业谋取超

额利润,所以企业可以通过专用资源的内部多元化来提高公司绩效。

Collis等(1997)认为,企业资源包括有形资产、无形资产和组织能力,企业利润的基础是企业专用性资源带来的经济租金,企业必须识别能带来竞争优势的核心资源或战略资源,即稀缺、难以替代、难以模仿、能满足市场需求的有价值资源,持续对这些资源进行投资以维护和发展企业的竞争优势。从产品技术发展与公司战略角度来看,资产专用性可降低生产费用,提高产品质量,并使自己的产品和服务与其他竞争者有明显区别。

Mang(1998)也认为企业拥有专用性资产事实上也就具备了核心竞争力,能够分别获取资源稀缺性、产品差异性以及创新性带来的超额利润。可以看出,资源基础理论的主要观点认为:资产专用性是公司绩效的基础和最终源泉。

4. 综上所述,不容忽视的一点是,在这些经济学和管理学大师的经典论述中,资产专用性已经隐含着“稀缺、难以替代、难以模仿、能满足市场需求”的含义,即专用性资产同时是一种专有性资源(杨瑞龙等,2001)。

一方面,这些资源对企业来说确实是有价值的,企业离开它就会受到损失,因此企业会十分注意维护这些资产;另一方面,专用性资产的所有者如果离开企业,利益也会受到损害,从而会尽心为企业服务,这大概是资产专用性能提高企业组织租金和经济剩余的原因所在。

5. 威廉姆森把资产专用性分为场地专用性、物质资产专用性、人力资产专用性、专项资产、品牌资本和临时专用性六种。我国农业上市公司的物质资产和人力资产都具有很强的资产专用性:

农业上市公司进行农业生产所用的土地具有很强的场地专用性。农业上市公司加工农产品所投资的特定厂房、设备、基础设施和生产资料等具有十分强的物质资产专用性。这些厂房、资产设备、生产设施等都是围绕农业生产设计建造的,如大米加工设备、油脂加工设备、发酵池、牲畜屠宰设备、番茄酱加工设备、冷库、贮藏运输设备等用途比较狭窄,难以转作其他用途,在二级市场转让困难的情况下只能闲置。另外,从边干边学中形成的人力资产来看,不仅是农业技术人员,而且企业生产技术人员、管理人员、销售人员等改做其他行业的成本也很高,农业上市公司人力资产的专用性是非常明显的。

若按照上述理论分析,农业上市公司资产专用性会给企业带来经济租金,从而提升公司绩效。为了验证农业上市公司专用性投资与公司绩效的关系,本文提出如下假设:

农业上市公司资产专用性与公司绩效正相关。

备择假设:农业上市公司资产专用性与公司绩效负相关。

三、研究设计及实证

(一)研究样本及区间

本文以沪深两市A股74家农业上市公司作为研究样本。选取标准如下:按照2001年证监会行业分类规则,截至2010

年12月31日,沪深两市被证监会归为农业上市公司的共有49家。在2001年评选的第三批国家农业产业化龙头企业48家中,除去重复的15家、已退市的6家和2009年及以后上市的11家(样本数据不足3年),最后剩下65家(49+48-15-6-11)。为进一步扩大样本容量,本文又将和农业关系比较紧密的9家农产品加工业公司纳入研究范围,所以最终样本是74家。

文中数据均来源于CSMAR、CCER数据库及样本公司历年年报。

(二)指标选取及数据来源

1. 绩效度量。本文从公司盈利能力、资产管理能力、成长(发展)能力、股本扩张能力、偿债能力等方面,选取总资产收益率、净资产收益率、每股收益、主营业务利润率、存货周转率、总资产周转率、总资产增长率、营业总收入增长率、每股公积金、每股净资产、资产负债率、流动比率、应付账款周转率等15项会计指标来反映农业上市公司的绩效。用SPSS17.0软件对74家农业上市公司2002~2010年数据进行因子分析得出综合绩效得分F,作为农业上市公司绩效度量。由于篇幅所限,因子分析的详细过程不再细述。

2. 资产专用性度量。国内外研究主要采用以下方式度量资产的专用性:一是无形资产占企业总资产的比重, Collis等(1997)首先采用了这种方式。二是固定资产占企业总资产的比例, Demsetz(1999)采用了此方式。三是多指标之和的方式,即固定资产净值、在建工程、无形资产和长期待摊费用与企业总资产的比例,程宏伟等(2005)采用了此方式。四是以研发费用和广告费用占净收入的比率来衡量资产专用性,刘钰辰等(2007)直接或间接地采用了这种方式。五是构造资产专用性指数,如Cushing等(1996)和Berger等(1996)采用了此方式。

结合以上研究和我国农业上市公司实际,为保证研究结果的稳健性,本文采用LZZ、GZZ、WZZ三个指标分别来度量农业上市公司的资产专用性。

三个指标的含义及计算方式如下:

$LZZ = (\text{固定资产净值} + \text{在建工程} + \text{无形资产} + \text{长期待摊费用} + \text{商誉} + \text{开发支出}) \div \text{企业总资产}$

$GZZ = \text{固定资产} \div \text{企业总资产}$

$WZZ = \text{无形资产} \div \text{企业总资产}$

3. 控制变量。为了控制其他因素对公司绩效的影响,本文选取政府所得税优惠(ITS)、政府补贴(SUB)、销售税金税率(XTR)、资产规模(LNZ)、资本结构(ADR)、控股股东持股比例(CSPR)及高管人员持股比例(PREXH)作为控制变量,以控制财税政策、公司规模、资本结构、股东控制和管理层激励等方面的影响。

各控制变量的含义及计算方式如下:

ITS:根据我国的企业所得税法,一般公司所得税在2008年之前是33%,2008年之后统一调至25%。因此,2008年以前: $ITS = (\text{营业利润} \times 33\% - \text{实际所得税费用}) \div \text{ABS}$ (主营业务收入);2008年以后: $ITS = (\text{营业利润} \times 25\% - \text{实际所得税费用}) \div$

ABS(主营业务收入)。

SUB:本文以单位主营收入获得的财政补贴额作为财政补贴的衡量指标。

$$SUB = \text{政府补贴收入} \div \text{主营业务收入}$$

XTR:本文以主营业务所分担的主营业务税金及附加来衡量农业上市公司销售税金税率的高低。

$$XTR = \text{主营业务税金及附加} \div \text{主营业务收入}$$

$$LNZ = \text{公司年度平均总资产的对数}$$

$$ADR = \text{负债总额} \div \text{资产总额} \times 100\%$$

$$CSPR = \text{第一大股东持股数量} \div \text{公司总股份数}$$

$$PREXH = \text{高管人员持股数} \div \text{公司总股份数}$$

(三)回归分析

1. 回归模型。为了验证本文提出的假设,构建回归模型如下:

$$Y_{it} = C_0 + \beta_1 XZZ_{it} + \beta_2 ADR_{it} + \beta_3 ITS_{it} + \beta_4 SUB_{it} + \beta_5 XTR_{it} + \beta_6 LNZ_{it} + \beta_7 CSPR_{it} + \beta_8 PREXH_{it} + U_{it}$$

式中:Y_{it}表示公司绩效变量,即综合绩效得分F;XZZ_{it}表示资产专用性变量,分别代表LZZ、GZZ、WZZ;C₀是常数项;β_i是各变量的系数;U_{it}是随机扰动项系数。

2. 样本的描述性统计分析。对74家样本农业上市公司数据的描述性统计分析如表1所示。

表1 74家样本公司指标的描述性分析

变量	最大值	最小值	均值	标准差
F	2.857	-2.165	1.00e-07	0.444
LZZ	0.979	0.099	0.414	0.170
GZZ	0.852	0.034	0.300	0.143
WZZ	0.494	0	0.066	0.072
ADR	0.973	0.058	0.507	0.259
ITS	0.756	-1.510	0.002	0.133
SUB	56.360	0	0.112	2.340
XTR	13.630	-0.009	0.037	0.567
LNZ	23.750	19.180	21.24	0.829
CSPR	0.850	0	0.368	0.161
PREXH	0.716	0	0.017	0.084

由表1可以看出,综合绩效F的最大值和最小值相差较大,标准差也相对较大,但均值很小,几乎接近0。这说明我国农业上市公司整体综合绩效不高,且公司之间差距较大。从资产专用性指标LZZ、GZZ、WZZ可以看出,最大值和最小值差距较大,但标准差并不大。总体来说,这些数据大致符合我国农业上市公司的经营实际。

3. 相关性检验。为了初步检验F与LZZ、GZZ、WZZ之间的关系,本文用SPSS17.0软件处理得到四者之间的Spearman相关系数,如表2所示。由表2可以看出,综合绩效F与LZZ、GZZ、WZZ的Spearman相关系数均为负值,且都在1%的水平上显著。这说明农业上市公司资产专用性与公司绩效负相关,为此本文将进一步进行回归检验。

表2 变量相关系数

		F	LZZ	GZZ	WZZ	
Spearman 的 rho	F	相关系数	1.000	-0.256**	-0.193**	-0.237**
		Sig.(双侧)	.	0.000	0.000	0.000
	LZZ	相关系数	-0.256**	1.000	0.819**	0.292**
		Sig.(双侧)	0.000	.	0.000	0.000
	GZZ	相关系数	-0.193**	0.819**	1.000	-0.042
		Sig.(双侧)	0.000	0.000	.	0.306
	WZZ	相关系数	-0.237**	0.292**	-0.042	1.000
		Sig.(双侧)	0.000	0.000	0.306	.
	N		563	563	563	563

注:**表示在置信度(双侧)为0.01时相关性是显著的。

4. 回归结果分析。本文运用STATA9.2对面板数据进行分析。经过Hausman检验,采用固定效应模型,计量结果如表3所示。

表3 资产专用性与公司绩效的计量分析结果

	F	F	F
Con	-0.485(0.448)	-0.842(0.18)	-1.56*** (0.01)
LZZ	-0.654*** (0)	/	/
GZZ	/	-0.541*** (0)	/
WZZ	/	/	-0.567** (0.024)
ADR	-1.08*** (0)	-1.1*** (0)	-1.1*** (0)
ITS	0.392*** (0)	0.381*** (0)	0.398*** (0)
SUB	0.02(0.895)	0.03(0.837)	-0.1(0.498)
XTR	-0.095(0.876)	-0.147(0.813)	0.4(0.519)
LNZ	0.057*(0.052)	0.07**(0.018)	0.098*** (0.001)
CSPR	0.294**(0.026)	0.29**(0.029)	0.226(0.102)
PREXH	-0.27(0.588)	-0.288(0.566)	-0.25(0.621)
Adj-R ²	0.488	0.482	0.471
F值	57.28	55.81	53.49
P值	0	0	0
N	563	563	563

注:*、**和***分别表示该检验值在10%、5%和1%水平上显著。括号内是系数的P值。

由表3可以看出,在三个自变量的回归方程中,LZZ、GZZ、WZZ的系数均为负值,且都在1%的水平上显著。这说明我国农业上市公司资产专用性与公司绩效负相关,即公司资产专用性越高,公司绩效越低,与资产专用性与公司绩效正相关的假设正相反,这是一个出乎预料的结论。

在控制变量方面,ADR的系数在三个方程中均为负值,且在1%的水平上显著,说明农业上市公司负债降低了公司绩效;ITS的系数在三个方程中均为正,且在1%的水平上显著,说明所得税优惠政策显著地提高了公司综合绩效;LNZ的系数在三个方程中均为正值,且均显著,说明农业上市公司存在一定的规模经济;CSPR的系数在LZZ、GZZ方程中为正值,且显著,说明第一大股东持股比例提高有利于提升公司绩效。剩

余指标则不显著。

由以上分析结果来看,我国农业上市公司资产专用性与绩效负相关的原因可能在于:

其一,资产专用性只是取得公司经济租金的必要条件之一,却并非充分条件。资源基础的战略管理理论仅重视了资源本身的静态属性,而忽视了资源配置主体自身的机会主义、理性因素可能导致的资源配置低效率。由于缺乏良好的公司治理机制,经营者谋求个人私利而使公司资源非正当使用;由于公司人力资本素质与公司经营需求的差距,难以充分利用专用性资源为企业创造经济租金;由于经营者的有限理性或者非理性因素如过度自信等,造成投资失误而损害了公司价值。如我国农业上市公司的非农化经营或许是造成资产专用性与绩效负相关的原因之一。据笔者统计,在74家样本农业上市公司中,只有13家专注农业领域经营,其他61家农业上市公司都不同程度地进行了非农化经营。据其他学者的相关研究,非农化经营非但没有提高反而在一定程度上损害了农业上市公司绩效。农业上市公司非农化经营虽然使公司固定资产、无形资产、长期待摊费用等得到了增加,但公司绩效却没有随之提高。

其二,农业上市公司专用性资产并未形成公司的竞争优势。战略管理理论的资源基础观隐含地认为,企业专用性资产同时也是专有性资产,即行业内的其他企业难以复制、模仿和获得的战略性稀缺资源,专用性资产一定能提高公司绩效。然而,事实上很多资源虽也是专用性资产,但专有性并不强,行业内的其他竞争对手公司也拥有或者能容易地复制、模仿和获得,这样的专用性资产并未成为公司战略资源和形成核心能力,也难以提升公司绩效。

其三,交易成本经济学认为,资产专用性也会使经济组织经常面临被“敲竹杠”和“套牢”的风险。专用性资产形成企业的可专用性准租(克莱因,1978),企业是一个契约纽结(科斯,1936;Jensen、Meckling,1972;威廉姆森,1975;张五常,1983),由于契约的不完全(Grossman、Hart,1982)、合约治理结构与交易匹配的困难性(威廉姆森,1975、1985),所以农业上市公司在合约交易过程中难以规避其他各方对公司可专用性准租的侵占,所以资产专用性并不必然提高公司绩效。

此外,本文选取的LZZ、GZZ、WZZ等指标只能在一定程度上衡量农业上市公司物质资产专用性,却难以度量公司人力资产专用性,可能会对实证结果产生一定影响。

四、结论及政策建议

结论一:交易成本经济学和战略管理的资源基础理论认为专用性资产和投资是企业核心资源及企业经济租金的源泉,形成了企业核心竞争力,所以资产专用性与公司绩效正相关。本文通过对我国74家农业上市公司2002~2010年面板数据的实证研究,却得出我国农业上市公司资产专用性与绩效是显著的负相关关系,与已有研究结论相反。和已有研究相比,本文结论更具有说服力。

结论二:企业专用性资产并非一定增进公司绩效。现有的资源基础理论过于注重资源本身属性,而忽视了公司经营者的理性因素、公司治理状况及行业竞争力量,在公司经营者存在有限理性、机会主义的情况下,专用性资产并不必然增进公司绩效。我国农业上市公司非农化扩张导致资源粗放型增长,资源整体素质却未随之提高,非农化经营的低效率是资产专用性与公司绩效负相关的主要原因之一。

鉴于以上分析,我国农业上市公司应从以下方面努力:首先,进一步完善公司治理结构和机制,加强对公司实际控制者不正当经营行为的控制;其次,建立科学的投资决策制度,加强项目投资前的论证,避免盲目跟风进行多元化经营和非农化经营;最后,要识别公司核心业务和核心资源,注重核心和关键战略资源的积累、提升和维护,使专用性资产变成公司专有性资产,从而真正形成竞争优势。

本文的不足之处在于,由于度量人力资本专用性的困难性,并未研究人力资本的资产专用性与农业上市公司绩效关系,以及是否有能更好地度量资产专用性的指标,还有待后续相关研究。

主要参考文献

1. Marschak. Economic of Inquiring, communicationg, deciding. American Econmic Review, 1968; 5
2. David J. Collis, Cynthia A. Motgomery. Corporate strategy: Resource and scope of the firm. The Mc -Graw Hill companies, 1997; 32
3. Mang, P.Y.. Exploting Innovation Options: An Empirical Analysis of R&D—Intensive Firms. Journal of Economic Behavior and Organization, 1998; 35
4. 刘钰辰, 罗华伟, 张黎. 专用性资产投资对农业上市公司盈利能力的影响研究. 农村经济, 2007; 9
5. 雷新途. 我国农业上市公司资产专用性的区域特征及其财务后果差异性实证研究. 经济地理, 2009; 4
6. 黄敏, 雷新途. 中国农林企业资产专用性经济后果研究——来自沪、深农林上市公司的经验证据. 改革与战略, 2011; 6
7. 亚当·斯密著. 郭大力等译. 国富论. 上海: 上海三联书店, 2009
8. 艾尔弗雷德·马歇尔著. 朱志泰译. 经济学原理. 北京: 北京出版社, 2007
9. 迈克尔·波兰尼著. 王靖华译. 科学、信仰与社会. 南京: 南京大学出版社, 2005
10. 奥利弗·E. 威廉姆森著. 商务印书馆发行部. 资本主义经济制度. 北京: 商务印书馆, 2002
11. 杨瑞龙, 杨其静. 专用性、专有性与企业制度. 经济研究, 2001; 3
12. 程宏伟. 隐性契约、专用性投资与资本结构. 中国工业经济, 2004; 8