

终极控制权与现金流权偏离下的公司价值 ——基于我国民营上市公司的实证研究

胡 科,张宗益

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400044)

摘 要:本文利用 2005—2007 年我国民营上市公司的数据检验终极控制股东控制权、现金流权、独立董事比例与公司价值的关系,并探讨了终极控制股东控制权与现金流权的偏离对公司价值的影响。研究发现,我国民营上市公司的价值与终极股东控制权显著正相关,与现金流权、独立董事比例的相关性不显著;终极控制股东控制权与现金流权的偏离度与公司价值呈 U 型关系,且 U 型关系顶点左侧的样本数占整个样本的 84.384%,即大部分的民营上市公司终极控制股东将控制权与现金流权的偏离度控制在使其易获取控制权私人收益的范围内。

关键词:民营上市公司;终极控制权;现金流权;公司价值

中图分类号:F270.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2010)04-0086-05

1 研究背景

国外对终极控制权问题的研究始于 La Porta 等^[1],他们对全世界 27 个发达经济体的上市公司进行股权结构研究,发现除了美国、英国及日本显示出较高程度的股权分散比率外,其余国家大都存在终极控股股东。Claessens 等^[1]参考 La Porta 等^[2-3]的研究方法,探讨东亚 9 个国家/地区总共 2980 家公开上市公司的股权结构,结果也发现有超过半数股权结构为家族控制形态,且多数公司的管理层同时为终极控制股东所参与和控制。Faccio 和 Lang 等^[4]、Gadhoum 等^[5]及 Chernykh 等^[6]对西欧、加拿大、澳大利亚以及对新兴和转轨国家的研究也支持这一观点。进一步得研究还发现许多上市公司的终极控制股东会通过金字塔结构、交叉持股与互为董事等方式来达到控制公司的目的,并由此造成控制股东的控制权与其现金流权偏离一股一权,使得其所掌握的控制权超过其所拥有的现金流权。在此情况下,终极控制股东就有可能通过利益转移和掏空公司资产等方式,侵占小股东的财富,得到与其所持股份比例不相称的、比一般股东多的额外收益(控制权私人收益)^[2-3,5]。

与国外相比,国内这方面的研究相对较少。刘芍佳等^[7]2001 年对我国 1160 家上市公司的控股股东情况进行了问卷调查,研究发现中国 84% 的上市

公司最终由政府控制;叶勇等^[8-9]以 2003 年中国上市公司数据为样本发现其中 72.06% 的上市公司最终由政府控制。明显可见我国上市公司终极控制股东为政府的情况明显减小,民营或其他性质的控制股东作为终极控制权人的比例增加。近几年,国内也有一些针对终极所有权为民营的上市公司的研究,张华等^[10]研究发现我国家族上市公司的现金流权与公司绩效显著成正相关关系。相反,谷琪等^[11]却发现我国家族上市公司的公司价值与现金流权比例显著负相关。王鹏等^[12]则发现私人控制的上市公司控制股东现金流权并未体现出激励效应,现金流权与控制权的分离在某些区间上反而提高了公司绩效。但这些研究主要有两个欠缺:第一,研究数据欠缺,中国证监会 2004 年 12 月才明确要求上市公司在年报中必须披露控制股东及实际控制人情况,而以往的研究中数据的采取基本都是 2004 年以前的,因此数据可得性和真实性较低;第二,研究内容上仅立足于影响因素的一次线性关系,且影响因素选用单一。我国民营上市公司终极控制股东的控制权和现金流权是否发生偏离?其偏离对公司价值是否会产生影响以及如何影响?这些是本文的主要研究内容。

2 理论模型与研究假设

本文参考了 La Porta 等^[2]、谷琪等^[11]的研究,

收稿日期:2009-12-22

作者简介:胡科(1985—),男,四川眉山人,重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生,研究方向:公司治理;张宗益(1964—),男,贵州省人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士生导师,研究方向:公司治理、金融风险管理等,中国技术经济研究会会员登记号:1030000020S。

构建如下控制股东收益模型。假设某公司拥有资产 A , 此资产的价值为 V , 在购置此资产时, 利用债务进行了部分融资, 此债务的价值为 D 。由于本文仅研究控制股东与中小股东之间的代理问题, 而不研究股东与债权人之间的代理问题, 因此本文假定债权人具有优先权, 且不存在偿债风险, 即 $V - D > 0$ 。同样, 本文假定控制股东只能在偿还债务以后, 分配股利之前进行掠夺一定比例的控制权私人收益, 即 $PBC = s(V - D)$ 。

本文认为控制股东掠夺控制权私人收益的比例应受到控制股东的现金流权比例 a 、控制权比例 p 以及监督力度 k 等的影响, 则 $s = s(a, p, k)$, 其中 $a \in (0, 1)$, $p \in (0, 1)$ 。根据 La Porta 等^[1]的研究, 本文可以假定 $\partial s / \partial a < 0$, $\partial s / \partial p > 0$, $\partial s / \partial k < 0$, 此三个不等式表明: 控制股东的现金流权比例越小, 则控制股东掠夺的控制权私人收益比例就越大; 控制股东的控制权比例越大, 则控制股东掠夺的控制权私人收益比例就越大; 监督力度越大, 则控制股东掠夺的控制权私人收益比例就越小。由此本文提出假设:

假设一: 当终极控制股东现金流权比例越小时, 公司价值就越低;

假设二: 当终极控制股东控制权比例越大时, 公司价值就越低;

假设三: 当独立董事监督力度越小时, 公司价值就越低。

叶勇等^[8-9]、谷祺等^[11]的研究结论表明, 两权偏离度越大, 控制股东掠夺的控制权私人收益越多, 中小股东遭受的损失越大。假设公司正常性经营收益为 P 。假设控制股东选择通过出售资产获取控制权私人收益, 则控制股东收益可以表示为:

$$aP + a(1-s)(V-D) + R(k, C, \dots) \quad (1)$$

其中: aP 为控制股东现金流收益; $a(1-s)(V-D)$ 为控制股东为获取控制权私人收益出售资产获取的正常收益; $s(V-D)$ 为控制股东控制权私人收益; $R(k, C, \dots)$ 为控制股东获取控制权私人收益的行为可能带来的损失, 如名誉损失、罚款等, 它是监督力度 k 、中小股东监督成本 C 等的函数。易知中小股东的利益损失为控制股东获取的控制权私人收益 $s(V-D)$ 。当中小股东积极监督控制股东的行为, 控制股东鉴于风险和损失将停止掠夺中小股东的利益, 因此本文可以将中小股东收益公式写为:

$$(1-a)P + (1-a)(V-D) - \min\{C, s(V-D)\} \quad (2)$$

中小股东根据自身利益最大化进行损失和付出

成本的选择, 若控制股东掠夺中小股东的收益小于中小股东监督所需付出的成本, 中小股东将放任控制股东的行为, 任由控制股东掠夺控制权私人收益, 公司价值降低; 相反, 如果中小股东的损失大于其需付出的成本, 他们将积极投入监督控制股东的行为, 因为控制股东掠夺控制权私人收益行为的风险和可能带来的损失加大, 此时控制股东为提高自身收益将倾向于积极投身公司治理, 提升公司价值来提高收益中现金流收益的部分。因此提出假设:

假设四: 公司价值与终极控制股东控制权与现金流权的偏离度不存在显著一次线性关系。

3 研究样本与变量定义

3.1 变量定义

3.1.1 被解释变量设计

对公司价值的衡量指标通常包括市场价值(如 Tobin 'Q 等)指标和账面财务价值指标。其中 Tobin 'Q 值来作为衡量公司价值的指标国内外运用更多, 也更成熟。本文拟采用 Tobin 'Q 值作为衡量公司价值的指标, $Tobin 'Q = (\text{公司流通市值} + \text{公司非流通股数} \times \text{每股净资产} + \text{债务账面价值}) / \text{资产账面价值}$ 。

3.1.2 解释变量设计

根据前文的理论分析和研究假设, 解释变量共涉及上市公司终极控制股东现金流权、控制权, 控制权与现金流权的分离程度等。终极控制股东控制权和现金流权计算方法采用 La Porta 等的定义计算^[2-3], 用终极控制股东通过所有控制链累计持有上市公司的所有权权益比例来表示终极控制股东的现金流权比例, 其中每条控制链顶端对终端公司的所有权权益比例等于该条控制链条各层股东持股比例的乘积, 而控制权比例等于终极所有者控制链条上最弱的投票权相加之和。两权偏离度用终极控制股东终极控制权除以其现金流权的比率来表示。

3.1.3 控制变量

鉴于公司价值受到多种因素影响, 引入下一变量作为控制变量: 独立董事比例——独立董事人数占董事会人数比例, 用以控制独立董事的监督效应; 公司规模——用公司期末总资产的自然对数表示, 以控制公司价值潜在的规模效应; 资产负债率——用来控制负债的税盾效应及财务危机效应对公司价值的影响。同时, 由于选取的是 2004—2007 年 4 年的数据, 因此以 2004 年为基准, 设置了 3 个其他年代虚拟变量。本文研究采用的主要变量定义见表 1。

表 1 研究变量一览

变量	变量简称	代码	变量解释(计算公式)
被解释变量	托宾 Q	TOBIN_Q	托宾 Q 值 = (公司流通市值 + 公司非流通市值 + 债务账面价值) / 资产账面价值
解释变量	终极控制权	VR	$VR = \sum_{i=1}^n \min\{a_{i1}, a_{i2}, \dots, a_{it}\}$, 其中, $a_{i1}, \dots, a_{it}$, 为第 i 条控制链的所有链间控股比例。
	现金流权	CR	$CR = \sum_{i=1}^n \prod_{t=1}^t a_{it}$, 其中, $a_{i1}, \dots, a_{it}$ 为第 i 条控制链的所有链间控股比例。
	终极控制权/ 现金流权偏离度	DR	$DR = \text{终极控制权} / \text{现金流权}$ 。
控制变量	资产负债率	DAR	$DAR = \text{总负债} / \text{总资产}$ 。
	独立董事比例	OUTDIR	$OUTDIR = \text{独立董事人数} / \text{董事会规模}$ 。
	公司规模	SIZE	$SIZE = \text{公司总资产的自然对数}$ 。
	年度	YEAR	以 2005 年为基准, 引入两个哑变量, 属于某一年取 1, 不属于则取 0。

注: 公司非流通市值 = 公司非流通股数 × 每股净资产。

3. 2 样本选取

本文以 CCER 民营上市公司数据库提供的统计资料, 2004 年 12 月 31 日以前沪深两市上市的 358 家民营上市公司 2005—2007 年数据为分析样本。原因有二: 第一, 中国证监会 2004 年 12 月才要求上市公司在年报中披露控制股东及实际控制人情况; 第二, 终极控制股东侵害中小股东的利益需要一定时间, 本文假设至少需要一年时间, 所以选取 2005 年以后数据。样本选择标准如下: 剔除三年中终极控制人又重新为国家或地方政府的上市公司 18 家; 剔除未能持续经营停牌或退市的上市公司 17 家; 剔除数据未公布的上市公司 2 家; 剔除金融银行业的上市公司 2 家; 剔除三年中被 ST 的上市公司 82 家。最后得到 237 家民营上市公司 711 个观测值。为确保研究数据的准确性和可靠性, 利用年报提供的原始资料和各数据库所提供的相关资料进行交叉核对。

4 实证分析

4. 1 描述性统计

本文对主要变量进行了一般描述性统计, 从表 2 中可以发现, 我国民营上市公司的现金流权比例平均为 20. 752 %, 控制权比例平均为 31. 334 %。这说明, 我国民营上市公司现金流权与控制权分离明显, 平均而言, 控制股东掌握 1 单位的投票权, 只需要对应 0. 655 个单位的现金流, 也就是只需要承担 0. 655 个单位的经营收益及其所带来的风险。这个数值与叶勇等^[9]的 2003 年 0. 708 有了显著的下降, 这说明经过这些年的发展, 我国民营上市公司的两权偏离度持续增大。

4. 2 实证分析

本文检验了终极控制股东现金流权、控制权、独立董事比例、两权偏离度与公司价值的关系。多元统计分析结果如表 3 所示。

表 2 主要变量描述性统计

变量	最小值	最大值	中值	均值	标准差
CR	1. 399	73. 051	18. 048	20. 752	12. 997
VR	8. 020	80. 160	28. 580	31. 334	13. 311
VR/ CR	1. 000	13. 605	1. 507	2. 090	1. 709
CR/ VR	0. 074	1. 000	0. 663	0. 655	0. 278

表 3 模型 1 中 CR 系数为负, 但不显著, 这不符合本文的假设 1。模型 1 的结果让我们比较困惑。本文认为, 这种情况可能是因为一方面现金流权具有正向激励作用, 刺激控制股东积极投身公司治理, 提高公司价值, 另一方面我国民营上市公司多是家族控制, 而且其持有的又大多为非流通股, 无法在二级市场上获取资本利得以满足投资回报, 因此其主要获利方式是通过“掠夺性分红”来获取企业正常经营产生的现金。模型 2 的 VR 的系数显著为负, 说明控制权比例越大, 公司价值越小, 这支持本文提出的假设 2。本文认为, 我国民营上市公司的控制股东所掌握的公司控制权越大, 他们获取控制权私人收益、侵害中小股东的能力就越强, 进而导致公司价值的下降。

5 个模型中 OUTDIR 的系数均为正, 但仅模型 1 和模型 3 中显著, 但显著性水平为均接近 10 %, 这说明独立董事占董事会比例与公司价值相关性不明显。我国民营上市公司中的独立董事并没能很好的保护中小投资者的利益, 可能的主要原因是现在我国的独立董事设置主要是依据国家政策规定, 比例几乎恒定为 1/3, 控制股东并不愿意多设立独立董事来监督自身行为, 而独立董事也尚不能抵抗控制股东以及管理层的压力。

模型 4 和模型 5 中两权偏离度 (VR/ CR) 与公司价值一次关系不显著, 二次关系显著, 即二者为 U 型关系。这验证了本文的假设 4, 说明公司价值与现金流权/ 控制权偏离度不存在显著线性关系, 而是先随其增大而降低, 等经过一个极限点后又逐渐随

着偏离的增大而增加。根据模型,本文测算出转折点大致在两权偏离度(VR/CR)为 3.600 附近,在偏离度小于 3.600 时,公司价值随偏离度增大而降低,此时控制股东极力通过各种手段获取控制权私人收益,损害中小股东利益及公司价值,大于 3.600 时公司价值随偏离度增大而增加。而在统计中本文也发现 2005—2007 年数据中,两权偏离度小于 3.600 占整个样本的 84.384%,也就是说大部分民营上市公司控制股东都将偏离度控制在有利于其获取控制权私人收益的比例内。另外本文还发现,净资产收益与公司价值显著正相关,资产负债率、公司规模与公司价值显著负相关,这与大部分学者的研究一致^[9-12]。

多元统计分析结果如表 3 所示:

表 3 实证结果——终极控制权、现金流权及其偏离下的公司价值

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
CONSTANT	6.194 *** (0.000)	6.104 *** (7.234)	6.246 *** (7.399)	6.236 *** (7.408)	6.270 *** (7.418)
VR		-0.005 ** (-2.289)			
CR	-0.003 (-1.423)				
DR				-0.013 (-0.517)	-0.166 *** (2.644)
DR ²					0.023 ** (2.254)
OUTDIR	0.010 * (1.712)	0.010 (1.613)	0.010 * (1.696)	0.009 (1.527)	0.009 (1.501)
DAR	-0.009 ** (-1.968)	-0.009 ** (-2.357)	-0.009 ** (-2.112)	-0.009 ** (-2.124)	-0.009 ** (-2.512)
SIZE	-0.548 * (-1.695)	-0.524 * (-1.797)	-0.559 * (-1.693)	-0.560 * (-1.780)	-0.510 * (-1.739)
YEAR2006	0.270 * (1.704)	0.264 (1.614)	0.275 * (1.778)	0.275 * (1.779)	0.258 (1.553)
YEAR2007	1.381 ** (2.218)	1.371 ** (2.013)	1.388 ** (2.196)	1.388 ** (2.156)	1.367 * * (2.382)
R ²	0.295	0.288	0.291	0.301	0.309
Adjust R ²	0.291	0.281	0.282	0.291	0.298
F 统计量	42.023 ***	40.623 ***	41.220 ***	43.246 ***	44.909 ***
样本数	711	711	711	711	711

注:括号内数字为 t 值,“*”、“**”、“***”分别表示 10%、5%和 1% 的显著性水平。

5 结论

第一,本文对我国民营上市公司的现金流权、控制权以及两权分离程度进行了分析。研究表明,我国民营上市公司的现金流权比例平均为 20.752%,控制权比例平均为 31.334%,这说明,我国民营上市公司现金流权与控制权的分离明显。平均而言,控制股东掌握 1 单位的投票权,只需要对应 0.655

个单位的现金流。这个数值与叶勇等^[9]的 2003 年 0.708 有了显著的下降,说明经过这些年发展,我国民营上市公司的两权偏离度持续增大。

第二,本文采用托宾 Q 值表示公司价值,对诸如现金流权比例、控制权比例以及独立董事人数占董事会的比例在内的诸多影响公司价值的因素进行分析。研究发现,我国民营上市公司的公司价值与现金流权比例相关性不显著。一方面这可能与我国民营上市公司终极控制股东对公司产生的利益进行“掠夺性分红”损害公司价值有关;另一方面我国民营上市公司拥有的现金流权又具有正向激励作用,激励终极控制股东积极投身公司治理提升公司价值。这两个相反作用的结果导致我国民营上市公司的公司价值与现金流权比例相关性不显著。我国民营上市公司的公司价值与控制权比例显著负相关,说明控制股东的控制权越大,公司价值越低;民营上市公司的公司价值与独立董事比例相关性不显著,说明我国民营上市公司的独立董事并不能很好保护中小股东等投资者的利益;我国民营上市公司价值与两权偏离度一次关系不显著,二次关系显著,二者成 U 型关系,即我国民营上市的公司价值随着终极控制股东控制权与现金流权的偏离率先下降后上升。另外本文还发现在 U 型关系的顶点左侧的样本数占整个样本的 84.384%,即大部分民营上市公司终极控制股东将控制权与现金流权的偏离度控制在使其容易获取控制权私人收益的比例范围内。

这些发现不仅有助于约束终极控制股东攫取行为机制的建立,还有助于我们更深刻地理解终极控制股东与广大中小股东之间的代理问题。特别是在我国治理机制缺乏和运行不力的转型经济制度背景下,本文的研究结论无疑具有重要的理论和实践意义。

参考文献

[1] CLAESSENS S,DIANKOV S,FAN J,et al. The separation of ownership and control in east Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics,2000,58(6):81-112.

[2] LA PORTA R,LOPEZ DE SILANES F,SHLEIFER A. Legal Determinants of External Finance[J]. Journal of Finance,1997,52(2):1131-1150.

[3] LA PORTA R,LOPEZ DE SLIANES F,SHLEIFER A. Corporate ownership around the word[J]. Journal of Finance,1999,54(2):471-517.

[4] FACCIO M,LANG L. The Ultimate Ownership of Western European Corporations[J]. Journal of Financial Economics,2002,65(1):365-395.

[5] GADHOUM Y,LANG, YOUNG. Who controls US[J]. European Financial Management,2006,11(3):339-363.

- [6] CHERNYKH L. Ultimate Ownership and Corporate Performance in Russia[D]. Drexel University, 2005.
- [7] 刘芍佳,孙霁,刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究, 2003(4): 51-62.
- [8] 叶勇,胡培,谭德庆. 控制权和现金流权偏离下的公司价值和公司治理[J]. 管理工程学报, 2007, 21(4): 71-76.
- [9] 叶勇,刘波,黄雷. 终极控制权、现金流权与公司价值——基于隐形终极控制论的中国上市公司治理实证研究[J]. 管理科学学报, 2007, 10(2): 66-78.
- [10] 张华,张俊喜,宋敏. 所有权和控制权分离对公司价值的影响——我国民营上市企业的实证研究[J]. 经济学, 2004(3): 1-13.
- [11] 谷祺,邓德强,路倩. 现金流权与控制权分离下的公司价值——基于我国家族上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2006(4): 30-36.
- [12] 王鹏,周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效: 基于中国上市公司的证据[J]. 金融研究, 2006(2): 88-98.

Ultimate Controlling Right, Cash Flow Right and Corporate Value of Private Listed Companies in China

Hu Ke, Zhang Zongyi

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract : This paper uses the data about private listed companies in China during 2005-2007 to analyze the relationships between ultimate controlling shareholder's controlling right, cash flow right as well as the proportion of independent directors and corporate value and the effects of the separation degree of ultimate controlling shareholder's controlling right and cash flow right on corporate value. The result shows that: ultimate controlling shareholder's controlling right is negatively correlative with corporate value, but the correlations between cash flow right as well as the supervision and corporate value are all not significant; the separation rate of cash flow rights from control rights of ultimate shareholders is not significantly negatively related with corporate value, but significantly U-relations, and the samples on the left side of peak accounts for 84.384 percent of entire samples, that is, the majority ultimate shareholders of private listed companies keep the separation rate of cash flow rights from control rights of ultimate shareholders in the range which makes the ultimate shareholders can easily obtain the private benefits of control.

Key words : private listed company; ultimate controlling right; cash flow right; corporate value

(上接第 79 页)

参考文献

- [1] 顾斌,周立烨. 我国上市公司股权激励实施效果的研究[J]. 会计研究, 2007(2): 79-84.
- [2] Hall B J, Jeffrey B L. Are CEOs really paid like bureauerats[J]. Quarterly Journal of Eeonomies, 1998, 6(2): 52-59.
- [3] Mehran. Executive compensation structure, ownership, and firm performance[J]. Journal of Financial, 1995: 163-184.
- [4] 李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2004(1): 4-7.
- [5] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司绩效[J]. 经济研究, 2000(3): 77-80.
- [6] 于东智. 董事会行为、治理效率与公司绩效[J]. 管理世界, 2001(2): 25-29.
- [7] 权丽平. 对经理股票期权行权价确定的分析——上海贝岭和清华同方股票期权行权价确定的案例分析[J]. 经济研究, 2003(5): 74-83.
- [8] 王秋霞,陈晓毅. 我国上市公司实施股权激励后的市场效应研究[J]. 市场论坛, 2007(8): 56-58.
- [9] 谢纪刚. 国有控股上市公司股票期权激励的市场效应研究[J]. 软科学, 2007(12): 104-108.

Empirical Research on Stock Price Reactions to Stock Option Incentive in Listed Firms

Yan Taihua¹, Zhou Ling

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract : This paper chooses 29 listed firms with stock option incentive as the sample, collects the average stock prices in the light of the period of thirty working days before and after the firm's announcement. Then the thesis uses the measurement software Eviews 5.0 and Excel to do the regression analysis and the empirical research. The results show that the stock option incentive can bring positive market reactions to stock prices in a short time after the stock option incentive announcement and offer the investors excess profits.

Key words : stock option incentive; listed firms; stock price; excess profit.