

生命周期视角下

股权制衡的特征与企业绩效研究

□王正军(教授) 孙田田 王 书(兰州理工大学经济管理学院 甘肃兰州 730050)

摘要 本文采用实证研究方法,分析不同生命周期阶段股权结构与企业绩效的相关性。结果表明:成长时期,上市公司第二大股东的持股份额与企业绩效呈负相关,股权制衡数量与企业绩效没有明显的相关关系;成熟时期,上市公司第二大股东持股份额与企业绩效呈显著正相关,股权制衡数量与企业绩效不存在明显相关关系。

关键词 股权制衡 企业绩效 企业生命周期

经过“股权分置”改革,原有的非流通股份经过限售期后开始具有流通性,“一股独大”问题得到了一定程度的缓解,中小投资者开始重视自我权力的保护,大股东与小股东之间的利益冲突开始显现,很难从股权集中和股权分散之间找到平衡点。股权结构的“最优”,是在集中与分散之间权衡后的结果。股权的集中将鼓励大股东的监督活动,但是过度的集中将导致风险分担不足和市场流动性,股权制衡的理念因此逐渐受到关注。徐莉莉等(2006)指出,股权制衡是指两个或两个以上的大股东共同享有企业的控制权,他们通过内部博弈和牵制,最终形成大股东之间相互制约的权力模式。它能够帮助解决两种委托代理问题:可以通过制衡削弱经理层权力的过度滥用,还可以维护其他小股东利益。

企业绩效是由多种因素共同作用下的结果,本文研究制衡的股权结构下企业经营绩效随股权份额变动如何变化,同时将企业生命周期理论纳入研究范围,从不同的企业生命周期阶段来考虑股权结构应如何安排,才能有助于企业更有针对性地选择股权结构,提高企业绩效。

一、理论分析和研究假设

企业发展会经历生命周期过程已经得到理论与实证研究的认同与确证,对于生命周期的划分,本文借鉴现金流组合方法。处于成长期的企业投资支出较大,需要大量的筹资给予支持,企业采取扩张的策略,因此成长期的投资现金流量净额为负,筹资现金流量净额为正,经营现金流量净额为负;处于成熟期的企业已收回部分投资,开始大量归还借款并采用现金股利为主的股利政策,企业生产经营达到最佳状态。因此投资现金流量净额为正,筹资现金流量净额为负,现金流量净额为正。同时,仅凭一个年度的现金流量尚不足以揭示所有问题,应从较长期间的周期来考虑,应使用

三个完整年度的财务状况来判断。若三年的投资现金流量净额之和为负,筹资现金流量净额之和为正,经营现金流量净额之和为负,则认为处于成长期;若三年投资活动现金流量净额之和为正,筹资活动现金流量净额之和为负,经营现金流量净额之和为正,则认为处于成熟期。

随着企业进入发展期,规模增加,所需资金量加大,市场环境较不稳定,生产经营中不确定性加大。为了抓住重要战略机遇,企业需要一个在竞争复杂的环境中认清形势,迅速做出决策的领头者。这时公司治理要重视企业灵活决策,发挥决策机制效用。所以,成长期的企业采用内部监控型公司治理模式比较合适。从激励角度来看,分散的控制权力有可能会让各个股东只能得到有限的投资回报,不能很好地鼓励其追求企业处在成长期可观的风险收益。成熟期的企业已经步入了稳定的发展阶段。仅凭借少数投资者没有能力提供大规模社会化生产所需的大量资本,出资人多元化成为趋势。成熟期企业在公司治理上应尽可能避免经理层无作为、资源使用效率过低以及大股东谋求控制权私利,导致企业价值被攫取的行为,控制权分散会形成多个大股东共存,可以对管理层和股东之间有效的监督。这个阶段的企业,比较合适的公司治理模式是外部监控型公司模式。公司治理重点关注股权结构的提高带来的监督作用,注重激励和制衡机制效用的发挥。

因此,依据以上的理论分析,提出如下假设:

H1:非绝对控股公司中,成长期企业第二大股东持股份额与企业绩效负相关;成熟期企业第二大股东持股份额与企业绩效正相关。

H2:非绝对控股公司中,成长期企业股权制衡数与企业绩效负相关;成熟期企业股权制衡数与企业绩效正相关。

二、研究设计

(一)变量设计。

1.被解释变量(ROA)。由于我国具体证券环境导致资产净收益率作为经营业绩的衡量指标可信度不高,而总资产收益率具有比较大的不可操作性,能在一定程度上弥补企业盈余管理所带来的效果扭曲。国外多采用托宾Q值、EVA来衡量经营绩效和价值,但我国特殊的股权结构、过度投资、市场封闭等原因导致这两个指标的获取存在较大困难。本文实证分析选取会计报表中最常用的业绩指

标——总资产收益率来衡量企业的经营绩效。

2.解释变量。本文的解释变量有两个:第二大股东持股比例(Share)和股权制衡数(Number)。股权制衡结构的要求是:企业第一大股东的持股份额不超过50%,且第二大股东持股份额高于10%,因此股权制衡数应是除第一大股东外持股比例高于10%的股东数。

3.控制变量。本文注意控制以下变量对企业绩效的影响:企业规模(Size);选取企业账面资产总额的自然对数来代表公司规模,企业的规模效应对经营绩效的影响;财务杠杆(Lev):资产负债率反映企业的资本结构和偿债能力。

(二)样本和数据来源。本文选取沪深两市2009-2011年挂牌交易的A股上市公司为研究样本。剔除第一大股东和非控股股东存在清晰或者明显主从关系的企业;剔除2009-2011年三年现金流量数据不完整的公司;剔除ST公司和财务指标不全的上市公司;剔除企业生命周期特征不明显的金融类公司。最后筛选成长期有528个样本,成熟期有157个样本。本文使用的数据主要来自于WIND资讯数据库及国泰安数据库,使用的统计软件是SPSS17.0以及EXCEL。

(三)研究模型。本文为了检验假设,特建立如下模型:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 Share + \beta_2 Number + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \varepsilon$$

其中: β_0 是回归方程的常数项; β_i (其中*i*=1,2,3,4)是各解释变量和控制变量的待估系数; ε 为随机误差项。

(四)实证结果与分析。根据表2可以看出,成长期企业总资产收益率均值为0.537%,说明了我国上市公司2009-2011年度的整体收益水平,但是从极值看差异很大,说明成长期企业绩效差距很大,可能是由于样本没有对行业进一步划分,存在行业的差距。第二大股东持股比例均值是18.6382%,最小值则是制衡股东持股阈值。可以看出第二大股东发言权较弱于第一大股东。股权制衡数额1-3个,平均值为1.3485,1个偏多,可能是一个制衡股东有利于减少大股东间利益侵占而相互争抢。上市公司的资产负债率平均水平57.43%,处在一个比较稳健的水平,可能是因为成长时期的企业,财务策略倾向于低风险。

表2 成长期描述性统计

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.Deviation
ROA	528	-0.1821	0.2030	0.0537	0.0314
Share	528	10	38.6	18.6382	5.8776
Number	528	1	3	1.3485	0.4375
Size	528	20.648	29.6752	22.1342	1.8534
Lev	528	0.02874	1.2754	0.5443	0.3325

根据表3,可以得出成熟期企业的总资产收益率均值为0.26%,体现了成熟期我国上市公司2009-2011年度的整体收益水平,但是从极值上看绩效差距很大,这可能是因为处在成熟期的企业正在面临转型和新的挑战。第二大股东持股份额均值是18.0732%,持股水平与成长期差别不大,第二大股东的发言权也比较弱,在制衡数量上最多3

个,1个居多,这也与成长期类似。资产负债率均值为64.83%,与成长期相比较,资产负债率略低,这是由于成熟期的企业发展进入稳定期,财务政策相对稳健。

表3 成熟期描述性统计

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.Deviation
ROA	157	-0.4352	0.7973	0.0026	0.01653
Share	157	10.01	36.5	18.0732	6.3643
Number	157	1	3	1.3623	0.4126
Size	157	17.6383	24.9438	21.2934	1.3938
Lev	157	0.1174	0.7654	0.5183	0.0683

表4、表5的F观察值分别为85.9989和11.201, Adjust R-squared分别是0.5498和0.287,拟合度比较好。

表4 成长期线性回归分析

Number of observation		528	
F		85.9989	
Adjust R-squared		0.5498	
Model	coefficients	t	Sig.
constant	0.0357	2.5648	0.0013
share	-0.0011	1.7398	0.0483
Number	0.0028	1.12	0.1434

表5 成熟期线性回归分析

Number of observation		157	
F		11.201	
Adjust R-squared		0.287	
Model	coefficients	t	Sig.
constant	-0.4877	-0.737	0.2020
share	0.021	2.062	0.0047
Number	0.001	-0.034	0.0683

本文假设1认为成长期企业第二大股东持股份额与企业绩效负相关;成熟期企业第二大股东持股份额与企业绩效正相关。从表4、表5可以看出,回归系数显著性检验的概率P-值小于显著性水平 $\alpha = 0.05$,因此解释变量与被解释变量间的线性关系显著。成长期第二大股东持股比例与企业经营业绩呈反向变动关系,而成熟期第二大股东持股比例与企业经营业绩呈正向变动关系,并且它们的t观察值比较显著,说明解释变量的解释力较强。从企业生命周期划分角度来说第二大股东对第一大股东的制衡影响企业经营绩效效果是显著的。假设2认为成长期企业股权制衡数与企业绩效负相关;成熟期企业股权制衡数与企业绩效正相关。成长期,股权制衡数与企业绩效呈正相关,这与假设相反,但是t观察值是1.12,正相关关系不显著,解释力不强。在成熟期,股权制衡数与企业经营绩效呈正相关关系,但是t观察值是0.034,线性关系非常不显著。

通过描述统计和多元线性回归分析得出以下结论:在企业成长期,企业为了保持高效的决策,公司必须要有一个能够统领全局做出迅速决定的主导者。股权制衡不是好的选择,而应该选择绝对控股的股权格局。我们不能一味否定“一股独大”的股权结构。假设1证实了这一点。在企业的成熟期,企业的公司治理重点应该放在第二类代理问题上,更需要股权结构具有监督性,会对企业的整体价值有促进作用。假设2证实了这一点。在企业的成熟期,虽然控股股东可以互相制衡,互相监督,但是也有可能合谋挖掘企业的公司价值,所以经营绩效与制衡个数之间不存在明显的相关关系。S