

Study of Effect of Separation of Cash Flow and Control Rights on Growth of Small and Medium-Sized Board of Listed Companies—Based on the Tobin's Q Value

Jia Li, Mei Zhong

School of Economics and Management, Southwest Forestry University, Kunming Yunnan
Email: 1966908508@qq.com

Received: Jul. 4th, 2016; accepted: Jul. 18th, 2016; published: Jul. 26th, 2016

Copyright © 2016 by authors and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

Abstract

This paper, based on a convenience sample of 2014 listed small and medium-sized enterprise board in China, studied the influence of cash flow rights, control power and two rights separation degree of the ultimate controlling shareholders on the enterprise growth. The findings show that cash flow rights and corporate growth are positive related; control power and enterprise growth are positive related; the greater the degree of separation of cash flow and control rights is, the greater the erosion of ultimate controlling shareholder to the company's value is, resulting in the more negative impact on the growth of enterprises.

Keywords

The Separation Degree of Two Rights, Tobin's Q Value, Corporation Growth

现金流权和控制权分离对上市中小板企业成长性的影响研究——基于托宾Q值指标

李 佳, 钟 美

西南林业大学经济管理学院, 云南 昆明
Email: 1966908508@qq.com

收稿日期: 2016年7月4日; 录用日期: 2016年7月18日; 发布日期: 2016年7月26日

摘要

本文以2014年我国上市中小板企业为样本, 研究终极控股股东现金流权、控制权、两权分离度对企业成长性的影响。研究发现, 现金流权与企业成长性正相关; 控制权与企业成长性正相关; 现金流权和控制权分离程度越大, 终极控股股东对公司价值的侵蚀就越大, 越会对企业的成长性造成负面影响。

关键词

两权分离度, 托宾Q值, 企业成长性

1. 引言

从 La Porta 等发现全球大多数国家的上市企业的股权结构相对集中以来, 学者们对委托代理问题的研究就开始从“股东 - 经理层”逐渐转移到“控股股东 - 中小股东”上面来。在股权集中结构的情况下, 终极控股股东用较少的现金流掌控着企业的实际控制权, 能够通过参加并决定公司的各项经营决策为自身谋取利益, 而且还能通过关联交易、资金占用、关联担保、多元化投资等形式转移公司资源, 侵占中小股东利益[1]。现金流权和控制权的不对等, 不符合“一股一权”的原则, 这会给上市公司的企业成长性带来怎样的影响呢? 本文用托宾 Q 值代理企业成长性, 分别研究现金流权、控制权以及两者间的分离度对企业成长性的影响。

2. 研究设计

(一) 研究假设

根据 La Porta 等定义, 现金流权是指股东依据股权份额享有的收益分配权和剩余求索权。若股权控制链条仅有一条控制链, 则现金流权等于该条控制链条上的各层股份持有份额的乘积; 若股权控制链存在多条控制链, 则现金流权就等于每个控制链条上的各层股份持有份额的乘积之和[2]。现金流权越大, 控股股东就能在企业中分得越多的共享收益, 即控股股东要获得控制权的私有收益就会付出越大的成本。因此, 控股股东会倾向于做出对企业有利的决策, 从而有利于企业的长远发展。因此提出假设:

假设 1: 企业成长性与终极控股股东的现金流权正相关。

控制权是从现金流权中派生出来的经济性权利。指控股股东控制的投票权比例, 包括直接持有的股票权和通过一连串控股公司间接持有的投票权。按照“一股一票”原则, 控制权与现金流权应一一对应。但在现金流权与控制权分离的情况下, 情况并非如此。随着终极控股股东控制权的增加, 其利用控制权来获取私利的能力和动机也会增加。当控股股东利用控制权获取的私利大于其应从企业中分得的收益时, 其就会更倾向于获得控制权私利; 若利用控制权获得的私利小于或等于从企业中分得的收益时, 就会放弃控制权私利, 为企业整体利益考虑, 做出有利于企业的行为。因此, 提出两个相对立的假设:

假设 2-1: 企业成长性与终极控股股东的控制权正相关。

假设 2-2: 企业成长性与终极控股股东的控制权负相关。

通常情况下,对直接控股股东来说,符合“一股一票”的原则。终极控股股东通过金字塔结构、交叉持股等方式获得更多的控制权,用少量的现金流权获取了更大的控制权,背离了“一股一票”的原则。此时,就出现了现金流权和控制权的分离,分离的程度越大,终极控股股东就越倾向于用控制权获取私利,做出对企业不利的行为,对企业的成长性产生的负面影响也越大。因此提出假设:

假设 3:企业成长性与现金流权和控制权的分离程度负相关。

(二) 样本选取和数据来源

本文使用的是 2014 年中小板上市公司为初始样本,剔除如下公司:1) 研究期间被 ST 的公司;2) 变量数据不全的公司;3) 终极控制人不详的公司;4) 数据异常的公司。经过筛选,最终得到 645 个观察值。研究的数据取自国泰安 CSMAR 数据库查询系统,缺失部分通过上市公司年度财务报表计算整理所得。

(三) 变量的定义:见表 1

每股净资产是指上市公司股东权益与总股数的比率。反映每股股票所拥有的资产现值,也是每股股票拥有的实际资产数量;息税前每股收益反映企业的盈利能力。一般情况下盈利能力越强,企业的声誉越好,潜在投资者越愿意投资企业,企业成长性也就越好;偿债能力是指对于企业的负债有多少的资产可用于偿还,通常情况下,偿债能力越大,企业越能够持续经营下去。目前许多学者均选择经营收入和经营利润的增长率作为企业成长性的评价指标。但经营收入和经营利润的增长率极有可能存在人为操纵利润的现象,因此本文选择托宾 Q 值常用来衡量企业成长性。

(四) 模型建立

本文对终极控股股东现金流权(CFR)、控制权(CR)及两权分离度(DIV)与企业成长性(基于托宾 Q 值)之间的关系进行研究,构建模型如下:

$$TOBIN'Q = \alpha_0 + \alpha_1 CFR + \alpha_2 BVP + \alpha_3 PTEPS + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 LTA + \varepsilon_1 \quad (4-1)$$

$$TOBIN'Q = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 BVP + \beta_3 PTEPS + \beta_4 SIZE + \beta_5 LTA + \varepsilon_2 \quad (4-2)$$

$$TOBIN'Q = \theta_0 + \theta_1 DIV + \theta_2 BVP + \theta_3 PTEPS + \theta_4 SIZE + \theta_5 LTA + \varepsilon_3 \quad (4-3)$$

模型(4-1)、(4-2)、(4-3)分别用于检验现金流权、控制权、两权分离度对企业成长性(基于托宾 Q 值)的影响。

Table 1. Definition of variables
表 1. 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义或计算方法
托宾 Q 值	TOBIN'Q	企业的市场价值和期末总资产之比,其中市场价值为股权市值与净债务市值之和,另非流通股市值用净资产代替计算
现金流权	CFR	股东依据股份份额享有的收益分配权和剩余索取权
控制权	CR	指控股股东控制的投票权比例,包括直接持有的股票权和通过一连串控股公司间接持有的投票权
控制权和现金流权的分离 ^[3]	DIV	控制权与现金流权的差额
每股净资产	BVP	股东权益与股本总额的比率
息税前每股收益	PTEPS	息税前利润与股本总数的比率
企业规模	SIZE	年末总资产对数
偿债能力	LTA	总资产与总负债的比率

3. 实证结果与分析

(一) 描述性统计

本文样本总量为 645 个, 首先对各个变量的数据进行描述性统计, 见表 2。

表 2 为全样本下的描述性统计, 现金流权的均值为 37.115194, 控制权的均值为 42.037626, 两权分离度的均值为 4.922432, 在不同的企业存在较大的差别, 最小分离度为 0, 最大分离度高达 32.8004, 衡量企业成长性的托宾 Q 值得均值为 2.29630830。

(二) 实证结果

表 3 为公司价值与现金流权、控制权和两权分离进行回归的结果。

(三) 结果分析

如表 3 所示, 经回归分析得出的回归方程为:

$$\text{TOBIN}'Q = 20.686 + 0.124\text{CFR} - 0.27\text{BVP} + 0.313\text{PTEPS} - 0.469\text{SIZE} + 0.214\text{LTA} + \varepsilon_1$$

$$\text{TOBIN}'Q = 20.725 + 0.096\text{CR} - 0.262\text{BVP} + 0.31\text{PTEPS} - 0.469\text{SIZE} + 0.217\text{LTA} + \varepsilon_2$$

$$\text{TOBIN}'Q = 21.082 - 0.065\text{DIV} - 0.265\text{BVP} + 0.319\text{PTEPS} - 0.467\text{SIZE} + 0.223\text{LTA} + \varepsilon_3$$

Table 2. Descriptive statistics
表 2. 描述性统计

	N	极小值	极大值	均值	标准差
现金流权	645	3.7494	84.2092	37.115194	16.3433850
控制权	645	11.4600	89.5700	42.037626	15.7642899
两权分离度	645	0.0000	32.8004	4.922432	7.5744964
每股净资产	645	0.799080	18.335432	4.92298863	2.453825019
息税前每股收益	645	-1.644495	5.382679	0.49837179	0.518597091
托宾 Q 值	645	0.092255	12.181422	2.29630830	1.490852241
企业规模	645	18.814670	27.039688	21.56939617	0.802450390
偿债能力	645	1.052037	57.057065	4.54364448	4.500862431

Table 3. Regression results
表 3. 回归结果

变量	模型(4-1)		模型(4-2)		模型(4-3)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
CFR	0.124**	3.88**				
CR			0.096*	3.01*		
DVA					-0.065*	-2.035*
BVP	-0.27**	-6.81**	-0.262**	-6.607**	-0.265**	-6.622**
PTEPS	0.313**	7.726**	0.31**	7.604**	0.319**	7.784**
SIZE	-0.469**	-13.097**	-0.469**	-13.054**	-0.467**	-12.951**
LTA	0.214**	6.503**	0.217**	6.568**	0.223**	6.719**
C	20.686**	14.536**	20.725**	14.488**	21.082**	14.719**
F 值	70.963**		69.142**		67.648**	

注: *代表在 5%的水平下显著, **代表在 1%的水平下显著。

从表 3 中的回归分析结果中可以看出, 在模型(4-1)中, CFR 的系数为 0.124, 且在 1% 的水平下显著, 说明企业的现金流权越大, 终极控股股东越不会做出对企业不利的行为, 越有利于企业的发展, 因此验证假设 1。在模型(4-2)中, CR 的系数为 0.096, 且在 5% 的水平下显著, 说明单就控制权而言, 控制权越大, 控股股东越愿意为企业的整体价值考虑, 做出对企业发展有利的行为, 使得企业的成长性更好。在模型(4-3)中, DIV 的系数为-0.065, 且在 5% 的水平下显著。说明随着控制权与现金流权的分离程度越大, 终极控股股东通过控制权获得私有收益的动机和能力越强, 而控股股东获得的私有收益都是以损害企业整体利益为代价的, 这无疑会对企业的成长带来不利影响, 从而验证假设 3。

在其他的几个变量中, 各个模型回归结果发现, 息税前每股收益和偿债能力与企业的成长性正相关。这与前面在变量定义中的分析一致。另一方面, 每股净资产和企业规模与企业成长性负相关, 这是因为企业中的资产并没有充分利用起来, 不利于企业成长。

4. 结论和建议

本文用 2014 年我国 645 家中小板上市公司为样本, 以托宾 Q 值代理企业成长性, 研究了终极控股股东现金流权、控制权、两权分离度对企业成长性的影响。结果发现, 现金流权与企业成长性正相关; 单就控制权的角度来说, 控制权与企业成长性正相关; 两权分离度与企业成长性呈现负相关关系。同时, 关于两权分离度对企业成长性的负面影响的研究揭示了我国中小板上市公司终极控股股东现金流权和控制权分离是控股股东存在损害中小股东利益的内在根源。

基于上述结论, 为了企业的未来可持续发展, 有如下建议: 首先, 国家对终极控股股东现金流权的持有量要有最低要求, 鼓励他们持有与他们控制权相当的现金流权, 以便减少控制权和现金流权的分离程度, 让终极控股股东的目标与企业目标趋于一致; 其次, 国家要完善证券的法律法规, 加强对通过金字塔持股股权结构、交叉持股股权结构等方式控制上市公司的终极控股股东的有效监督, 以便减少两权分离引起的终极控股股东做出的对企业不利的行为; 同时, 加大对中小股东利益的侵占行为和损害企业整体利益的行为的惩罚, 对于上市公司的信息披露要更透明化, 规范化; 最后, 对中小股东要加强相关政策法规的学习, 明确他们自身的权利, 同时也要加强对他们的保护力度, 以期建立一个完善的市场环境, 降低控股股东与中小股东的委托代理关系, 为企业的发展提供有利的条件。

参考文献 (References)

- [1] 许洋. 控制权和现金流权分离对我国民营上市公司价值的影响研究——基于经济附加值(EVA)指标[J]. 现代经济信息, 2015(18): 262-264.
- [2] 宋献中, 田力军. 控制权和现金流权分离、财务杠杆和企业投资行为[J]. 经济与管理研究, 2010(11): 81-87.
- [3] 陈倩, 宋从涛. 产权性质、控制权和现金流权分离与企业过度投资行为[J]. 财会通讯: 综合, 2013(15): 24-26.

期刊投稿者将享受如下服务：

1. 投稿前咨询服务 (QQ、微信、邮箱皆可)
2. 为您匹配最合适的期刊
3. 24 小时以内解答您的所有疑问
4. 友好的在线投稿界面
5. 专业的同行评审
6. 知网检索
7. 全网络覆盖式推广您的研究

投稿请点击：<http://www.hanspub.org/Submission.aspx>