

学科分类：
产业组织与企业管理

农业产业化龙头企业控股股东 控制与企业业绩

毛世平 吴敬学

二〇〇九年九月二十日

主要内容

- 研究背景与问题提出
- 研究框架
- 研究方法
- 研究设计与主要研究结论
- 政策含义

研究背景与问题提出

- ※ 发展、推进现代农业是建设社会主义新农村的首要任务和产业基础，龙头企业是引导农民发展现代农业的重要带动力量
- ※ 2004年到2008年中央连续下发五个关于“三农”问题的“一号文件”以及党的十七大报告，都强调了要加快农业产业化龙头企业发展，着力培育一批竞争力、带动能力强的龙头企业
- ※ 无论是从政策角度还是在实践中，农业产业化龙头企业的界定范围已经不仅局限于传统意义上的上游产业和中游产业，还应包括具有高附加值的下游产业——农产品加工业。因此，需要从产业链的角度作为切入点，来理解农业产业化龙头企业的内涵。

研究背景与问题提出

- ※ 按照发展极理论，农业产业化龙头企业在农业产业化经营中能够起到发展极的作用，而农业产业化龙头企业中的上市公司（以下简称“涉农上市公司”）是“龙头中龙头”，这些涉农上市公司业绩的高低更能反映农业产业化龙头企业竞争力和带动力的强弱
- ※ 普遍存在于中国涉农上市公司的金字塔控制结构是控股股东对上市公司实施控制最为主要的方式，涉农上市公司治理的核心问题是控股股东和其它社会中小投资者之间的利益冲突问题
- ※ 控股股东不同的控制结构、控制方式对涉农上市公司产生何种程度的经济后果，这些都是需要检验的实证问题。
- ※ 涉农上市公司控股股东控制与公司业绩成为本研究的主题。

研究框架：理论分析与研究假设

✓ 涉农上市公司控股股东的控制权与公司业绩

假设1：控股股东的控制权与涉农上市公司业绩之间存在非线性的正“U”型关系

✓ 控股股东的控制形式与公司业绩

假设2：控股股东通过构建金字塔控制结构而采用混合型控股公司的控制形式控制涉农上市公司能够产生正面的治理效应，而纯粹型控股公司控制形式则产生负面治理效应

研究框架：理论分析与研究假设

✓ 控股股东性质、类型与公司业绩

假设3: 政府控股股东控制的涉农上市公司能够产生负面的治理效应，降低公司业绩；省级政府控股股东产生正面的治理效应，而中央政府、地区级政府和县级政府控股股东则产生负面的治理效应

研究方法

- ① 采用规范性分析方法对相关理论进行分析，在此基础上提炼出研究假设
- ② 采用非平衡面板数据（unbalanced panel）来建立多元回归计量经济模型，实证检验涉农上市公司控股股东控制对公司业绩的影响
- ③ 建立多元回归计量经济模型时，采用Hausman检验来对固定效应模型和随机效应模型进行选择

研究设计 — 样本选择

	合计		2004年		2005年		2006年	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例
最终样本公司总数	244		78		84		82	
其中：政府终极控制人公司数	167	68.44	56	71.79	58	69.05	53	64.63
非政府终极控制人公司数	77	31.56	22	28.21	26	30.95	29	35.37
其中：中央政府终极控制人公司数	19	7.79	6	7.69	7	8.33	6	7.32
省级政府终极控制人公司数	42	17.21	13	16.67	15	17.86	14	17.07
地区级政府终极控制人公司数	82	33.61	29	37.18	28	33.33	25	30.49
县级政府终极控制人公司数	24	9.84	8	10.26	8	9.52	8	9.76
家族终极控制人公司数	64	26.23	19	24.36	21	25.00	24	29.27
其他非政府终极控制人公司数	13	5.33	3	3.85	5	5.95	5	6.10
其中：混合型控股公司数	190	77.87	62	79.49	65	77.38	63	76.83
纯粹型控股公司数	32	13.11	9	11.54	11	13.10	12	14.63
直接控制公司数	22	9.02	7	8.97	8	9.52	7	8.54

研究设计—基本计量经济模型的建立

◆ 控股股东的控制权与公司业绩

$$TQ = C + \beta_1 * Ucon + \beta_2 * Uconsq + \delta_1 * Size + \delta_2 * Div + \delta_3 * Leve + \delta_4 * Growth + \delta_5 * Avermarindex + \delta_6 * Year2005 + \delta_7 * Year2006 + \alpha + \varepsilon \quad (1)$$

◆ 控股股东的控制形式与公司业绩

$$TQ = C + \beta_1 * Ucon + \beta_2 * Uconsq + \beta_3 * Agent + \delta_1 * Size + \delta_2 * Div + \delta_3 * Leve + \delta_4 * Growth + \delta_5 * Avermarindex + \delta_6 * Year2005 + \delta_7 * Year2006 + \alpha + \varepsilon \quad (3)$$

◆ 控股股东性质、类型与公司业绩

$$TQ = C + \beta_1 * Ucon + \beta_2 * Uconsq + \beta_3 * Type + \delta_1 * Size + \delta_2 * Div + \delta_3 * Leve + \delta_4 * Growth + \delta_5 * Avermarindex + \delta_6 * Year2005 + \delta_7 * Year2006 + \alpha + \varepsilon \quad (4)$$

研究设计 – 计量经济方法的确定

计量经济模型随机效应的 Hausman 检验分析

Correlated Random Effects - Hausman Test

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	13.1923	9.0000	0.1541

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
Ucon	-1.8768	-2.0583	1.2011	0.8684
Uconsq	2.1278	2.6476	1.8238	0.7003
Size	-0.3102	-0.2979	0.0037	0.8392
Div	3.2405	3.0474	0.0326	0.2850
Leve	0.9162	0.8240	0.0122	0.4040
Growth	0.0021	0.0027	0.0000	0.6699
Avermarindex	0.0102	0.0441	0.0010	0.2758
Year2005	-0.0146	-0.0264	0.0002	0.4026
Year2006	0.4220	0.4241	0.0008	0.9416

结论：Hausman检验结果接受了随机效应模型原假设，应建立随机效应模型

研究结果 (一)

控股股东控制权与公司业绩

	因变量:TQ ⁷⁰						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	5.8470*** (6.8884)	4.9282*** (6.3325)	4.0387*** (4.3450)	5.1900*** (7.2683)	4.3415*** (4.3980)	5.7164*** (7.1566)	4.718 (4.66)
Ucon	-2.0486*** (-4.3853)	-1.7979*** (-3.2878)		-1.6103*** (-3.1515)		-2.1113*** (-4.1824)	
Ulconsq	2.6203*** (2.7624)	2.4964** (2.3886)		2.2878** (2.2403)		2.6405*** (2.6961)	
Size	-0.2992*** (-6.8802)	-0.2623*** (-6.2211)	-0.2310*** (-4.5849)	-0.2653*** (-6.7472)	-0.2347*** (-4.5576)	-0.2922*** (-7.1198)	-0.2614*** (-4.8305)
Div	3.0656*** (7.6161)	3.0264*** (7.9886)	3.0556*** (8.2017)	3.0632*** (8.0856)	3.0961*** (8.2864)	3.0756*** (7.3293)	3.0749*** (7.7256)
Leve	0.8291*** (16.9287)	0.8179*** (15.9969)	0.8349*** (17.3774)	0.8357*** (17.7335)	0.8484*** (17.9066)	0.8244*** (15.1802)	0.8494*** (14.9505)
Growth	0.0026*** (6.7640)	0.0017*** (6.4854)	0.0018** (2.3786)	0.0017*** (6.1280)	0.0017** (2.4132)	0.0025*** (5.3898)	0.0024*** (3.8048)
Avermarindex	0.0423*** (6.6987)	0.0413*** (5.8205)	0.0384*** (4.4406)	0.0355*** (4.5530)	0.0329*** (3.7149)	0.0414*** (5.3183)	0.0389*** (3.7889)
Year2005	-0.0244 (-0.2563)	-0.0275 (-0.3022)	-0.0329 (-0.3464)	-0.0268 (-0.2971)	-0.0324 (-0.3445)	-0.0256 (-0.2517)	-0.0277 (-0.2578)
Year2006	0.4260*** (2.6127)	0.4169*** (2.5928)	0.3969** (2.4405)	0.4164** (2.6395)	0.3956*** (2.504)	0.4242*** (2.5308)	0.4162** (2.4525)
样本量 N	244	244	244	244	244	229	229
Adjusted R ²	0.5025	0.5095	0.5065	0.5079	0.5054	0.4964	0.4956
F 统计值	28.2694	26.2423***	32.1795***	26.0811***	32.0406***	24.9566***	30.8411***
Durbin-Watson 统计值	1.8820	1.8370	1.8380	1.8271	1.8284	1.7860	1.8075
Hausman 统计值	13.1923	11.8419	11.1668	11.5071	10.5802	20.0599	16.8795

注: 括号内为经过 White cross-section 异方差调整的 t 检验统计量值; ***表示检验在 1%水平下显著, **表示检验在 5%水平下显著, *表示检验在 10%水平下显著。

结 论

(一)

- ❖ 控股股东的控制权与涉农上市公司业绩之间存在非线性的正“U”型关系
- ❖ 控制权的临界值拐点在35%-41%
- ❖ 在拐点前，控制权表现为“隧道效应”；拐点后，控制权则表现为“趋同效应”

研究结果 (二)

控股股东的控制形式与公司业绩

	因变量: IQ ⁷⁰				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
C	5.8470*** (6.8884)	5.6707*** (6.9918)	4.5334*** (4.7889)	5.7549*** (6.6160)	4.6251*** (4.5897)
Ucon	-2.0486*** (-4.3853)	-2.4632*** (-5.5282)		-2.4451*** (-7.8717)	
Uconsq	2.6203*** (2.7624)	3.0113*** (3.1586)		3.0496*** (3.6875)	
Agent_Inves		-0.2598*** (-3.0673)	-0.2328*** (-2.4971)		
Agent_Indus				0.1548 (1.3556)	0.1158 (0.9060)
Size	-0.2992*** (-6.8802)	-0.2860*** (-6.8667)	-0.2524*** (-4.9508)	-0.2969*** (-6.9076)	-0.2613*** (-4.9347)
Div	3.0656*** (7.6161)	3.0896*** (8.1389)	3.0571*** (8.5393)	3.0521*** (7.6981)	3.0353*** (7.9542)
Leve	0.8291*** (16.9287)	0.8441*** (17.9025)	0.8665*** (17.5393)	0.8208*** (18.5784)	0.8449*** (17.2138)
Growth	0.0026*** (6.7640)	0.0020*** (8.7761)	0.0022*** (4.2031)	0.0024*** (11.7329)	0.0025*** (4.3544)
Avermarindex	0.0423*** (6.6987)	0.0450*** (7.6663)	0.0446*** (5.1238)	0.0433*** (7.6771)	0.0427*** (4.6790)
Year2005	-0.0244 (-0.2563)	-0.0211 (-0.2289)	-0.0258 (-0.2474)	-0.0211 (-0.2292)	-0.0271 (-0.2608)
Year2006	0.4260*** (2.6127)	0.4281*** (2.6295)	0.4179*** (2.4880)	0.4288*** (2.6821)	0.4150*** (2.5156)
样本量 N	244	244	244	244	244
Adjusted R ²	0.5025	0.5105	0.5011	0.5067	0.4966
F 统计值	28.2694	26.3458	31.5064	25.9597	30.9604
Durbin-Watson 统计值	1.8820	1.8952	1.8381	1.8919	1.8286
Hausman 统计值	13.1923	6.1086	11.7375	8.0991	13.3627

注: 括号内为经过 White cross-section 异方差调整的 t 检验统计量值; ***表示检验在 1%水平下显著, **表示检验在 5%水平下显著, *表示检验在 10%水平下显著。

结 论

(二)

- ❖ 涉农上市公司控股股东不同的控制形式对上市公司产生了不同的治理效应
- ❖ 控股股东混合型控股公司的控制形式对涉农上市公司业绩产生了正面治理效应
- ❖ 纯粹型控股公司的控制形式对涉农上市公司业绩产生了显著的负面治理效应，降低了公司业绩

研究结果 (三)

涉农上市公司控股股东性质、类型与公司业绩

	因变量:TQ ⁷⁰				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
C	5.7939*** (7.0682)	5.8848*** (6.6245)	5.8256*** (6.9336)	5.8063*** (7.1557)	5.8086*** (6.5843)
Ucon	-2.0466*** (-4.5006)	-2.1357*** (-4.4305)	-1.9976*** (-3.8748)	-2.1275*** (-4.9806)	-2.0486*** (-4.9830)
Uconsq	2.6747*** (3.0852)	2.7853*** (2.8261)	2.5499** (2.5105)	2.7737*** (3.0374)	2.6367*** (3.0637)
Ugovcontr	-0.0564 (-0.6951)				
Ucentr		-0.2126*** (-2.3885)			
Uprovin			0.1782* (1.9092)		
Ucity				-0.1309*** (-2.5117)	
Ucounty					-0.0065 (-0.0711)
Size	-0.2952*** (-7.2734)	-0.3003*** (-6.6441)	-0.3016*** (-7.1565)	-0.2962*** (-7.0966)	-0.2977*** (-6.6039)
Div	3.0666*** (7.6340)	3.0579*** (7.6070)	3.0397*** (7.3374)	3.0980*** (7.9831)	3.0460*** (7.2434)
Leve	0.8197*** (22.1912)	0.8218*** (16.4986)	0.8291*** (16.4652)	0.8115*** (16.8637)	0.8242*** (16.8511)
Growth	0.0026*** (6.0214)	0.0024*** (7.0435)	0.0021*** (9.3559)	0.0022*** (3.2575)	0.0027*** (6.2632)
Avermarindex	0.0427*** (6.4714)	0.0438*** (7.5622)	0.0486*** (10.1364)	0.0476*** (5.7314)	0.0440*** (5.5307)
Year2005	-0.0241 (-0.2520)	-0.0232*** (-0.2362)	-0.0247 (-0.2495)	-0.0233 (-0.2510)	-0.0264 (-0.2616)
Year2006	0.4258*** (2.6231)	0.4281*** (2.5732)	0.4277*** (2.5220)	0.4254*** (2.6127)	0.4242*** (2.5330)
样本量 N	244	244	244	244	244
Adjusted R ²	0.5002	0.5034	0.5085	0.5061	0.4947
F 统计值	25.3197	25.6303	26.1394	25.8974	24.7870
Durbin-Watson 统计值	1.8730	1.8928	1.8994	1.8812	1.8058
Hausman 统计值	9.4770	6.2644	12.0842	9.5067	13.4947

注: 括号内为经过 White cross-section 异方差调整的 t 检验统计量值; ***表示检验在 1%水平下显著, **表示检验在 5%水平下显著, *表示检验在 10%水平下显著。

结 论

(三)

- ❖ 控股股东的性质与类型的差异对涉农上市公司产生了不同的治理效应
- ❖ 中央政府、地区级政府和县级政府控股股东控制的涉农上市公司能够产生负面的治理效应，降低了公司业绩
- ❖ 省级政府控股股东的控制则对涉农上市公司产生了显著的正面治理效应，提高了公司业绩

研究结果与结论（四）

—稳健性检验

- ❖ 分别采用经行业中位数调整后的TQ和TQ^{APS}作为因变量，重新对以上过程进行实证检验，检验结果与前文主要研究结论保持一致
- ❖ 采用经行业中位数调整后的财务指标ROA作为因变量，重新对论文的研究设计进行实证检验，结果表明主要研究结论没有发生实质性的变化
- ❖ 剔除研究变量小于1%分位点或大于99%分位点的数据，以控制极大值和极小值对回归结果的影响，研究结论仍然保持了很好的稳定性。

政策含义

- ♣ 政府控股股东应正确行使所有者权利。政府股东应该在法定框架内行使所有者权力；政府作为控股股东与其他主体作为控股股东时享有同等的权利义务
- ♣ 增大控股股东实施掠夺行为的支付成本。当控股股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任原则，可运用“揭开公司面纱，追溯控股股东”诉讼制度，使控股股东承担无限连带责任
- ♣ 混合型控股公司的控制形式是控股股东对上市公司实现控制的理想选择