

民营上市公司股权结构 对公司绩效影响的实证研究

万解秋, 胡 玮

(苏州大学 东吴商学院, 江苏 苏州 215021)

摘要: 上市公司股权结构对公司绩效的影响一直是学术界研究的热点。研究以江苏省民营上市公司作为实证分析对象, 选取净资产收益率(ROE)为被解释变量, 实际控制人拥有上市公司控制权比例作为股权结构的解释变量, 结合公司规模与资产负债率两个控制变量建立多元线性回归模型, 检验了相关假设, 并根据实证分析结果就如何提高江苏省民营企业的绩效提出了针对性的建议。

关键词: 民营上市公司; 股权结构; 公司绩效

中图分类号: F 276.6

文献标识码: A

文章编号: 1007-7030(2014)01-0050-06

一、问题的提出

股权结构指股份制企业中不同性质股权的数量、所占比例以及相互关系。其包括两层含义: 一是指股权的属性, 即持股主体的属性, 我国分为国有股、法人股和个人股; 二是指股权集中度, 即全部股东因持股比例的不同所表现出来的股权分布状态。

改革开放以来, 民营经济迅速发展, 已逐渐成为我国经济新的增长点。自1992年6月2日, 我国第一家民营企业“深华源A”在深圳证券交易所上市以来, 民营经济以上市公司为载体不断发展壮大, 在发展社会生产力、繁荣市场经济、实现经济结构调整等方面发挥着越来越积极的作用。

江苏作为一个经济大省, 其民营经济的发展一直走在全国的前列。近年来, 江苏民营上市公司无论是从数量上还是质量上都有了长足的发展。截至2011年12月31日, 在沪深两市上市的江苏民营企业已达到129家, 在全国1335家民营上市公司中占据了近10%的数额, 因此江

苏省内民营经济的发展状况关乎整个国家国民经济的发展前景, 探求提升江苏民营上市公司绩效的方法对促进其健康发展有着重要的现实意义。

二、文献回顾

1. 国外文献回顾

Berle 和 Means^[1]是公司股权结构领域的先驱, 他们在著作《现代公司与私有财产》中提出: 在公司股权结构高度分散的状况下, 公司绩效是无法达到最优状态的, 因为公司的管理层与分散的小股东之间的利益不能达成一致。Jensen 和 Meckling^[2]的著作被认为是公司股权结构与公司绩效关系研究的正式开端, 他们拓展了 Berle 和 Means 的理论, 认为上市公司存在两种类型的股东, 一种是公司内部员工, 他们同时控制着企业的经营管理, 一种是公司外部人员, 只能获得公司的剩余价值, 却无法参与公司的经营管理, 并通过研究得出结论: 公司绩效与公司内部人员持有股份的数量存在着正相关关系, 公司

收稿日期: 2013-08-28

基金项目: 江苏省研究生科研创新计划项目(CXLX13-75)

作者简介: 万解秋(1955-), 男, 江苏苏州人, 苏州大学东吴商学院教授, 博士生导师, 研究方向为金融理论与政策; 胡玮(1989-), 女, 江苏南京人, 苏州大学东吴商学院研究生, 研究方向为金融学。

内部人员持股数量越多，公司价值也越高，而由于公司外部股东较多形成的委托代理成本是导致公司绩效降低的主要原因。

Shleifer 和 Vishny^[3]通过研究表明在控股股东直接参与公司的经营管理的状况下，可以在一定程度上解决公司内部管理层与外部股东之间的信息不对称问题，从而能够一方面追求公司价值的最大化，同时做到对管理层进行足够的控制，避免股权高度分散下的“搭便车”情况。从而提出股权集中型公司存在利益协同效应，即在公司经营状况较好的情况下，控股大股东将比其他小股东获得更多的利益，因而大股东利益与公司利益趋于一致，相较于股权分散型的公司具有更高的盈利能力和市场表现。Demesetz^[4]则认为，因为公司控股大股东的利益在大多数情况下和公司外部小股东的利益难以达成一致，因此，控股股东可能会以牺牲其他股东的利益为手段来追求自身利益的最大化，而不是公司利益的最大化，因而股权集中型公司存在利益侵占效应，相比之下，股权分散型的公司可能会获得更好的业绩。

Morck、Shleifer^[5]、McConnell^[6]的研究成果共同点是认为股权结构与公司绩效呈非线性关系，股权集中度在一定区间内公司绩效是上升的，在另一区间内公司绩效是下降的，只有当股权集中度适中时，经营者既能受到一定的监督，又会有适当的经营权利，公司的绩效才能达到最优。而产生这一非线性关系的原因是大股东、小股东与经营者都以追求自身利益的最大化为目标，但同时满足这三者的利益需求是很困难的，三者之间形成博弈。

2. 国内文献回顾

孙永祥和黄祖辉^[7]考察了第一大股东占全部股份的比例与托宾 Q 之间的关系后认为，有一定集中度、有相对控股股东并且有其他大股东存在的股权结构在总体上有利于经营激励和监督机制作用的发挥，具有该种股权结构的公司的绩效趋于最大。杜莹、刘立国^[8]利用前五大股东比例与净资产收益率（ROE）数据的研究结果表明，股权结构与公司绩效之间存在着显著的倒 U 型关系曲线关系，他们认为：股权过度集中和过度分散都会降低公司治理的效率，只有适度的股权结构才能提高公司绩效，实现公司价值最大化。施东晖^[9]在其研究中发现股权集中程度与公司业

绩负相关，因为公司的有效运转需要适当的股权结构，如果股权高度集中会使中小股东的权益受损，还会导致内部人控制问题。王鹏、周黎安^[10]在《控股股东的控制权、所有权与公绩效：基于中国上市公司的证据》一文中，从最终控制人的角度，以实际控制人拥有上市公司控制权比例（U_{scvr}）作为股权结构的解释变量，进行股权结构与公司绩效方面的研究。

三、研究设计

1. 样本选取及数据来源

由于刚上市的公司业绩容易出现非正常波动，所以本文将 2011 年 12 月 31 日以前在江苏省注册上市的 129 家民营上市公司作为研究对象。考虑到 2005 年 9 月上市公司推行股权分置改革，因此选取这 129 家公司 2006~2011 年连续六年的相关年度数据作为样本进行研究，这样既能在股改的统一背景下，考察上市公司股权结构的动态变化情况，又能通过数据的连续性消除个别年份特殊情况的影响。同时为了保证实证研究的准确性与数据的可行性，对原始样本进行以下筛选：

(1) 剔除 st、st* 的样本公司，这些公司或财务状况异常，或者连续亏损，若将这些公司纳入样本，将极大地影响结论的准确性和可靠性。

(2) 剔除数据资料不全或审计报告不符合标准的样本公司。

最终得到 123 家江苏省民营上市公司作为最终研究样本。文中所使用的数据均来源于国泰安 CSMAR 数据库，计算过程主要采用 STATA12.0 完成。

2. 变量选择

(1) 被解释变量

被解释变量为公司的绩效表现指标，而常用的绩效衡量指标有托宾 Q 值和净资产收益率（ROE）。托宾 Q 等于公司市值除以总资产的重置成本，而我国的股票只是部分流通，按由此所形成的股价来计算公司市值，有低估之嫌，同时重置成本的准确计算需发达的要素市场，而我国尚不具备这一条件。而净资产收益率（ROE）是个综合性很强的绩效指标，能够很好地反应股东投入资本的回报和企业盈利水平。因此，本文采用净资产收益率（ROE）作为上市公司绩效

的衡量指标。公式为：净资产收益率（ROE）= 净利润/净资产。

(2) 解释变量

民营上市公司的股权属性单一，因此解释变量为股权结构的集中度指标。而民营上市公司往往存在家族持股的现象，所以以第一大股东或前几大股东的控股比例作为股权集中度的衡量指标并不准确。因此，本文挑选实际控制人拥有上市公司控制权比例（%）（U_{csvr}）作为衡量上市公司股权结构集中度的指标，该指标可以从国泰安 CSMAR 数据库直接得出。

(3) 控制变量

为了控制公司其他特征对绩效表现的影响，本文选取公司规模和偿债能力作为控制变量。

1) 反映公司规模的指标：总资产的对数。

规模越大的公司因为在资金、技术和产业垄断等方面具有较大的优势，从而拥有较高的盈利水平，所以本文用总资产的对数来衡量公司的规模，并作为控制变量。公式为：公司规模 = Ln（总资产）。

2) 反映偿债能力的指标：资产负债率。资产负债率反映了公司使用负债的程度，一个企业的资产负债率越低，企业偿债越有保证。偿债能力指标不仅能够反映绩效的状况，而且也能控制绩效的发展，因此本文将偿债能力指标作为控制变量。公式为：资产负债率 = 负债总额/资产总额 × 100%

本文实证研究涉及的各种变量分别定义如下表 1：

表 1 研究变量定义表

变量种类	变量名称	计算方法	符号
被解释变量	净资产收益率(ROE)	净资产收益率 = 净利润 / 净资产	Y
解释变量	实际控制人拥有上市公司控制权比例 (%) (U _{csvr})	国泰安 CSMAR 数据库得出	X ₁
控制变量	公司规模	总资产的对数	X ₂
	偿债能力	资产负债率 = 总负债 / 总资产	X ₃

3. 研究假设

根据理论回顾部分，控股大股东的利益与公司利益之间存在利益协同效应，控股股东直接参与公司治理，既能对管理层进行足够的控制，又能避免股权高度分散下的“搭便车”情况，进而有助于提高公司绩效。而江苏省内的民营上市公司相对于国有上市公司来说，产权主体更加清晰，所以江苏省民营上市公司的控股大股东有更强的动力去监督公司的生产经营，对绩效有非常积极的作用。但高度集中的股权结构也存在阻碍公司发展的可能，大股东在追求自身利益最大化的同时可能侵害小股东的利益，因而江苏省民营上市公司的股权集中程度与公司绩效的关系可能比较复杂，不一定能用线性回归模型来完全拟合。

所以提出以下假设：假设一，江苏省民营上市公司的绩效与股权集中度的线性拟合程度呈倒 U 型；假设二，江苏省民营上市公司的绩效与股权集中度高度正相关。

4. 模型的构建和分组

根据理论假设构建回归模型： $Y = a + bX_1 +$

$$cX_2 + dX_3 + \epsilon$$

其中 Y 代表绩效指标(净资产收益率)；X₁ 代表股权集中程度指标(实际控制人拥有上市公司控制权比例)；X₂、X₃ 分别代表控制变量(公司规模和资产负债率)；a 表示常数项，b、c、d 均为系数；ε 代表其他影响公司绩效的因素。另外，由于股权结构与绩效之间的相关性是由各变量的系数决定的，故此处不对常数项 a 和 ε 进行具体分析。

同时，本文将江苏省民营上市公司 2006 ~ 2011 年共 6 年的财务数据按股权集中度指标(实际控制人拥有上市公司控制权比例)分为三个组进行统计性描述分析和回归分析，三个组分别为：(1)20% 以下，即股权分散型；(2)20% ~ 50%，即股权相对集中型；(3)50% 以上，股权高度集中型。

四、实证分析

1. 描述性统计分析

如表 2 所示，当 U_{csvr} 小于 20% 和大于 50% 的时候，民营上市公司净资产收益率都为正，都有

盈利,且标准差分别为 0.0423 和 0.0710,表明净资产收益率波动也较小。但当 U_{csvr} 小于 20% 时, ROE 的平均值仅为 0.076,远小于其他两组的均

值 0.0746 和 0.1143,说明当民营上市公司股权较为分散或高度集中时,公司的绩效较为稳定,并且都盈利,但过于分散的股权不利于绩效的提高。

表 2 江苏省民营上市公司各项财务数据的描述性统计结果 ($N = 252$)

U_{csvr}	统计指标	ROE	公司规模	资产负债率
< 20% ($N = 32$)	最大值	0.1606	22.5178	0.7110
	最小值	0.0139	19.5069	0.0510
	均值	0.076	20.8807	0.4068
	标准差	0.0423	0.8677	0.2045
20% - 50% ($N = 133$)	最大值	0.3819	24.8140	0.7976
	最小值	-1.2799	19.6156	0.0444
	均值	0.0746	21.2888	0.3917
	标准差	0.1165	0.8365	0.1926
$\geq 50\%$ ($N = 87$)	最大值	0.3455	23.0722	0.7832
	最小值	0.0386	19.4616	0.0660
	均值	0.1143	21.0609	0.3034
	标准差	0.0710	0.6480	0.1805

当 U_{csvr} 处于 20% ~ 50% 的区间时, ROE 的最小值为负值 -1.2799,属于亏损较为严重的情况,但 ROE 也相应最大为 0.1143,说明当股权结构相对集中时,绩效波动较大,可能有较高的盈利,也可能亏损严重。

2. 回归分析

(1) 多重共线性检验

可以发现,解释变量与控制变量相互之间的相关系数较低(小于 0.8),证实并不存在严重的多重共线性。因此,可以进行下一步的回归过程。

(2) 回归结果分析

表 3 整体显著性分析

分组	20% 以下	20% ~ 50%	50% 以上
F 值	1.38	7.286	1.87
P 值	0.204	0.001	0.045

表 4 回归系数分析

分组		20% 以下	20% ~ 50%	50% 以上
常数项	数值	0.402	-0.748	-0.918
	T 检验	0.73	-2.462	-1.494
	P 值	0.692	0.487	0.001
X_1	回归系数	0.121	0.531	0.139
	T 检验	1.028	2.527	0.964
	P 值	0.608	0.126	0.003
X_2	回归系数	0.425	0.581	0.258
	T 检验	0.924	5.629	1.345
	P 值	0.537	0.321	0.000
X_3	回归系数	-0.436	-0.742	-0.092
	T 检验	-2.349	-4.732	-2.157
	P 值	0.341	0.293	0.001
备注		显著性水平 $\alpha = 0.05$		

根据表 3 可以发现, F 检验的统计量观测值在 20% ~ 50% 这个组内取到最大为 7.286,对应的显著性为 0.001,在 $\alpha = 0.05$ 的显著性水平下,该组的回归方程内各回归系数显著异于 0,被解释

变量与解释变量的线性关系是显著的。而同理可发现,当实际控制人拥有上市公司控制权比例(%) (U_{csvr}) 在 50% 以上时, $F = 1.87, P = 0.045$,则得出该组回归方程同样各回归系数异

于0,被解释变量与解释变量的线性关系是显著,但显著性水平低于20%~50%该组得出的回归方程。而F检验值在Ucsvr小于20%的这个组内,只得到1.38, $P = 0.204$,即该组得出的回归方程,解释变量与被解释变量线性关系不显著。所以当股权集中度处于相对集中型时,绩效指标与股权集中度指标高度线性相关;而当股权集中度处于过于分散型时,绩效指标与股权集中度指标也存在线性关系,但线性关系不如前者显著;当股权集中度处于过于集中型时,绩效指标与股权集中度指标的线性关系不明显。所以假设一得到了验证,即江苏省民营上市公司的绩效与股权的集中度的线性拟合程度呈倒U型。

由表4得出的各回归系数可以发现,三个组的 X_1 的回归系数皆为正值,分别为0.121、0.531、0.139。但在 $\alpha = 0.05$ 的显著性水平下,只有Ucsvr在50%以上的这个组内 X_1 的回归系数的显著性水平 $P = 0.003$,符合显著性水平要求,表明该组得出的回归方程中净资产收益率与股权集中度指标高度正相关,与假设二相符。而其他两组 X_1 的回归系数的显著性水平都不能达到 $\alpha = 0.05$ 的要求,即这两组的回归方程中,净资产收益率与股权集中度指标的正相关程度不显著,与原假设不符。

五、结论与建议

1. 研究结论

(1) 从描述性统计分析结果上看,江苏省的民营上市公司股权结构存在“一股独大”的普遍现象。股权集中程度越高,公司绩效的平均水平越高,但波动也较大。但当民营上市公司股权结构属于股权分散型时,公司绩效虽然较低,但相对稳定,波动也较小。所以出于利于绩效发展的角度,股权需要相对集中或者高度集中。

(2) 从回归分析的整体显著性检验结果上看,江苏省民营上市公司的股权结构与绩效的线性相关性呈倒U型,即当股权相对集中时,股权结构与绩效呈现显著地线性关系,但当股权集中度处于高度集中型或过度分散型时,线性关系显著性下降。说明当股权相对集中时,更利于民营上市公司把握绩效的发展情况。

(3) 从回归分析的回归系数检验结果上看,与假设不同,江苏省内并不是所有的民营上市公

司股权结构都与绩效显著地正相关。只有当股权结构为高度集中型时,检验出绩效与股权集中度高度正相关。而当股权结构处于相对集中型或过度分散型时,民营上市公司的绩效与股权集中度只呈现出显著性较低的正相关,说明正相关的关系仍然存在只是较弱。

(4) 综上所述,江苏省民营上市公司的绩效与股权集中程度呈现正相关关系,较高的股权集中程度有利于民营上市公司绩效的提高。但实证结果表明正相关关系不够显著,导致这种现象的原因大致有两个:一是股权分置改革后,流通股数逐渐增多,民营上市公司实际控制人的控制权受到影响;二是受到2008全球金融危机带来的冲击,我国在之后的几年内外需大幅减少而内需无法弥补,大部分民营企业处于产能过剩的状况,导致企业绩效普遍降低,因而实证检验出的结果不显著。

2. 政策性建议

根据本文的理论分析和实证研究结果,结合江苏省实际情况,提出以下建议:

(1) 适当提高民营上市公司股权集中度。在企业发展的中前期,股权相对集中有利于公司绩效的提高。如果股权过于分散,则公司在做重大决策时很难统一意见,延误时机,导致绩效难有进步。尤其是我国的中小散户投资者更注重公司股票短期买卖的价差带来的利润,缺乏能力和意愿去参与公司的决策和监管,反而会给企业的绩效带来副作用。

(2) 加强对大股东的监管。在股权相对集中的民营上市企业中,需要加大对大股东的监管力度,进一步规范大股东行为,防止大股东为谋取自身利益而影响公司的未来发展,损害中小股民的利益。最好能引入股权制衡机制,保持若干的大股东对于企业的控制权,彼此相互制衡,相互监督,保证企业的健康有序发展。

(3) 完善民营上市公司的管理法规。加强民营上市公司的信息披露,尤其是实际控制人的具体持股情况等,完善资本市场的法律法规,以切实保护中小投资者的利益,使中小投资者有信心投资民营上市公司,从而为民营上市公司提供融资渠道,加快资本市场发展。

(4) 深化民营上市公司股权分置改革。积极在民营上市公司中推行股权分置改革,逐步减少

我国民营上市公司股权结构中的非流通股，提高公司配置资源的效率，从根本上促进我国民营上市公司的绩效提高。

参考文献：

[1] Berle A and Means G. The Modern Corporation and Private Property[M]. Macmillan New York, 1932.
[2] Jensen, Meekling. Theory of firm; managerial behavior, agency cost, and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(10):305-360.
[3] Shleifer, A and R Vishny. Large Share holders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economies, 1986(3):461-488.
[4] Demsetz, H. and K Lehn. The structure of corporate ownership; Causes and Consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985(93):1155-1177.

[5] Morek, R, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny. Management ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis[J]. Journal of Financial Economies, 1988(20):293-315.
[6] Mc Connell J and H. Servaes. Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. Journal of Financial Economics, 1990(27):595-612.
[7] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究, 1999(12):23-39.
[8] 杜莹, 刘立国. 股权结构与公司治理效率: 中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2002(11):124-133.
[9] 施东晖. 股权结构、公司治理与绩效表现[J]. 世界经济, 2002(12):37-44.
[10] 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.

Ownership Structure and Company Performance: Empirical Evidence from Private Listed Companies in Jiangsu Province

WAN Jieqiu, HU Wei

(Dongwu Business School, Suzhou University, Suzhou 215021, Jiangsu, China)

Abstract: The influence of equity structure in listed company on company performance has been a hot issue in academic circles. This paper takes private listed companies in Jiangsu Province as the subject, ROE as the dependent variable, and the actual control of listed companies who have control over the ratio (Uscvr) as explanatory variables of equity structure. These variables together with the two control variables of company size and asset-liability ratio are used to establish a multiple linear regression model. Based on the regression results some targeted recommendations are made as for how to improve the performance of private enterprises in Jiangsu Province.

Key words: private listed company; ownership structure; corporate performance

(责任编辑 志 平)