

上市公司股权集中度与企业绩效的实证研究

张志乾, 严华麟

(南京审计学院 财务处, 江苏 南京 211815)

摘要:在回顾有关研究文献的基础上,以沪深两市2008年上市公司为样本,分别用反映实际经营业绩的主成分合成财务绩效指标和反映市场效果的市场绩效指标作为被解释变量,分别进行线性模拟和曲线模拟,结果表明:处于优势地位的非流通股较之于流通股更加偏好于财务绩效;股权集中度与企业绩效之间存在着曲线关系。

关键词:上市公司;股权集中度;绩效;主成分法;托宾Q值

中图分类号:F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-8750(2011)01-0060-06 **收稿日期:**2010-09-25

作者简介:张志乾(1981—),男,河南洛阳人,南京审计学院财务处会计师,主要研究方向为财务管理;严华麟(1958—),男,江苏姜堰人,南京审计学院财务处处长,副教授,主要研究方向为财务与金融。

学术界对于股权集中度和公司绩效关系的探讨由来已久,但至今没有形成被广泛接受的权威结论。以沪深两市上市公司为样本,从财务绩效和市场绩效角度全面考察我国上市公司股权集中度与企业绩效的关系,具有较大理论价值和较强实践意义。

一、文献综述

(一) 国外研究

1. 理论研究

西方学者 Berle 和 Means 最早从所有权和控制权分离的角度指出在公司股权分散的情况下,没有股权的公司经理与分散的小股东之间的利益是有潜在冲突的,此类经理无法使公司的绩效达到最优,因而股权集中型公司相对股权分散型公司具有较高的盈利能力和市场表现^[1]。这引发了持久而激烈的争论。Shleifer 和 Vishny 指出股价上涨带来的财富使控股股东和中小股东的利益趋于一致,大股东有足够的激励去收集信息并有效监管管理层,从而避免股权高度分散情况下的“搭便车”和“信息不对称”问题。他们认为提高大股东的持股比例,使股权相对集中,自然地就可以提高股东的监控动力,有利于公司价值的增

加^[2]。Demsetz 认为控股股东的利益和外部中小股东的利益常常不一致,有时还存在严重的利益冲突。控股股东可能以中小股东的利益为代价来追求自身利益,此时股权分散型公司的绩效优于股权集中型公司^[3]。

2. 实证研究

Grossman 和 Hart 的实证分析发现股权分散条件下,单个股东缺乏监督公司经营管理、积极参与公司治理和驱动公司价值增长的激励,因为他们从中得到的收益远远小于他们监督公司的成本^[4]。Claessens, Djankov 和 Lang 发现东亚国家和地区的企业股权高度集中,并且与企业价值正相关^[5]。另外, Pedersen 和 Thomsen 的实证研究得出公司股权集中度与公司净资产收益率显著正相关的结论^[6]。Denis 和 McConnell 的经验证据表明股权集中度和股权制衡与公司价值之间的关系受制于大股东的股权性质^[7]。

还有一些学者认为股权集中度与企业绩效之间并不存在相关关系。Demsetz 和 Lehn 用 1980 年美国 511 家公司的利润率对各种股权集中度进行回归分析,发现股权集中度和会计利润率之间不存在显著的相关关系^[8]。因此,对于股权集中度与公司绩效的关系,西方学术界还存在很多分歧。

（二）国内研究

张红军运用实证方法论证了股权集中度与公司业绩之间显著正相关^[9]，而刘国亮、王加胜的研究认为股权的分散性与公司绩效正相关^[10]。杜莹、刘立国从股权结构的“质”和“量”两个方面，对我国上市公司的股权结构与公司治理效率进行了实证分析，结果表明股权集中度与公司绩效呈显著的“倒U型”曲线关系，说明适度集中的股权结构更有利于公司治理机制的发挥，使公司治理效率趋于最大化^[11]。徐莉萍、辛宇和陈工孟的实证研究发现股权集中度和经营绩效之间有着显著的正向线性关系，而且这种关系在不同性质的控股股东中都是存在的^[12]。徐向艺和张立达通过对第一大股东持股和大股东性质的分组描述和回归分析发现上市公司第一大股东持股对公司价值的影响具有状态依存特征，国有股比重较低且一般法人为第一大股东的公司具有最优的股权结构^[13]。

（三）对文献的评述

国内外关于股权集中度与公司绩效的研究没有统一结论，可能主要有以下原因：

1. 样本选择的不同

学者们不同的研究在样本选取上存在范围和时间等差异。由于我国证券市场起步较晚，资本市场的体制不够完善，不同时期上市的公司，因为受到不同政策的影响，在不同年份的经营业绩也会呈现出显著差异。

2. 变量选择的不同

学者们的研究在企业绩效变量的选择上各有不同。例如，国内学者对于公司绩效的衡量大多采用总资产净利率、市净率等单一指标，它们对企业绩效的衡量很大程度上只能反映某一方面，不够全面。

3. 研究方法的不同

大多数学者只采用线性检验模型进行回归分析，得出的是正相关或负相关关系的结论。这种方法的缺点是即使假设模型通过了显著性检验，也不能确定其就是最符合客观实际的关系模型。因为解释变量和被解释变量之间可能还存在着曲线关系。

二、研究设计

（一）研究假设

1. 股权集中度

股权集中度是指股权在各个股东中分布的集

中程度，可以分为高度集中型、高度分散型、股权适度集中型三种类型。

2. 企业绩效

企业绩效主要是指企业在一定的经营期间内所取得的经营效益，它反映着一个企业在某一段时间内的经营效果。一方面表现为企业资产的盈利能力、资产运营能力、变现能力和长期偿债能力，即财务绩效。另一方面企业的目标在于生存、发展和盈利，即追求企业价值的最大化，企业绩效在市场上就表现为企业价值的增长。企业绩效包括财务绩效和市场绩效两个方面。

3. 股权集中程度与企业绩效假设

在股权集中程度较低的情况下，一方面，前几大相对控股股东持股比例相差不大，虽然他们都有条件和能力参与公司的经营管理和决策，但由于没有一个股东能完全拥有公司的控制权，所以存在着第一大股东与公司经理人的控制权争夺。虽然相对集中的股权结构能够使经理人和控股股东之间相互掣肘和制衡，在一定程度上降低代理成本，但也必然导致决策效率的丧失和短期行为，这可能会使企业绩效下降。另一方面，在其他股东持股比例不高的情况下，第一大股东会利用种种手段挖掘见不得“阳光”的“地下隧道”，攫取上市公司或中小股东手中的财富，即实施“隧道行为”。“隧道行为”的主要手段是关联交易，其结果侵害了中小股东的利益，最终导致企业绩效的下滑。

在股权集中程度较高的情况下，一方面第一大股东持股比例已达到了绝对控股的水平，随持股比例的增加，其“隧道行为”的收益开始小于要承担的风险和成本，此时控股股东的“隧道行为”逐渐停止，所有权的激励将极大地降低代理成本，提升企业绩效。另一方面，我国的上司公司股权分置的特征使第一大股东可以通过IPO或再融资获得巨大的利益，大股东就会极力地推动IPO和再融资。随着非流通大股东持股比例的增加，大股东就更加希望最大限度地融资，他们通过操纵公司的盈余，使企业绩效表现为较大的提升。

因此本文提出假设：股权集中程度与企业绩效存在“U型”关系，即随股权集中程度的增加，企业绩效先下降后上升。

（二）样本选择

本文选择我国沪深两市上市公司2008年年报数据进行分析。所有数据来源于深圳国泰安

CSMAR 数据库、WIND 资讯、中国证监会网站、巨潮资讯网和中国上市公司资讯网。选择样本时依次做了如下处理:(1)为避免 A 股与 B 股及境外上市股之间差异可能会对结果造成影响,在此只选择单独发行 A 股的上市公司;(2)剔除股票为 ST、PT 的上市公司;(3)剔除审计意见为非标准无保留意见的上市公司;(4)为了尽量减少上市时间对公司绩效的影响,降低新上市公司包装成分对结论的影响,本文仅选取 2005 年 12 月 31 日以前上市的公司作为样本;(5)剔除年报信息披露不全和资料不全的公司。本文最后得到有效样本 1149 个。

(三) 指标及变量说明

1. 财务绩效指标

表 1 中的 9 个财务指标分别从盈利能力、资产运营能力、变现能力和成长能力等多方面来衡量公司的经营绩效,这些指标能够较全面地反映公司的经营状况。采用通过 SPSS16.0 软件,按照公式(1)对样本公司的 9 个财务指标数据进行标准化,再利用该软件的 Factor 过程对标准化的数据进行主成分提取。

表 1 财务绩效指标

指标	计算公式
每股收益(X_1)	净利润/期末普通股股数
股东权益净利率(X_2)	净利润/[(股东权益期末余额 + 股东权益期初余额)/2]
资产净利率(X_3)	净利润/[(期初资产总额 + 期末资产总额)/2]
总资产周转率(X_4)	主营业务收入/[(期初资产总额 + 期末资产总额)/2]
流动资产周转率(X_5)	主营业务收入/[(期初流动资产 + 期末流动资产)/2]
流动比率(X_6)	流动资产/流动负债
速动比率(X_7)	(流动资产 - 存货)/流动负债
主营业务收入增长率(X_8)	(本期主营业务收入 - 上期主营业务收入)/上期主营业务收入
资本积累率(X_9)	(期末股东权益 - 期初股东权益)/期初所有者权益

$$X'_i = \frac{X_i - \mu}{\sigma} \quad (1)$$

其中 X'_i 为标准化值, X_i 为原观测值, μ 为数据均值, σ 为标准差。

我们以特征值大于 0.5 且累计方差贡献率大

于 85% 为准则提取的前 4 个主成分基本上可以反映 9 个指标所代表的公司综合财务绩效,本文用 $F_i (i = 1, 2, 3, 4)$ 表示,各得分系数如表 3 所示。

表 2 总方差解释表 (Total Variance Explained)

主成分	特征值	方差贡献率 (%)	累计方差贡献率 (%)
1	3.421	40.031	40.031
2	2.193	23.031	63.062
3	1.427	15.162	78.224
4	0.935	11.151	89.375
5	0.472	4.511	93.886
6	0.262	2.412	96.298
7	0.238	2.325	98.623
8	0.086	1.104	99.727
9	0.032	0.273	100.000

表 3 各主成分得分系数矩阵

标准化变量	F_1	F_2	F_3	F_4
每股收益(X'_1)	0.903	0.036	-0.163	-0.029
股东权益净利率(X'_2)	0.872	0.065	-0.281	-0.048
资产净利率(X'_3)	0.886	0.127	-0.179	-0.054
总资产周转率(X'_4)	0.437	-0.329	0.713	0.089
流动资产周转率(X'_5)	0.525	-0.393	0.674	0.076
流动比率(X'_6)	0.069	0.893	0.286	0.053
速动比率(X'_7)	0.057	0.932	0.304	0.033
主营业务收入增长率(X'_8)	0.065	0.008	-0.167	0.887
资本积累率(X'_9)	0.691	-0.005	-0.218	-0.023

利用得分系数,将各主成分表达为变量的表达式,得到主成分得分函数如下:

$$F_1 = 0.903X'_1 + 0.872X'_2 + 0.886X'_3 + 0.437X'_4 + 0.525X'_5 + 0.069X'_6 + 0.057X'_7 + 0.065X'_8 + 0.691X'_9 \quad (2)$$

$$F_2 = 0.036X'_1 + 0.065X'_2 + 0.127X'_3 - 0.329X'_4 - 0.393X'_5 + 0.893X'_6 + 0.932X'_7 + 0.008X'_8 - 0.005X'_9 \quad (3)$$

$$F_3 = -0.163X'_1 - 0.281X'_2 - 0.179X'_3 + 0.713X'_4 + 0.674X'_5 + 0.286X'_6 + 0.304X'_7 - 0.167X'_8 - 0.218X'_9 \quad (4)$$

$$F_4 = -0.029X'_1 - 0.048X'_2 - 0.054X'_3 + 0.089X'_4 + 0.076X'_5 + 0.053X'_6 + 0.033X'_7 + 0.887X'_8 - 0.023X'_9 \quad (5)$$

以主成分 $F_i (i = 1, 2, 3, 4)$ 的方差贡献率为权数计算的综合绩效指标 F 为:

$$F = 0.37365F_1 + 0.22757F_2 + 0.14938F_3 + 0.10992F_4 \quad (6)$$

2. 市场绩效指标

本文采用托宾 Q 值来衡量公司的市场绩效,用 T 表示,公式为:

$$T = \text{企业市场价格} / \text{企业重置成本} = (\text{权益市场总值} + \text{负债总值}) / \text{公司总资产账面价值}$$

主成分分析方法是对公司财务数据进行处理,反映企业的财务状况,与市场表现无关。而托宾 Q 值则是根据市场的股票价格计算出来的,反映公司市场绩效。这两种方法可以从财务和市场两方面对公司绩效做出较全面的衡量。

3. 股权集中度指标

CR_1 : 第一大股东持股占总股本的比例。

H : 股权分散度,采用 Herfindahl 指数衡量股权的分散程度,它是指股东持股比例的平方之和, H 指数越大,股权分散性越小。本文以前十大股东的持股比例的平方和来计算 H 指数。

LTX : 流通性,取非流通股(含限售股)比例。

4. 控制变量指标

$SIZE$: 公司规模,取公司的资产总额,在实证分析中对取其自然对数值。

LV : 资产负债率,负债总额与总资产之比,反映公司的财务状况。

(四) 模型构建

首先,本文分别以综合财务绩效 F 和市场绩效 T 为被解释变量,仅对控制变量进行回归,以检测控制变量对两种绩效的影响。

其次,本文分别以两种绩效指标为被解释变量,股权集中度指标为解释变量,同时加入控制变量,进行一元线性回归。模型如下:

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 JZD + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LV + \varepsilon_1 \quad (7)$$

最后,在没有控制变量的情况下,分别以两种绩效指标为被解释变量,以股权集中度指标为解释变量,进行曲线拟合。模型如下:

$$P = \beta_0 + \beta_1 JZD + \varepsilon_2 \quad (8)$$

$$P = \gamma_0 + \gamma_1 JZD + \gamma_2 JZD^2 + \varepsilon_3 \quad (9)$$

模型(7)、(8)和(9)中, P 分别取 F 和 T , JZD 分别取 CR_1 、 H 和 LTX 。

三、实证结果及分析

(一) 相关性分析

从表 4 来看,综合财务绩效 F 和市场绩效 T

存在显著的相关关系,在一定程度上说明两者可以相互补充地来衡量企业绩效。

表 4 相关性分析

	F	T
F	1.000	
T	0.237 ***	1.000
CR_1	0.243 ***	0.051
CR_1^2	0.265 ***	0.048
H	0.243 ***	0.063
H^2	0.265 ***	0.059
LTX	0.107 ***	-0.028
LTX^2	0.148 ***	-0.007

注:*** 表示在 0.01(2-tailed)水平下显著。

(二) 对控制变量的回归分析

在没有股权集中度变量的情况下,控制变量与两个绩效指标回归结果(表 5)显示控制变量与两种企业绩效的关系很显著,控制变量的选择具有合理性。

表 5 企业绩效指标对控制变量的回归结果

	C	SIZE	LV	
F	B	-9.921	0.525	-0.035
	t	-7.796	9.031	-11.580
	Sig.	0.000	0.000	0.000
	R^2	0.210	F 值(sig)	48.035(0.000)
T	B	7.495	-0.257	-0.010
	t	14.879	-10.921	-7.013
	Sig.	0.000	0.000	0.000
	R^2	0.219	F 值(sig)	51.908(0.000)

(三) 公司绩效对股权集中度变量的回归分析

1. 一次回归分析

两种公司绩效指标对各股权结构组成成分的一次方的回归结果(表 6)显示 F 值较显著,变量系数的 t 检验大部分较显著,这表明自变量对因变量总体的解释能力较强。绩效指标与第一大股东持股 CR_1 指数和股权分散程度 H 指数都呈显著的正相关关系,在相关性分析中两者的二次方与企业绩效的相关系数大于一次方与企业绩效相关系数,所以有必要检测股权集中度与企业绩效的曲线关系。流通性与综合财务绩效关系显著而与市场绩效关系不显著,说明非流通股股东更加关注财务绩效而非市场绩效。

2. 曲线回归分析

从 CR_1 的曲线回归(表 7)结果来看,财务绩

效与第一大股东持股比例的曲线拟合程度较高,各自变量系数的 t 检验较显著,随第一大股东持股比例的增加财务绩效先下降后逐渐上升,验证了“第一大股东持股比例与企业绩效成 U 型关系”的假设;而第一大股东持股比例与市场绩效的关系不是很显著,说明在我国资本市场上非流通的第一大股东对市场绩效的关注程度不高。

对 H 的曲线回归结果(表 8)显示:股权分散度指标 H 与市场绩效的关系不是很显著,而与财

务绩效曲线拟合程度较显著,股权集中程度与企业绩效呈 U 型关系。

对 LTX 的曲线回归结果(表 9)显示:财务绩效指标与流通性指标的关系更显著,曲线拟合程度相对较好,进一步说明了非流通股股东对市场绩效的关注程度不高。财务绩效与流通性指标二次拟合的 R² 大于其一次拟合的 R²,但二次方程系数很小,说明流通性指标与财务绩效指标之间严格来讲是线性关系。

表 6 企业绩效指标对股权集中度指标的一次回归结果

	F			T		
C	-8.937 (-7.195)***	-8.201 (0.000)***	-9.801 (-7.357)***	7.903 (14.869)***	8.110 (15.894)***	7.583 (15.402)***
CR ₁	0.009 (2.796)***	-	-	0.004 (3.397)***	-	-
H	-	1.298 (3.692)***	-	-	0.603 (4.182)***	-
LTX	-	-	0.013(1.758)*	-	-	0.001(1.205)
SIZE	0.491 (7.780)***	0.459 (7.467)***	0.509 (8.493)***	-0.285 (-11.648)***	-0.292 (-11.932)***	-0.263 (-11.102)***
LV	-0.033 (-10.770)***	-0.032 (-10.498)***	-0.034 (-11.601)***	-0.007 (-6.181)***	-0.007 (-5.870)***	-0.008 (-6.936)***
R ²	0.215	0.219	0.208	0.228	0.237	0.226
adj R ²	0.208	0.215	0.211	0.229	0.237	0.219
F 值	49.878	50.311	49.023	56.587	58.602	53.359

表 7 企业绩效指标对 CR₁ 的曲线拟合结果

	曲线	R ²	F 值	Sig.	C	b1	b2
F	线性	0.049	38.600	0.000	-0.849(-5.901)***	0.022(6.013)***	-
	二次	0.082	31.790	0.000	0.698(2.110)**	-0.062(-3.714)***	0.051(4.651)***
T	线性	0.003	1.212	0.258	1.489(24.793)***	0.001(1.102)	-
	二次	0.004	0.930	0.411	1.591(10.856)***	-0.004(-0.537)	5.69E-005(0.757)

表 8 企业绩效指标对 H 的曲线拟合结果

	曲线	R ²	F 值	Sig.	C	b1	b2
F	线性	0.071	50.820	0.000	-0.632(-6.092)***	2.590(7.231)***	-
	二次	0.093	36.587	0.000	-0.003(0.025)	-3.190(-2.472)***	9.174(4.783)***
T	线性	0.004	3.278	0.070	1.503(34.786)***	0.313(1.762)*	-
	二次	0.005	1.530	0.178	1.502(21.353)***	0.089(0.185)	0.287(0.352)

表 9 企业绩效指标对 LTX 的曲线拟合结果

	曲线	R ²	F 值	Sig.	C	b1	b2
F	线性	0.011	8.912	0.002	-0.188(-2.286)**	0.005(3.151)***	-
	二次	0.029	15.013	0.000	-0.021(-0.239)	-0.024(-3.508)***	0.000(4.514)***
T	线性	0.001	0.530	0.455	1.495(45.673)***	-0.001(-0.801)	-
	二次	0.005	2.279	0.098	1.564(41.933)***	-0.007(-2.088)**	8.70E-005(2.105)**

四、结论

财务绩效指标反映公司的财务状况,托宾 Q 值反映公司的市场价值,两者从不同的侧面反映公司的经营绩效,相互补充而又有所不同。本文分析得出结论:处于优势地位的非流通股股东较之于流通股股东更加偏好于财务绩效;股权集中度与企业绩效存在着曲线关系。相对而言,非流通股股东在更大程度上关注企业的财务绩效,虽然流通股股东理论上应该更加关注市场绩效,但由于持股分散,使其并没有对提升企业市场绩效产生积极影响。随股权集中程度不断提高,第一大股东首先经历了控制权争夺和“隧道行为”阶段,后又经历所有权激励正效应和操纵盈余阶段,使股权集中程度与企业财务绩效之间呈显著的 U 型关系。

参考文献:

- [1] Berle A, Means G. The modern corporation and private property[M]. New York: Macmillan, 1932.
- [2] Morck R, Shleifer A, Vishny R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293 - 315.
- [3] Holderness C G, Sheehan D P. The role of majority shareholders in publicly held corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 317 - 346.
- [4] Grossman S J, Hart O. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation[J]. Bell Journal of

Economics, 1980, 11: 42 - 64.

- [5] Claessens S, Djankov S, Lang L. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 81 - 112.
- [6] Pedersen T, Thomsen S. Economic and systemic explanations of ownership concentration among Europe's largest companies[J]. International Journal of the Economics of Business, 1999, 6: 367 - 381.
- [7] Denis D, McConnell J. International corporate governance [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38: 1 - 36.
- [8] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: causes and consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93: 1155 - 1177.
- [9] 张红军. 中国上市公司股权结构与公司绩效的理论及实证分析[J]. 经济科学, 2000(4): 34 - 44.
- [10] 刘国亮, 王加胜. 上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究[J]. 经济理论与经济管理, 2000(5): 40 - 45.
- [11] 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.
- [12] 徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. 经济研究, 2006(1): 90 - 100.
- [13] 徐向艺, 张立达. 上市公司股权结构与公司价值关系研究[J]. 中国工业经济, 2008(4): 102 - 109.

(责任编辑: 杨凤春)

Empirical Study on Ownership Concentration and Corporate Performance in Listed Companies

ZHANG Zhi-qian, YAN Hua-lin

Abstract: Taking the listed companies in the Shanghai and Shenzhen stock markets as samples, this paper analyzes empirically the variable—ownership concentration, with the two main indexes which are the financial performance reflecting the management status and the market performance reflecting securities business, together with liner model and curve model separately. The empirical result shows that the advantaged non-negotiable stocks have more preference on the company's financial performance than the negotiable ones, and the relationship between financial performance and ownership concentration is curvilinear.

Key words: listed companies; ownership concentration; performance; principal component method; Tobin's Q