

股权结构与公司绩效关系的实证研究

——基于创业板上市公司的数据

唐睿明,邱文峰

(东北财经大学 会计学院,辽宁 大连 116025)

[摘要]公司的股权结构是公司所有权的一种结构安排,公司的股权结构会对公司的治理结构产生影响,公司的治理效率又会对公司绩效产生影响。鉴于创业板上市公司的特殊性,在对创业板上市公司股权结构的特点进行分析的基础上,从股权属性、股权集中度和股权制衡度、内部人持股比例三个方面检验了创业板上市公司的股权结构与公司绩效之间的关系,结果表明:国有股比例、内部人持股比例对公司绩效具有正面影响,但不显著;法人股比例、机构持股比例、股权集中度、股权制衡度与公司绩效正相关;流通股比例与公司绩效负相关。

[关键词]创业板上市公司;股权集中度;公司绩效;公司治理;委托代理关系;资本市场;内部人持股比例

[中图分类号]F272.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)03-0068-10

一、引言

2009年10月30日,首批28家创业板公司在深圳证券交易所正式挂牌上市,这意味着在我国酝酿了十年之久的创业板市场正式登上了我国资本市场的舞台。创业板上市公司在上市之前大多采用家族式的经营模式,公司所有权与经营权集中在一起,但这些公司登陆创业板之后,随着外部股权的逐步进入,公司的股权就不再是一股独大的模式,而是逐渐分散,进而使得公司的所有权与经营权开始分离。由于公司的所有者和管理者以及公司的大股东和中小股东的利益不一致,因此使得因公司上市而带来的股东与管理层之间以及公司大股东与小股东之间的委托代理关系应运而生,这一问题会对公司绩效产生影响,进而会对公司价值产生负面影响。以往学者对股权结构与公司绩效关系的研究结果表明,公司的股权结构是公司所有权的一种结构安排,公司的股权结构会对公司的治理结构产生影响,公司的治理效率又会对公司绩效产生影响。

鉴于以上分析,并考虑到创业板上市公司的特殊性,本文拟在对相关理论以及创业板股权的结构特点进行分析的基础上,通过构建回归模型研究创业板上市公司股权结构与公司绩效之间的相关关系,并根据所得结论提出优化创业板上市公司股权结构的政策性建议。

二、文献回顾

股权结构主要分为股权属性与股权集中度两个方面,国外学者倾向将内部人持股比例作为股权属性的一部分进行分析,而近年来国内学者倾向将内部人持股比例视为股权结构的一个重要组成部

[收稿日期]2013-12-19

[作者简介]唐睿明(1965—),女,辽宁大连人,东北财经大学会计学院教授,硕士生导师,中国内部控制研究中心研究员,主要研究方向为财务管理与管理会计;邱文峰(1988—),男,辽宁辽阳人,东北财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为财务管理和公司治理。

分而展开研究。

(一) 国外相关文献

1. 股权属性与公司绩效

与我国的资本市场不同,欧美资本市场较为成熟,其上市公司的股票皆全流通,因此国外学者关于股权属性与公司绩效关系的研究大多从管理层持股比例与机构持股比例(即内部人持股比例与外部人持股比例)这两方面着手。

Demsetz 和 Villalonga 选取了美国 223 个样本公司的数据,采用托宾 Q 作为公司绩效的替代指标,运用最小二乘法得出公司绩效与管理层持股比例呈显著正相关的结论^[1]。Drakos 和 Bekiris 采用 2000 年至 2004 年希腊 146 家上市公司的面板数据,在考虑希腊资本市场与发达资本市场之间存在差异的情况下,将股权结构分为内部人持股与外部人持股进行研究,结果表明内部人持股与公司绩效正相关,但公司绩效与外部人持股并没有显著关系^[2]。

上述研究认为股权属性与公司绩效存在线性关系,但 Morck、Shleifer 和 Vishny 的研究得出了股权属性比例与公司绩效之间存在显著非线性关系的结论^[3]。管理层持股比例与公司绩效之间存在非线性关系,当管理层持股比例小于 5% 时,管理层持股比例与托宾 Q 值之间存在着正相关关系;当管理层持股比例在 5% - 25% 之间时,其与托宾 Q 值之间呈负相关关系;当管理层持股比例大于 25% 时,其与托宾 Q 值之间又呈正相关关系。

2. 股权集中度与公司绩效

股权集中度衡量股权在各个股东之间的分布情况,集中程度的高低会对公司绩效产生不同的影响:一方面,如果公司股权较为集中,则大股东会拥有对公司的实际控制权。由于创业板上市公司大多是由家族控股的民营企业,且上市公司大股东大多由家族内部成员与公司高管构成,因此这些股东与公司的利益高度统一,他们有动力去管理与监管公司的日常运作,改善公司经营状况,这样有利于公司的长远发展。同时,由于公司小股东的力量较为弱小,因此在公司经营过程中会发生大股东侵蚀小股东利益的情况。另一方面,如果公司股权较为分散,则大股东的持股比例就会相对较低,此时大股东不再一股独大,他们不能独自控制公司,这样可以形成一定的股权制衡与约束关系,有利于共同决策。但是,股份分散易导致公司内部股东之间互相倾轧,在进行重要决策时会降低公司的决策速度,进而影响公司的经营效率。

股权结构与公司绩效之间的传导机制如图 1 所示。

Perrini 等选取了意大利 2000 年至 2003 年 297 家上市公司作为研究样本,以前五大股东持股比例作为股权结构的替代指标,用托宾 Q 值来替代公司绩效,采用面板数据和非线性回归模型对股权集中度与公司绩效之间的

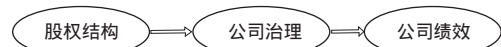


图 1 股权结构与公司绩效的传导机制

关系进行了实证检验,结果表明前五大股东持股比例对公司绩效有着正面影响,说明股权越集中越有利于公司绩效的提高^[4]。当然,也有学者认为股权集中度与公司绩效之间存在负相关关系。Johnson 等研究发现,股权分散公司的绩效要好于股权集中的公司,原因是在股权集中的公司中,拥有控股权的大股东与小股东之间存在利益冲突,大股东为了谋求自身利益的最大化,会以牺牲小股东的利益为代价。JLLS 提出了“利益输送”(Tunneling)这一概念,认为利益输送行为会损害公司价值,拥有控制权的控股股东易出现以权谋私的行为,攫取本应属于全体股东的那部分公司价值,进而使公司的成长性降低,最终导致公司价值下降,因此股权分散型公司更有利于公司绩效的提高^[5]。

另外,有学者认为股权集中度与公司绩效之间的关系是非线性的。Thomsen 和 Pedersen 以 435 家最大型欧洲公司为样本研究发现,股权集中度与公司绩效之间存在非线性关系,这种关系使得股权集中度在超出某一点后会对公司绩效产生负面影响^[6]。还有学者认为股权集中度与公司绩效之间

没有显著关系。Minguez-vera 和 Martin-Ugedo 对西班牙资本市场进行研究发现,相对于机构投资者,个人投资者能够更好地抑制委托代理问题,而股权集中度与公司绩效之间并没有显著的相关关系,且股权集中度与公司绩效之间也不存在非线性关系^[7]。

(二) 国内相关文献

杨廷燕以 2011 年以前在创业板上市的 153 家公司为研究样本对股权结构与公司绩效之间的关系进行了分析,认为国有股比例和法人股比例与公司绩效之间均没有显著的相关性;高管持股比例与公司绩效显著正相关;流通股比例与公司绩效显著负相关,原因在于流通股股东普遍存在“搭便车”的心理;股权集中度与公司绩效之间呈显著的正相关关系,公司绩效随着第一大股东持股比例的增加而增加^[8]。牛春平以创业板上市公司 2010 年年报数据为研究样本,通过构建线性模型对股权结构与公司绩效之间的关系进行回归分析发现,第一大股东持股比例、机构持股比例与公司绩效之间均不存在显著的相关性,公司绩效随着前五大股东持股比例、管理层持股比例的提高而提高^[9]。毛洪安和沈慧敏对 2012 年前上市的 281 家创业板公司的股权结构与公司绩效之间的关系进行实证分析发现,流通股比例和董事会规模均对公司绩效有着不利影响,管理层持股比例的提高有利于公司绩效的提高^[10]。闻岳春和叶美林以 2010 年 9 月 30 日前在创业板上市交易的 123 家公司为样本,构建多元线性回归模型对公司治理结构与公司绩效的关系进行回归分析发现,公司治理结构与公司绩效之间存在一定的关系,但不显著;第一大股东持股比例与公司绩效之间呈倒 U 型关系;第二至第五大股东持股比例的平方与公司绩效之间呈正相关关系。这意味着上市公司内部良好的股权制衡结构有利于提高公司绩效,而对管理层实施的股权激励机制对提高公司绩效并没有明显帮助^[11]。阮素梅和杨善林基于多元线性回归模型和 Heckman 两阶段模型对激励方式与公司绩效之间的关系进行研究发现,实施激励措施可以显著提高上市公司绩效,但不同的激励方式对公司绩效的影响并无显著差异,股权激励与薪酬激励相互没有形成积极的配合效应,股权激励、薪酬激励与资本结构之间形成了积极的配合效应^[12]。张强和杨淑娥采用我国 2002 年之前上市的且只发行 A 股的 946 家上市公司为研究样本,以营业利润与总资产之比作为公司业绩变量来实证分析我国上市公司股权结构与公司业绩之间的关系,结果显示:股权集中度、国有股和流通股与公司业绩无关,法人股与公司业绩之间不存在统计上的相关性,一股独大不利于公司治理^[13]。李维安和李汉军回避国有上市公司的非市场因素,以 1999 年至 2003 年的民营上市公司为研究样本,就股权结构对公司绩效的影响进行研究发现,当第一大股东绝对控股时,其持股比例越高,公司绩效越好,此时高管的股权激励无法发挥作用;当第一大股东持股比例低于 20% 时,高管的股权激励作用也是无法发挥;当第一大股东持股比例在 20% 至 40% 之间时,其持股比例和公司绩效呈现倒 U 型关系,此时高管的股权激励能够发挥显著作用^[14]。

(三) 文献评述

从已有文献可以看出,国内学者和国外学者关于股权结构与公司绩效之间关系的研究均未得出一致性的结论,甚至有些研究虽然使用相同的指标,却得出了截然相反的结论。在衡量公司绩效的指标选取方面,国内外学者间也有一定的区别,国内学者所采用的被解释变量不是很统一,缺少统一标准,主要有托宾 Q 值、净资产收益率(ROE)、总资产收益率(ROA)、每股收益(EPS)、市盈率(PB)、市净率(PE)、每股经营现金流、主营业务资产收益率(CROA)等,还有一些学者独创了部分指标,如净资产现金率(COE)、资本市场股票收益率(CMSR)等。由于国内学者使用的绩效指标多种多样,因此回归分析结果难以得出一致性的结论,甚至会得出完全相反的结论。相对而言,国外学者对衡量公司绩效指标的选取则相对统一,大多采用托宾 Q 值。

实际上,影响公司绩效的因素很多,除了股权结构外,公司规模、公司财务杠杆水平、公司成长性等因素都会或多或少地影响公司绩效,因此我们在对股权结构与公司绩效之间的关系进行研究时应尽可能地将这些因素考虑在内。

三、理论分析与研究假设

(一) 理论分析

1. 两权分离理论

两权分离理论是指公司所有权与经营权分离,它是随着股份公司的产生而产生的。该理论认为现代公司已逐渐地开始实施所有权与经营权相分离,公司事实上已由职业经理人集团所控制。公司的实际所有者即股东负责监管与激励公司管理层,而公司管理层负责公司的日常经营,努力实现股东利益的最大化。股权分散与管理专业化使得有着专业管理技能的职业经理人获得了公司的实际经营权,最终导致了“两权分离”的结果,这也是现代股份制制度的基础。

2. 委托代理理论

委托代理理论是建立在信息不对称的基础上、由两权分离理论发展而来的。委托代理的概念最早由罗斯提出:“如果当事人双方,其中代理人一方代表委托人一方的利益行使某些决策权,则代理关系就随之产生。”在现代股份制企业中,由于企业实施两权分离,企业的所有者不再直接参与公司的日常经营与管理,而是所有股东共同委托具有专业管理技能的职业经理人进行管理,由此产生了委托代理关系。但是,委托人与代理人的目标不一致以及信息不对称会导致委托代理问题的产生,解决这一问题的方法主要有两种:一是对管理层进行股权激励,让管理层持股来绑定委托方与代理方的利益,使得双方利益一致;二是一旦管理层损害了股东们的利益,其将受到严厉的惩罚。由此可见,无论采用哪一种方法,都会带来代理成本,而代理成本的高低取决于经营权与所有权分离的程度。

根据委托代理理论,目前我国创业板上市公司的股权相对比较集中,大股东拥有绝对的控制权,因此创业板上市公司中主要存在两种委托代理关系:所有者与管理者之间的委托代理关系、大股东与小股东之间的委托代理关系。

3. 利益相关者理论

利益相关者理论最早由弗里曼在 1984 年出版的《战略管理:利益相关者管理的分析方法》一书中提出。该理论认为,利益相关者除了企业的股东以外,还包括债权人、雇员、消费者、供应商等交易伙伴,这些利益相关者对企业的发展起着至关重要的作用,他们不但分担了企业的经营风险,而且还监督和制约着企业的经营活动。企业的发展与各利益相关者的投入或参与息息相关,企业追求的应该是利益相关者的整体利益,而不仅仅是股东的利益。因此,企业做出的经营决策必须要保证利益相关者的利益并接受利益相关者的约束。从利益相关者的角度来看,企业的持续发展取决于企业是否能够满足各利益相关者的利益要求,而不仅仅单纯地取决于股东利益是否得到满足。利益相关者理论阐述了企业绩效评价和管理的中心,进一步完善了委托代理理论,奠定了企业绩效评价的理论基础。

(二) 研究假设

创业板作为二板市场,是对主板市场的一个重要补充,从创业板市场的定位来看,其开板目的是为新兴企业以及高科技公司提供融资平台。为了研究创业板上市公司的股权结构特点,本文列出了 2012 年沪深主板、中小板以及创业板各自的股权结构(如表 1 所示),通过对三者进行比较总结得出创业板上市公司的股权结构特点。

通过对表 1 中沪深主板、中小板以及创业

表 1 2012 年沪深主板、中小板以及创业板的股权结构

市场	沪深主板	中小板	创业板
总股本(亿股)	35330.26	2426.95	600.89
国有股比例	0.07	0.04	0.02
法人股比例	0.05	0.13	0.15
流通股比例	0.83	0.57	0.42
机构持股比例	0.44	0.27	0.11
第一大股东持股比例	0.36	0.37	0.34
前五大股东持股比例	0.50	0.60	0.67
管理层持股比例	0.01	0.20	0.34

板三大板块股权结构的对比分析,本文认为创业板股权结构具有七个特点。(1)从总股本方面来看,沪深主板市场的总股本最大,中小板和创业板依次降低。这与三类市场各自的特点相符合,沪深主板主要为大盘股,其他符合上市条件但股本较少的中小盘股则在中小板以及创业板上市。(2)从国有股比例来看,创业板上市公司的国有股比例最低,而且通过对含有国有股成分的样本进行逐一观察发现,创业板上市公司的国有股股东大多为研究所、研究院,因此与沪深主板相比,创业板上市公司几乎没有行政色彩。(3)从法人股比例来看,创业板上市公司的法人股比例最高,原因在于法人投资者更看重创业板的成长性,而且投资者在这类上市公司中更有话语权,能够通过自身的专业管理技能来监督与帮助公司。而在沪深主板市场的上市公司中,大多是国有股拥有相对控制权,法人股东对公司的影响力较低,从而法人股股东更愿意投资创业板与中小板这类行政色彩较低的公司。(4)从流通性来看,创业板的流通性最弱,原因在于创业板上市公司大股东的股票在上市之后有一年(对于高管而言)和三年(公司法人股)的锁定期,三年之后才能实现流通。因此,随着时间的推移,创业板的流通股比例将逐渐提高,直到全流通。当然,随着股权分置改革的推进,主板市场的流通性较以前已经有了大幅提升。(5)从机构持股比例来看,创业板上市公司的机构持股比例为11%,略低于中小板的27%,远低于沪深主板的44%。在我国,主要的机构投资者为社保资金、基金公司、保险资金、QFII(合格的境外机构投资者)等,这些机构投资者青睐于主板市场,原因在于:第一,主板市场的股票供应充足、流通性好,方便资金量大的机构投资者进出;第二,证监会对于这些机构投资者的最低仓位有要求,使得这些机构投资者倾向于投资主板市场,避免净值的过大波动;第三,这些机构投资者大多有国资背景,故他们更愿意投资国企聚集的主板市场。(6)从第一大股东持股比例以及前五大股东持股比例来看,第一大股东持股比例在这三个市场的比例基本相当。在前五大股东持股比例中,创业板的比例最高,达到了67%,高于中小板的60%与沪深主板的50%,原因在于创业板公司大多为家族企业,其股份主要集中在家族成员手中,以确保对企业的控制权;而主板市场的上市公司大多为地方国资委所有,各上市公司只需保证第一大股东的相对控制权即可。(7)从管理层持股比例来看,创业板的管理层持股比例高达34%,远高于中小板的20%与沪深主板的1%。创业板上市公司大多为家族企业,通常情况下,家族成员既是公司的股东,又是公司的管理者。另外,这些创业板上市公司更愿意通过股权激励的方式来减少代理成本,捆绑股东与代理人的利益,使管理层为实现股东利益最大化这一目标努力。而沪深主板上市公司大多为国企,国资委拥有实际控制权,公司的所有权与经营权分离度较高,上市公司更愿意聘请拥有专业管理技能的职业经理人来管理公司。

根据国内外学者们的研究成果,结合创业板上市公司的股权结构特点,本文提出以下九个假设。

1. 关于股权属性与公司绩效的关系

假设1:国有股比例与公司绩效之间呈正相关关系。

假设2:法人股比例与公司绩效之间呈正相关关系。

假设3:流通股比例与公司绩效之间呈负相关关系。

假设4:机构持股比例与公司绩效之间呈正相关关系。

2. 关于股权集中度、股权制衡度与公司绩效的关系

假设5:第一大股东持股比例与公司绩效之间呈正相关关系。

假设6:前五大股东持股比例与公司绩效之间呈正相关关系。

假设7:前五大股东持股比例的平方和(H5指数)与公司绩效之间呈正相关关系。

假设8:第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比(Z指数)与公司绩效之间呈正相关关系。

3. 关于内部人持股比例与公司绩效的关系

假设9:内部人持股比例与公司绩效之间呈正相关关系。

四、研究设计

(一) 变量选择

考虑到创业板上市公司自身的股权结构特点, 本文共使用 13 个指标作为公司绩效的评价指标, 分别设定为解释变量、被解释变量与控制变量, 具体如表 2 所示。

表 2 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	计算公式
被解释变量	托宾 Q 值	Q	(股东权益市场价值 + 净债务市场价值) / 期末总资产账面价值
	国有股比例	PG	(国家股 + 国有法人股) / 总股本
	法人股比例	PF	法人股股数 / 总股本
	流通股比例	PL	流通股股数 / 总股本
	机构持股比例	PJ	机构持股总数 / 总股本
解释变量	第一大股东持股比例	$CR1$	第一大股东持股数 / 总股本
	前五大股东持股比例	$CR5$	前五大股东持股数 / 总股本
	赫芬达尔指数	$H5$	前五大股东持股比例的平方和
	Z 指数	Z	第一大股东持股比例 / 第二大股东持股比例
	管理层持股比例	PGL	管理层持股数 / 总股本
控制变量	资产负债率	DAR	总负债 / 总资产
	公司规模	LNA	公司期末总资产的自然对数
	公司成长性	$GROWTH$	(本期总资产 - 上年同期总资产) / 上年同期总资产

(二) 模型设计

为表示创业板上市公司股权结构与公司绩效之间的关系, 本文建立一个多元线性回归方程。同时, 为避免多重共线性问题, 本文将被解释变量与各个解释变量分别进行回归分析, 从而得出它们之间存在的相关关系。构建模型如下:

$$Q = \alpha + \beta_1 X_i + \beta_2 DAR + \beta_3 LNA + \beta_4 GROWTH + \varepsilon$$

其中, Q 代表公司绩效, 用托宾 Q 值来衡量; α 为常数项; X_i 为股权结构指标, 具体包括衡量股权属性的指标 (国有股比例 PG 、法人股比例 PF 、流通股比例 PL 、机构持股比例 PJ)、衡量股权集中度与股权制衡度的指标 (第一大股东持股比例 $CR1$ 、前五大股东持股比例 $CR5$ 、赫芬达尔指数 $H5$ 、 Z 指数)、内部人持股比例指标 (管理层持股比例 PGL); i 为第 i 家上市公司的相关数据; $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ 为回归系数; 资产负债率 DAR 、公司规模 LNA 、公司成长性 $GROWTH$ 为控制变量; ε 为随机误差项。

(三) 样本选取与数据来源

鉴于上市公司为谋求上市而存在粉饰报表的可能性, 为更加真实地反映上市公司的财务状况, 本文选取了 2011 年 12 月 31 日前在创业板上市的 281 家上市公司作为研究样本。所需数据来源于国泰安金融数据服务中心与 WIND 资讯金融终端, 利用 EXCEL2010 与 SPSS19 等统计软件进行处理分析。

五、实证分析

(一) 描述性统计

表 3 为变量的描述性统计结果。由表 3 可见, 公司绩效的替代指标托宾 Q 值最小值为 1.0096, 最大值为 6.0864, 平均值为 2.1566, 这说明创业板上市公司整体的市场价值大于其重置成本, 整个创业板上市公司的绩效表现较好。托宾 Q 值的标准差为 0.9167, 离散程度较大, 说明部分上市公司的

绩效非常好,远超出市场平均水平。

在表3 衡量股权属性的指标中,国有股比例的均值为 1.94%,说明创业板上市公司的国有股成分很少。通过对样本的逐一观察发现,只有 24 家上市公司含有国有股成分,占整体样本的比例非常低。法人股比例的均值为 14.75%,说明在含有法人股成分的创业板公司中法人股股东能够对上市公司产生重大影响。通过对样本的逐一观察我们发现,共有 150 家上市公司含有法人股成分,所占比例超过了总体样本的一半以上。流通股比例的均值为 42.14%,略低于主板市场流通股比例,主要原因在于创业板的流通股,也就是大股东的股票在上市之后需要有一年(就高管而言)和三年(公司法人股)的锁定期,三年之后才可以实现流通,随着时间的推移,创业板的流通股比例将逐渐提高,直至全流通。机构持股比例的均值为 11.39%,略低于法人股持股比例,说明机构投资者能够对上市公司产生重大影响。通过对样本的逐一观察我们发现,共有 277 家上市公司含有机股成分,只有 4 家上市公司没有机构持股,由此可见,机构投资者是创业板市场的重要参与者。在衡量股权集中度与股权制衡度的指标中,第一大股东持股比例均值为 34.18%,前五大股东持股比例均值为 66.96%,据此可知第二大至第五大股东持股比例的均值与第一大股东持股比例相当,说明创业板上市公司的股权高度集中,前五大股东拥有着绝对的控股权,且这一部分股权中有很大一部分集中在第一大股东手里。H5 指数的均值为 0.1642,同样可以说明股权相对集中在前五大股东手里。Z 指数的最小值为 1,最大值 52.136,均值为 4.2984,说明第一大股东的持股比例远远大于第二大股东的持股比例,股权制衡度较低。Z 指数的标准差为 5.7651,说明创业板上市公司之间股权制衡程度的差别还是比较大的。管理层持股比例的均值为 33.68%,这一比例相当高,说明创业板上市公司的股东比较重视可能存在的委托代理问题,也就是说,他们会通过提高管理层持股比例来减少代理成本。资产负债率的均值为 20%,说明财务风险较低。资产规模的均值为 20.8390,标准差 0.5567,是三个控制变量中最大的一个,说明创业板上市公司的规模总体上不如主板上市公司,但创业板上市公司的内部差别还是比较大的。总资产增长率的均值为 12.33%,这符合创业板上市公司大多为成长性好的高科技公司这一预期。

表3 描述性统计

	指标	N	极小值	极大值	均值	标准差
被解释变量	<i>Q</i>	281	1.0096	6.0864	2.1566	0.9167
	<i>PS</i>	281	0.0000	0.7220	0.0194	0.0832
	<i>PF</i>	281	0.0000	0.7046	0.1475	0.2002
	<i>PL</i>	281	0.1533	0.8720	0.4214	0.1275
	<i>PJ</i>	281	0.0000	0.6084	0.1139	0.1154
解释变量	<i>CR1</i>	281	0.0877	0.6887	0.3418	0.1290
	<i>CR5</i>	281	0.3091	0.8982	0.6696	0.0952
	<i>H5</i>	281	0.0137	0.4765	0.1642	0.0892
	<i>Z</i>	281	1.0000	52.1360	4.2984	5.7651
	<i>PGL</i>	281	0.0000	0.8213	0.3368	0.2415
	<i>DAR</i>	281	0.0140	0.6101	0.2011	0.1232
控制变量	<i>LNA</i>	281	19.5440	22.5661	20.8390	0.5567
	<i>GROWTH</i>	281	-0.2595	1.0501	0.1233	0.1536

(二) 回归分析

表4 为创业板上市公司股权结构与公司绩效的回归结果,本文根据回归结果分别从股权属性、股权集中度和股权制衡度、内部人持股比例三方面来进行分析。

1. 股权属性与公司绩效

从股权属性角度来看,虽然国有股比例对公司绩效存在一定的正面影响,与前面的假设一致,但并不显著,说明国有股成分对创业板上市公司的影响非常小。创业板上市公司的法人股比例与公司绩效之间呈正相关关系,假设2得到验证。流通股比例的系数为-0.7392,通过了显著性检验,说明创业板上市公司的流通股比例与公司绩效之间呈负相关关系,假设3得到验证,形成这一现象的原因是流通股股东普遍存在“搭便车”的心理,缺少参与公司管理与监管的积极性。机构持股比例的系数为2.0166,且通过了显著性检验,说明创业板上市公司机构持股比例与公司绩效之间存在高度正相关的线性关系,假设4得到验证。

2. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效

从股权集中度、股权制衡度的角度来看,随着第一大股东持股比例与前五大股东持股比例的增加,公司绩效也会随之提高,假设5与假设6得到验证。得出这一结论的原因是第一大股东通常是上市公司的创始人或实际所有者,公司经营的好坏直接关系到其自身利益,因此第一大股东有着充分的动机去监管公司的日常经营,同时,前五大股东持股比例越高,其与公司的利益越一致,因此他们越有动力去监管公司的日常事务,改善公司经营状况。H5的系数为1.6018,并通过显著性检验,说明创业板上市公司前五大股东持股比例的平方和与公司绩效之间呈正相关关系,假设7得到验证,表明创业板上市公司的股权集中度越高,公司绩效越好。Z指数的系数为0.0158,并通过了显著性检验,说明了第一大股东对公司的控制力越强,公司绩效越好,假设8得到验证。

3. 内部人持股比例与公司绩效

内部人持股比例的系数为0.0197,说明内部人持股比例对公司绩效存在一定的正面影响,但没有通过显著性检验,由此可以看出,股权激励的效果并不明显。

表4 创业板上市公司股权结构与公司绩效的回归结果

变量	Q								
常量	6.3115*** (2.9798)	6.8171*** (3.2190)	6.5159*** (3.1037)	8.2114*** (3.9473)	5.8752*** (2.8060)	4.8453*** (2.2597)	5.9965*** (2.8820)	6.2680*** (2.9902)	6.2757*** (2.9753)
PS	0.0947* (0.1536)								
PF		0.4579* (1.7876)							
PL			-0.7392* (-1.8504)						
PJ				2.0166*** (4.4809)					
CR1					0.9392*** (2.3903)				
CR5						1.4608*** (2.7554)			
H5							1.6018*** (2.8353)		
Z								0.0158** (1.8044)	
PGL									0.0197 (0.0932)
DAR	-1.9364*** (-4.4460)	-1.9276*** (-4.4526)	-1.8633*** (-4.2875)	-1.8186*** (-4.3191)	-1.9783*** (-4.5874)	-1.9145*** (-4.4569)	-1.9833*** (-4.6186)	-1.9407*** (-4.4838)	-1.9396*** (-4.4519)
LNA	-0.1947* (-1.8903)	-0.2225* (-2.1560)	-0.1902*** (-1.8673)	-0.2964* (-2.9188)	-0.1888* (-1.8615)	-0.1714* (-1.6904)	-0.1920* (-1.9007)	-0.1957* (-1.9207)	-0.1931* (-1.8849)
GROWTH	2.4388*** (6.2107)	2.4837** (6.3487)	2.4377*** (6.2471)	2.1621*** (5.6317)	2.4571*** (6.3215)	2.4346*** (6.2861)	2.4845*** (6.4141)	2.4255*** (6.2129)	2.4372*** (6.2057)
Adj. R ²	0.1265	0.1365	0.1372	0.1863	0.1443	0.1501	0.1514	0.1367	0.1265

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。

六、结论与建议

本文通过实证分析检验了股权结构与公司绩效之间的关系,得出以下结论:(1)国有股比例对公司绩效存在一定的正面影响,但并不显著。(2)法人股比例与公司绩效正相关。(3)流通股比例与公司绩效负相关。(4)机构持股比例与公司绩效高度正相关。(5)股权集中度、股权制衡度与公司绩效正相关。(6)内部人持股比例对公司绩效有着正面影响,但是这种影响并不显著。(7)资产负债率、公司规模与公司绩效负相关,公司成长性的提高有利于公司绩效的提高。

基于所得结论,本文提出以下三点建议:

第一,合理适度地改变创业板上市公司的股权结构,提高法人股比例与机构持股比例。首先,相对普通投资者而言,法人股股东与机构投资者更加理性,更会关注公司的长期发展,更愿意参与到公司的日常治理中来。其次,提高法人股比例与机构持股比例可以降低股价的波动幅度,这有利于整个创业板市场的稳定,同时可以使上市公司的大股东避免因股价剧烈波动而分散精力,而是专注于公司治理,提高公司绩效。最后,作为专业投资者,法人股股东与机构投资者有着专业的管理经验,能够为上市公司提供有参考价值的建议。

第二,保护中小投资者的合法利益。由于受到资金实力的限制,中小投资者在资本市场中一直处于一种人数众多却缺少话语权的尴尬境地。另外,由于中小投资者来自于各行各业,他们自身的专业素养也参差不齐,无法很好地行使自身的合法权利,而一些上市公司偏偏利用这一点来不断侵犯中小投资者的合法权益,从而造成了部分中小投资者对上市公司缺乏信任的局面。如何保护中小投资者的合法利益,本文认为应该分别从投资者、上市公司与监管机构三方面来完善。首先,中小投资者应主动了解法律所赋予投资者的权利,把自己当成公司的所有者,关注公司的长远发展,要学会从公司的长远发展成长中分享利润,而不是只为赚取股价上涨所带来的利润这种短视行为。其次,上市公司要建立健全信息披露制度,包括财务报告、内部控制报告以及公众关注的社会责任报告。最后,对于监管机构来说,一方面要通过媒体、互联网等方式对中小投资者进行普法宣传,引导中小投资者明确自身的权利,培养正确的投资理念;另一方面,要切实履行自身的监管职责,保护中小投资者的合法权益,对于上市公司侵害中小投资者权益的情况,监管机构一定要依法严肃处理。

第三,上市公司应降低财务杠杆,保持适度的公司规模,专注于内生增长。由前文分析可知,随着资产负债率的提高和公司规模的扩张,公司绩效逐渐降低,而随着公司成长性的提高,公司绩效随之提高。对于处在初创期的高科技公司来说,其抗风险能力较弱,过多的债务融资会使公司面临较高的财务风险。同样,由于高科技公司的安全边际较低,抗风险能力不强,因此其在发展之初不应盲目追求扩大公司规模,因为这样只会导致产能过剩,阻碍公司发展,公司应该精于科技创新,提高核心竞争力,保证发展质量。

参考文献:

- [1] Demsetz H, Villalonga B. Ownership structure and corporate performance[J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7: 209 - 233.
- [2] Drakos A, Bekiris F V. Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: a simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange[J]. Research in International Business and Finance, 2010, 24: 24 - 38.
- [3] Morck R, Shleifer A, Vishny R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293 - 315.
- [4] Perrini F, Rossi G, Rovetta B. Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italy market[J]. Corporate Governance: An International Review, 2008, 16: 312 - 325.

- [5] Johnson S, Porta R L, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling [R]. Harvard Institute of Economic Research Working Papers, 1999.
- [6] Thomsen S, Pedersen T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies [J]. Strategic Management Journal 2000, 21: 689 - 695.
- [7] Minguez-Vera A, Martin-Ugedo J F. Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market [J]. International Review of Financial Analysis, 2007, 16: 81 - 98.
- [8] 杨廷燕. 创业板上市公司股权结构与公司绩效关系的研究 [D]. 西南财经大学, 2012.
- [9] 牛春平. 创业板股权结构和公司绩效相关性实证分析 [J]. 经济师, 2012(11): 69 - 71.
- [10] 毛洪安, 沈慧敏. 创业板上市公司中的股权结构、董事会特征与公司业绩研究 [J]. 中南财经政法大学研究生学报, 2012(5): 75 - 81.
- [11] 闻岳春, 叶美林. 中国创业板上市公司治理与绩效的实证研究 [J]. 上海金融学院学报, 2011(3): 84 - 95.
- [12] 阮素梅, 杨善林. 经理激励、资本结构与上市公司绩效 [J]. 审计与经济研究, 2013(6): 64 - 70.
- [13] 张强, 杨淑娥. 股权结构与公司业绩——来自中国上市公司的实证分析 [J]. 南京审计学院学报, 2005(1): 10 - 15.
- [14] 李维安, 李汉军. 股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据 [J]. 南开管理评论, 2006(5): 4 - 10.

[责任编辑:王丽爱,黄燕]

An Empirical Research on the Relationship between Ownership Structure and Corporate Performance of GEM Listed Corporations

TANG Ruiming, QIU Wenfeng

Abstract: Ownership structure, as a kind of structural arrangement of corporate ownership, will affect corporate governance structure and the efficiency of corporate governance will affect corporate performance. Given the special features of GEM listed corporations and the characteristics of ownership structure, this paper makes an empirical research on the relationship between ownership structure of GEM listed corporations and corporate performance from such aspects as ownership attributes, ownership concentration and ownership balance as well as management shareholding. The research indicates that state-owned shares and management shareholdings have a positive but not significant effect on corporate performance. Corporate shares, institutional shareholdings, ownership concentration and ownership balance have a positive correlation with corporate performance, while outstanding shares have a negative correlation with corporate performance.

Key Words: growth enterprise market; ownership concentration; corporate performance; corporate governance; principal-agent relation; capital market; management shareholdings