

民营上市公司股权集中度与经营绩效的实证分析

——以我国中部地区中小板上市公司为例

陈国民, 谭杰^①

(南华大学 经济管理学院, 湖南 衡阳 421001)

[摘要] 股权集中度与公司经营业绩的关系一直是学术界关注的焦点, 目前国内外学者对该问题的研究由于各种原因形成了许多不同的观点。文章以我国中部地区民营上市公司中的中小板为样本, 对股权集中度与经营绩效的关系进行了实证分析。研究结果表明, 第一大股东持股比例 CR_1 、前五大股东持股比例 CR_5 和第一大股东与第二至第五位大股东持股份额的比值 Z_5 指数与公司经营绩效呈负相关关系, 赫芬达尔 H_5 指数与公司经营绩效呈正相关关系, 根据实证分析结果, 文章提出了相应的政策建议。

[关键词] 中部地区; 上市公司; 股权集中度; 经营绩效; 实证分析

[中图分类号] F276.6 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2013)01-0041-04

自《关于促进中部地区崛起的若干意见》和《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》实施以来, 虽然政府对民营经济发展的扶持力度不断加大, 中部地区的经济发展速度不断加快, 但与我国东部发达地区相比还存在很大的差距。作为中部地区的民营上市公司, 其经营业绩在一定程度上代表了中部地区的经济格局和经济实力。

然而影响上市公司经营业绩的因素很多, 除受到非均衡梯度区域发展政策、地理位置和历史因素等条件的制约外, 还与上市公司自身的股权集中度和股权属性有着密切的关系, 因为它在很大程度上影响着上市公司的经营治理, 从而影响其经营绩效, 为了研究民营上市公司股权集中度对经营绩效的影响程度, 本文以我国中部地区民营上市公司中的中小企板为研究样本, 来论证股权集中度与公司经营绩效的关系, 以期优化我国中部地区民营中小企板的股权结构、提高经营绩效水平和实现中部崛起提供一定的参考意见。

一 国内外研究现状

股权集中度指股东因持股比例的不同所表现出来的股权集中还是股权分散的数量化指标, 它具体包含两层涵义: 一是上市公司前几位股东持股比例

之和; 二是指公司其他股东持股份额与第一大股东持股份额的比值, 即股权制衡度, 它主要用来描述公司其它股东对第一大股东的制衡程度^[1]。而有关股权集中度与公司经营绩效之间的关系, 国内外学者进行了大量的研究。

从目前国内外学者的研究文献来看, 在上市公司股权集中度与公司绩效的关系上还没有达成一致, 持正相关、负相关、不相关和非线性相关观点的文献都有不小, 其中在国外研究中, Berle 和 Means (1932) 在经典论著《现代公司和私有产权》中指出公司股权越集中越有利于公司所有者对公司进行监管和改善公司治理, 从而提高公司业绩。Demsetz (1985) 认为公司股权集中会降低公司治理水平和公司经营业绩, 即股权集中度与绩效之间存在着负相关。Servaes 和 McConnell (1990) 认为公司价值与公司内部股东所持股份呈曲线关系。在国内研究中, 许小年、王燕 (1999), 张红军 (2000), 陈小悦、徐晓东 (2003), 谭韵清、伍中信 (2005) 在实证研究中发现股权集中度与公司经营绩效呈正相关关系。刘国亮、王加胜 (2000), 胡国柳、蒋国洲 (2004) 分别从实证研究中发现: 公司股权适当分散化有利于提高公司绩效水平。王斌 (2001), 苑德军、郭春丽 (2005) 在实证研究中发现公司第一大股东持股比例和前五大股东持股比例之和与衡量公司业绩的托

[收稿日期] 2012-11-20

[作者简介] 陈国民 (1964-), 男, 湖南衡阳人, 南华大学经济管理学院研究员。

^① 南华大学经济管理学院硕士研究生。

宾 Q 值呈倒 U 型曲线关系。

三 理论假设与理论模型

(一)理论设计

作为公司产权基础的股权结构决定公司治理的有效性,进而决定公司的经营绩效。根据现有的理论,公司控股股东对公司经营业绩的影响主要表现在两个方面:一是公司控股股东如果持股比例较大,便可以进行有效的监督和管理公司,提高公司治理效率,改善公司经营业绩,即利益协同效应(Alignment effect)。二是公司大股东尤其是公司第一大股东如果持股比例越高,他们很可能会利用其在公司中的控股地位从事损害公司和其他中小股东利益的行为,即利益侵占效应(Entrenchment effect)^[2]。

笔者认为在当前我国一股独大现象比较严重、相关法律法规不健全以及人性具有趋利性特点的背景下,公司大股东尤其是第一大股东很容易利用其在公司中的控股地位从事损害公司和中小股东利益的行为。基于此做出以下假设:

假设 1:公司股权集中度与公司经营绩效之间呈负相关关系。

假设 2:公司股权制衡度与公司经营绩效之间呈负相关关系。

(二)样本选取与变量定义

当前,我国中部地区共有 361 家上市公司,其中民营上市公司 155 家,中小板上市公司 58 家。从中部地区 155 家民营上市公司中,剔除相关数据缺失的上市公司后,通过层层筛选,最终选取了 27 家中小板上市公司作为样本,并收集其 2009 年-2011 年共 81 个面板数据进行整理分析(考虑到 2008 年发生的全球金融危机会导致宏观经济环境发生变化,该变化会对公司股权结构、经营绩效产生一定的影响,故本文没有统计 2008 年以前的数据)。本文的研究变量主要有三类:因变量、自变量和控制变量。其中,这些变量的定义及计算方法详见表 1。

(1)因变量:考虑到净资产收益率(ROE)的广泛使用性,本文选取它作为公司经营绩效的指标。

(2)自变量:本文选取 CR_n 指数、Z 指数和赫芬德尔(Herfindahl Index)指数作为自变量,其中 CR_n 指数是指公司前 n 位股东的持股比例之和,用于衡量公司股权分布状态,该指数越大意味着公司股权越集中;赫芬德尔(Herfindahl Index)指数,是指公司前 n 位大股东的持股比例的平方和,该指标的效应在于突出股东持股比例之间的差距,该指数越接近 1 意味着公司股权越分散,该指数越偏离 1 意味着

股权集中度越集中^[3];衡量公司股权制衡度的指标主要有 Z 指数,即第一大股东与其他股东持股份额的比值,它是用来反映公司其他股东对第一大股东的控制程度,该指数越大,意味着第一大股东受到其他股东的制约越小。

(3)控制变量。考虑到公司的财务杠杆(LEV-Y)和公司规模(SIZE)可能会对公司的经营业绩产生影响,因此,本文将选取公司资产负债率和总资产作为控制变量。

本文数据主要分为两类,即公司股权集中度和经营绩效数据,来源于中国上市公司资讯网(<http://www.cnlist.com.cn>)、金融界网(<http://www.jrj.com.cn>)等。数据的录入以手工完成,并经过仔细核对以确保数据的准确性,其中部分数据为间接计算所得。数据统计分析采用 Excel、stata11.0 等软件完成。

表 1 变量定义及计算方法

变量符号	变量定义	注释
ROE	净资产收益率	净利润/平均净资产
CR ₁	第一大股东持股比例	第一大股东持股份额/年末总股本
CR ₅	前五大股东持股比例	前五大股东持股比例之和
H ₅	前五大股东持股比例的平方和	前五大股东持股比例的平方相加
Z ₅	第一大股东与第二至第五位大股东持股份额的比值	第一大股东持股份额与第二至第五位大股东持股份额
LEVY	资产负债率	负债总额/资产总额
SIZE	公司规模	总资产取对数

(三)实证模型

为了检验上述自变量 CR_n 指数、Z 指数和赫芬德尔(Herfindahl Index)指数以及两个控制变量资产负债率和总资产对因变量净资产收益率的影响,建立如下线性回归模型:

$$ROE = a + bX_1 + cX_2 + dX_3 + eX_4 + fX_5 + gX_6 + \varepsilon$$

其中 a 为常数,b、c、d、e、f、g 为待回归系数,ROE 为净资产收益率;X₁、X₂、X₃ 和 X₄ 为自变量,分别代表 CR₁、CR₅、H₅ 和 Z₅,X₅ 和 X₆ 为控制变量,分别代表财务杠杆(LEVY)和公司规模(SIZE),ε 为随机误差项。

(四)描述性统计分析

描述性统计分析通常是为了描述测量样本的各

种特征、所代表总体的特征以及样本选择的适当性,以对预期结果做一些辅助性观察,为调整样本数据分布提供一定的依据^[4]。描述性统计分析的项目很多,常用的如平均数、最小值、最大值、标准差、中位数、频数分布等等,在本文研究中,将选取平均数、标准差、最小值和最大值四个项目进行描述性统计分析,具体分析结果详见表 2。

表 2 股权集中度描述性统计分析

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
CR ₁	0.3394	0.1438	0.0850	0.6517
CR ₅	0.6326	0.1986	0.3053	1.3357
H ₅	0.1662	0.1006	0.0197	0.4389
Z ₅	0.2560	0.5111	0.3590	0.3048
SIZE	9.1879	0.3324	8.5579	9.8744
LEVY	0.3821	0.1929	0.0563	0.7672

从描述性统计分析结果中,不难发现我国中部地区民营上市公司“一股独大”的现象比较突出,股权集中度很高,其中,第一大股东 CR₁ 的三年平均持股比例为 33.94%,公司前五大股东 CR₅ 三年平均持股比例高达 63.26%。从描述性统计分析中可以看出,我国中部地区民营上市公司中小板企业股权集中度的特点是相对集中于第一大股东,高度集中于前五大股东。

再观察结果中的 H₅ 指数,通常情况下 H₅ 指数越接近于 0,意味着前五大股东的持股比例差距越小,H₅ 指数越接近于 1,说明前五大股东的持股比例差距越大;然而,从表中不难发现,我国民营中小板上市公司三年平均 H₅ 指数值高达 0.1662,说明我国中部地区民营上市中小板企业的前五大股东实力差距相对较大。

从描述性统计分析结果中还可以看出,我国中部地区民营上市公司中小板企业的股权集中程度差异较大。在以上几个变量 CR_n 指数、Z 指数和赫芬德尔(Herfindahl Index)指数衡量股权集中度的指标中,都表现出很大程度的差异,其中,第一大股东持股比例 CR₁ 最大值为 0.6517,最小值仅为 0.3394,平均数等于 0.1438,这表明第一大股东以外的其他股东所持公司股份数额较低,这样的股权集中度产生了我国民营上市公司中小板企业缺乏其他大股东与第一大股东相互制衡的格局。此外,Z 指数相对比较平稳,其中最大值为 0.3048,最小值为 0.3590,平均值为 0.2560,这表明第一大股东在股权控制上

具有相对的优势。

四 实证分析

为弄清我国中部地区民营上市公司中的中小板股权集中度与公司经营绩效之间的关系,笔者利用 stata11.0 统计软件对上述模型进行回归分析,得到回归结果如表 3 所示。

表 3 各解释变量与公司经营绩效(ROE)回归结果

变量	系数	标准差	t 值	P 值
CR ₁	-0.66936	0.18501	-3.62	0.000
CR ₅	-0.16005	0.06125	-2.61	0.009
H ₅	1.44995	0.29989	4.83	0.000
Z ₅	-0.0066025	0.0019637	-3.36	0.001
SIZE	0.0056665	0.0240494	0.24	0.814
LEVY	-0.0084992	0.0489432	-0.17	0.862
CONS	0.1775331	0.2081231	0.85	0.394

从回归分析结果中,我们不难发现 CR₁、CR₅ 和 Z₅ 与净资产收益率 ROE 在 5% 置信水平上显著负相关, H₅ 与净资产收益率 ROE 在 5% 置信水平上显著正相关关系,这与我们的原假设一和假设二基本吻合,这也意味着,在其他因素保持不变的前提下,CR₁ 每增加一个单位,公司净资产收益率就会减少 0.67 个百分点;在其他因素保持不变的前提下,CR₅ 每增加一个单位,公司净资产收益率就会减少 0.16 个百分点,在其他因素保持不变的前提下,H₅ 每增加一个单位,公司净资产收益率就会减少 0.01 个百分点,对此的解释是:第一、我国现有的民营上市公司大多数是由原来的国有企业改制而来的,其股权相对集中;第二、我国有关保护中小股东利益和惩罚大股东滥用公司职权的相关法律法规还没有建立;第三,由于人性具有趋利避害性等特点。基于此,我国公司一些大股东很容易滥用权力来侵犯中小股东和公司利益。

五 结论与建议

本文以我国 2009 年—2011 年间中部地区民营上市公司中的中小板企业为研究对象,通过对其股权集中度与经营绩效关系的实证分析,得出如下结论:在 5% 置信水平上,第一大股东持股比例 CR₁、前五大股东持股比例 CR₅ 和第一大股东与第二至第五位大股东持股份额的比值 Z₅ 与公司经营绩效 ROE 呈负相关,赫芬德尔 H₅ 指数与公司绩效呈正

相关。为进一步优化公司股权结构,改善公司治理,提高公司绩效水平,笔者认为可以采取以下措施:

(一)证监会等有关政府部门应该定期对上市公司的第一大股东和公司高管层进行利益观和权力观等思想观念教育

由于我国现在大多数民营上市公司是由原来国有企业改制而来,股权集中度较高的状态在很长的一段时期内还会一直存在,因此,我们不能急于求成地照搬美国等西方发达国家的做法——让股权充分分散化。鉴于人性具有趋利避害性特点,笔者认为我国证监会和国资委等有关政府部门应该联合开展对上市公司的前十大股东(尤其是第一大股东)和公司高管层进行价值观、利益观、权力观、法制观和荣辱观等思想观念教育,并将此项思想政治教育工作制度化和常态化,让这些大股东和高管层过好“权力关(观)”和“利益关(观)”,从而让他们在经营公司的过程中树立“情为股民所系、权为股民所用、利为股民所谋”的崇高品质。

(二)优化股权结构,建立适度集中的多个大股东制衡的股权结构

实证结果表明,股权集中度和股权制衡度与公司绩效呈负相关关系。因此,本文认为优化公司治理结构,提高公司经营绩效水平的重要途径在于:第一,要适当的分散公司股权,让更多的机构投资者参与到上市公司的公司治理中来,使得机构投资者能够在公司的董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面都发挥重要作用,从而让大股东以所有

利益相关者的共同利益为出发点,来提高公司的绩效水平;第二,构建一个合理的股权制衡结构,即在股份公司中多建立几个持股比例相对较大的股东,让这几个相对较大的股东来联合制衡第一大股东,从而防止控股股东完全控制董事会的局面^[5]。

(三)尽快完善《公司法》等有关法律法规,做到有法可依和违法必究

目前我国资本市场对投资者的保护机制还不够完善,不能有效约束大股东或公司高管层对中小股东利益和公司利益的侵害,因此,我国立法部门应该尽快完善《公司法》等相关法律法规,努力做到有法可依、违法必究,提高法律法规的行使力度,从而减轻“利益侵占效应”带来的不利影响,保护投资者的合法利益,提高公司经营绩效水平。

[参考文献]

- [1] 陶然. 房地产上市公司股权结构对绩效影响的实证分析——基于2008—2010年的面板数据[J]. 福建省社会主义学院学报, 2012(3): 118-121.
- [2] 姜婷婷. 股权集中度与经营绩效——基于机械行业上市公司面板数据的实证分析[J]. 山东轻工业学院学报, 2009(4): 97-100.
- [3] 丁华, 姜凌云. 家族上市公司股权集中度与经营绩效实证分析[J]. 商业研究, 2010(7): 125-128.
- [4] 钱远昌. 我国中小板上市公司股权集中度与公司绩效的实证分析[J]. 中国证券期货, 2011(6): 47.
- [5] 陈玲. 中小企业板上市公司治理结构与公司绩效实证研究[J]. 财会通讯, 2011(8): 20-21.

An Empirical Analysis of the Relationship between Ownership Concentration and Operating Performance of Private Listed Company

——Take the central region in SME board listed company as an example

CHEN Guo-min, TAN Jie

(University of South China, Hengyang 421001, China)

Abstract: The relevance between corporate ownership structure and operating performance has been the focus of academic circles, but the conclusion reached by researchers differed greatly because there are many different perspectives on this subject. This paper took the central region of SME board company of the private listed company as objects, to analyse the relationship between the ownership concentration and operating performance. The results of the study show that, the share ratio of the largest shareholder CR_1 , the top five shareholder's equity CR_5 and balance degree Z_5 index has negative correlation with operating performance in SME board company of the private listed company, Hector fanta H5 index has positive correlation with corporate performance. According to the empirical analysis results, this paper puts forward the corresponding policy and suggestions.

Key words: central region; listed company; ownership concentration; operating performance; empirical analysis