

大股东减持与公司绩效:基于控制权的分析

刘亚莉(博士) 于丽娟 刘山湄

(北京科技大学经济管理学院 北京 100083 北京大学 北京 100871 三峡大学 湖北宜昌 443002)

【摘要】 控股股东与非控股股东的减持行为对公司绩效的影响并不一致。研究表明,大股东减持行为对公司经营绩效的影响与大股东减持幅度有关,在减持幅度较大时,大股东减持行为与公司经营绩效显著负相关,控股股东的减持行为与公司经营绩效显著负相关;在减持幅度较小时,控股股东的减持行为对经营绩效有正面影响。在国有控股公司中大股东减持幅度及控股股东减持与经营绩效显著负相关,但在非国有控股公司中这种关系并不显著。非控股股东的减持行为与股权集中度对经营绩效的影响均不显著。本文建议从会计监管的角度来规范和引导大股东减持幅度及国有控股公司的控股股东减持行为,以降低大股东减持行为对上市公司经营绩效的负面影响。

【关键词】 大股东减持 控制权 股权性质 公司绩效 股权结构

一、文献综述

大小非解禁后的大股东减持是我国公司股权结构的独有特征,国外没有直接相关的研究,类似研究主要集中在股权结构与公司绩效、治理结构的关系等问题上。Jensen 和 Meckling (1976)、Shleifer 和 Vishny (1986)认为大股东的存在有利于提高经营效率;Grossman 和 Hart (1980)、Perderson 和 Thomsen (2001)等的研究也证实了这一结论。但 Demsetz (1983)认为公司业绩与股权结构之间不应该存在一种固定的关系,无论是分散的股权结构还是集中的股权结构,应该都可以使利润最大化。20世纪90年代末,西方学者注意到以东亚为典型代表的上市公司存在股权集中现象的同时,第二大股东的持股比例足以影响第一大股东的决策,认为公司有多个大股东对公司价值会产生正面影响。

我国学者的相关研究主要集中在两个方面。第一,关于股权性质对公司绩效影响的研究结论大致可分为三类:国有股与公司绩效负相关(陈晓、江东,2000;Sun 和 Tong,2003);国有股与公司绩效相关性不显著(高明华,2001;朱武祥、宋勇,2001);国有股对公司绩效有正面影响,但相关性不显著(张红军,2000;于东智,2001)。第二,关于股权集中度的研究结论大致可分为三类:股权集中度与公司绩效正相关(陈小悦、徐晓东,2001);股权集中度与公司绩效基本无关或相关性不明显(于东智,2001;朱武祥、宋勇,2001);股权制衡能够提高公司绩效,多个大股东的存在对公司绩效有正面影响(陈信元、汪辉,2004;赵景文、于增彪,2005)。

由上可知,关于我国上市公司的股权集中度和股权性质与公司绩效之间关系的研究远没有达成一致结论。而当前资本市场大小非解禁及减持对上市公司股权结构及经营绩效的影响更缺乏经验检验。本文研究的不同之处在于:第一,考察控股股东减持行为及大股东减持幅度对公司绩效的影响,有利于深刻了解资本市场大股东减持行为的经济后果。第二,观

察不同股权性质企业大股东减持行为对公司绩效的影响程度,为监管层制定相关的激励约束制度提供参考。

二、理论基础与研究设计

Berle 和 Means 早期的研究认为在公司股权分散的情况下,经理与分散的小股东之间存在潜在利益冲突,经理人员的目标是使其自身利益最大化,此时无法使公司的绩效达到最优。高度集中的股权结构有利于大股东对公司经营者进行控制和管理。Grossman 和 Hart (1980)、Perderson 和 Thomsen (2001)等的研究证实股权集中度和公司的盈利能力呈正相关关系。Shleifer 和 Vishny (1986)认为,股权集中型公司相对于股权松散型公司具有较强的盈利能力。但 Shleifer 和 Vishny (1997)指出,当大股东持股比例低于最优持股比例时会导致代理成本增加,从而降低公司价值。出售股权还使得大股东对公司的控制力降低,公司被并购的可能性增大,使得控制权市场对大股东施加的压力增大。逆向选择理论认为,大股东持有公司股份可以向外部投资者传递预期公司业绩良好的信号,因此可以通过减持幅度对大股东的减持动机进行识别和判断。从理论上分析,大股东的合理减持有利于改善公司股权制衡结构,但大股东的大幅度减持行为会向市场传递如下信息:大股东有强烈的套现获利动机。本文使用大股东减持比例(RP)对大股东减持程度进行判断,由此提出假设1:

大股东减持程度对公司绩效有显著影响,大股东的大幅度减持对公司绩效有负面影响。

Dahya 等(2008)认为从所有权结构的内生视角来看,控股股东决定所有权结构,控股股东追求自身利益最大化的必然选择就是降低在公司中的投资水平以分散风险,同时也可以较低的成本来攫取控制权私有收益。我国上市公司的股权结构高度集中并且普遍存在持股份额较大的控制性股东,尤其是在国有控股公司中(Chen 和 Wang,2007;Chen 和 Xu,2008)。邓建平和曾勇(2004)、张兆国(2006)、许文彬(2009)等

的实证研究表明,我国控股股东的控制权私有收益高于发达国家。全流通背景下,控股股东一旦失去对公司的控制权,其将无法继续享有控制权私有收益。基于长期投资回报及控制权私有收益的考虑,控股股东有动机通过减持所持股权以获利,但其通常不会轻易放弃控制权。控股股东大幅度套现获利的减持行为会削弱其通过提高企业经营绩效获得利润分配的动机。因此提出假设 2:

控股股东的减持行为对公司绩效有显著影响,控股股东的大幅度减持与公司绩效显著负相关。

本文以第一大股东作为控股股东,以第二大股东作为非控股股东的代表,选择第一大股东是否减持(FR)和第二大股东是否减持(SR)来考察控股股东减持行为对公司绩效的影响,并采用第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比来对减持公司的股权集中度进行判断。

Fisherman(2001)指出高管政治关联是有价值的资源,能带给公司融资便利性、税收优惠等好处,从而对公司绩效产生正向影响。Khwaja 和 Mian(2005),Adhikari(2006)的研究证实政府干预越强,高管政治关联的价值越大,对公司绩效的正向作用越明显。Peng 和 Luo(2000)针对我国资本市场展开研究,发现管理者和政府官员的关系与企业绩效正相关。在我国,国有上市公司的控制性股东多为各级国资委。国资委作为特设的政府机构,其是国有企业的控制性股东且掌握上市公司的实际控制权(张治栋、樊继达,2005)。国有上市公司中控股股东所持有的所有权与控制权分离程度不高,而且由于其具有政府身份,控制性股东不仅能轻易地获得政府支持,而且能借助其所拥有的行政权力更有效地防范其他政府机构对公司利益的侵占(刘苟佳等,2003;夏立军、方轶强,2005)。因此,相对于非国有上市公司而言,国有上市公司的控股股东减持向外传递公司政治关联减弱的信息,不利于公司绩效的提高。因此提出假设 3:

国有控股公司的控股股东的减持行为与公司绩效显著负相关。

本文选择上市公司是否为国有控股(SS)来判断股权性质对大股东减持行为的影响,并将减持公司按股权性质区分为国有控股公司和非国有控股公司来检验大股东减持对公司绩效的影响。

在绩效指标方面,徐莉萍等(2006)的研究认为,我国股票市场的价格发现功能非常有限,股市的有效性与西方成熟市场相比还有较大差距,使得采用托宾 Q 值的前提条件不完全具备,相对来说,采用会计类指标更适合评估我国上市公司的绩效。葛家澍(2008)认为不包含利得和损失的盈利能力代表企业在持续经营条件下由核心利润提供的、稳定的投资回报能力,更能反映企业的经营业绩,因此选择营业利润率作为经营绩效的主要评价指标。考虑到上市公司业绩的特殊性和监管因素,选择每股收益和净资产收益率对经营绩效进行评价,并采用股权集中度和控股股东性质对减持公司股权结构进行测度,同时控制公司规模和财务杠杆对公司绩效的影响。本文使用以下模型对有关假设进行检验,变量定义及计量方法见表 1。

$$Per = \alpha + \beta_1 \times RP + \beta_2 \times FR + \beta_3 \times SR + \beta_4 \times CC + \beta_5 \times SS + \beta_6 \times SIZE + \beta_7 \times DEBT + \varepsilon$$

表 1 变量名称及定义

	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	营业利润率	OPR	营业利润/营业收入
	每股收益	EPS	净利润/公司总股数
	净资产收益率	ROE	净利润/净资产
自变量	大股东减持比例	RP	大股东减持股数之和/年初公司总股本
	第一大股东是否减持	FR	如果被第一大股东减持,为 1;否则为 0
	第二大股东是否减持	SR	如果被第二大股东减持,为 1;否则为 0
	股权集中度	CC	第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
	控股股东性质	SS	若是国有控股,为 1;否则为 0
控制变量	公司规模	SIZE	总资产的自然对数
	资产负债率	DEBT	总负债/总资产

三、实证分析

本文以 2007 年和 2008 年沪深两市 A 股上市公司为样本,选取在 2007 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日发生大股东减持行为的上市公司,剔除金融类上市公司、数据不全及数据异常的公司,最后得到样本公司 489 家。其中在 2007 年发生减持的公司有 233 家,2008 年发生减持的公司有 109 家,2007、2008 年两年都发生减持的公司有 147 家。在财务数据方面,对仅在一个年度发生减持的公司选择当年的财务指标,对 2007、2008 年两年都发生减持的公司选取减持后的 2008 年的财务指标作为观察值。本文涉及的大小非减持公司名称及减持情况由中国证券业协会提供,大小非减持比例等数据全部通过手工计算取得,财务指标来源为国泰安数据库、上市公司年报,数据分析使用 SPSS16.0 统计软件。

1. 描述性统计分析。所有变量的描述性统计结果见表 2:

表 2 描述性统计分析

	全样本		减持较多 (RP≥4.24%)		减持较少 (RP<4.24%)		国有控股 (SS=1)		非国有控股 (SS=0)	
	平均值	标准差	平均值	标准差	平均值	标准差	平均值	标准差	平均值	标准差
OPR	-0.290	4.715	-0.576	6.620	-0.002	0.689	-0.006	0.513	-0.563	6.584
EPS	0.154	1.159	0.059	1.548	0.249	0.523	0.202	0.537	0.107	1.537
ROE	-0.034	1.071	-0.045	1.047	-0.024	1.098	-0.048	1.110	-0.022	1.034
RP	5.46%	0.051	8.72%	0.055	2.18%	0.012	4.49%	0.037	6.39%	0.061
FR	34.40%	0.476	38.78%	0.488	29.10%	0.455	41.25%	0.493	26.91%	0.444
SR	50.43%	0.501	64.90%	0.478	36.89%	0.485	44.58%	0.498	57.03%	0.496
CC	11.550	22.633	9.955	19.070	13.157	25.660	15.232	27.693	8.007	1.560
SS	0.491	0.500	0.408	0.493	0.574	0.496	1	0	0	0
SIZE	11.991	1.064	11.850	1.072	12.133	1.039	12.233	1.022	11.758	1.054
DEBT	0.585	0.960	0.627	1.322	0.543	0.306	0.539	0.231	0.629	1.326
N	489		245		244		240		249	

从表 2 可以看出,大股东减持比例 RP 的平均值为 5.46%,相比截至 2006 年底非流通股份占上市公司总股本的比重而言并不高,说明股改完成后大股东减持行为将不是一个短期行为,而是一个长期行为。但大股东的减持幅度差异很

大,减持比例最大值为 61.13%,最小值为 0.65%(受篇幅所限没有列出),这说明大股东减持动机也存在差异。

为考察减持幅度对公司绩效的影响,本文按减持比例数值将样本分为减持较多和减持较少两组;为考察股权性质对大股东减持及公司绩效的影响,以是否为国有控股将减持公司分为国有控股公司和非国有控股公司。从分组描述性统计结果来看,减持较多组的营业利润率 OPR、每股收益 EPS 和净资产收益率 ROE 显著低于减持较少组,与假设 1 相符。同时,减持较多组中第一大股东减持比例达到 38.78%,也显著高于减持较少组第一大股东减持比例 29.10%,在一定程度上支持了假设 2。从股权性质来看,国有控股公司的 RP 为 4.49%,低于非国有控股公司的 6.39%,说明国有控股公司大股东减持行为更谨慎。国有控股公司的 OPR 和 EPS 高于非国有控股公司,净资产收益率 ROE 低于非国有控股公司,非国有控股公司的 OPR 和 EPS 的标准差较大。

2. 相关性分析。表 3 是变量的相关系数表。从表 3 中可以看出,大股东的减持比例 RP 与 OPR、EPS 负相关,在 10% 的水平上通过了检验,与 ROE 的相关系数为负,说明大股东减持幅度与经营绩效负相关,与假设 1 相符。FR 与 OPR、

EPS 负相关,在 5% 的水平上通过了检验,与 ROE 的相关系数为负,说明第一大股东的减持行为与经营绩效负相关,与假设 2 相符。此外,自变量之间不存在显著相关关系,表明变量之间不存在多重共线性问题。

3. 回归结果及其分析。本文混合了样本公司在整个样本期间的横截面数据以及时间序列数据,形成了一个面板数据。采用面板数据进行回归分析,可以在一定程度上克服变量之间的多重共线性问题,而且面板数据通常含有很多数据点,其会带来较大的自由度,同时截面变量和时间变量的结合能够有效地提高短期时间序列动态模型估计的准确性。全样本及分组回归结果见表 4。结果显示,所有回归模型的 Durbin-Watson 检验值均在 2 左右,表明模型不存在显著的序列自相关问题。

回归结果显示,以营业利润率 OPR 和每股收益 EPS 为因变量的模型拟合效果很好,除减持较少组外,Adj.R² 均在 50% 以上,在全样本及减持较多样本中模型解释度更达到 80% 左右,且全部通过了显著性检验。但是,以净资产收益率为因变量的回归模型拟合效果并不好,与各指标之间的相关程度也不显著。笔者认为,净资产收益率长期作为监管层对上

表3 变量的相关系数

	OPR	ROE	EPS	RP	CC	SS	FR	SR	SIZE	DEBT
OPR	1	0.147 ***	0.893 ***	-0.136 *	0.023	0.059	-0.162 **	0.042	0.152 ***	-0.926 ***
ROE		1	0.167 ***	-0.001	-0.088 *	-0.012	-0.144	0.012	0.071	-0.036
EPS			1	-0.169 *	0.003	0.041	-0.178 **	0.034	0.246 ***	-0.859 ***
RP				1	-0.092 **	-0.186 ***	0.142 ***	0.298 ***	-0.140 ***	0.002
CC					1	0.160 ***	0.193 ***	-0.212 ***	0.090 **	-0.017
SS						1	0.151 ***	-0.124 ***	0.224 ***	-0.047
FR							1	-0.229 ***	0.051	0.063
SR								1	-0.083 *	-0.071
SIZE									1	-0.117 ***
DEBT										1

注:***、**、* 分别代表在1%、5%、10%的水平上显著,下同。

表4 全样本及按减持幅度分组的回归结果

因变量	全样本(N=489)			减持较多组(RP≥4.24%, N=245)			减持较少组(RP<4.24%, N=244)		
	OPR	EPS	ROE	OPR	EPS	ROE	OPR	EPS	ROE
截距	0.422	-1.081 ***	-0.911	1.139	-0.984 ***	-1.295	-1.156 ***	-1.151 ***	-0.138
RP	-1.990 *	-1.009 **	0.298	-3.151 **	-1.022 **	0.900	2.317	-4.099	-2.997
FR	-0.053	-0.051	-0.099	-0.064 *	-0.096 *	-0.045	0.090 *	0.039 *	-0.134
SR	-0.135	-0.020	0.003	-0.229	-0.008	-0.083	0.102	0.019	0.070
SS	-0.009	-0.101 *	-0.054	-0.107	-0.071	0.057	0.007	-0.135 ***	-0.149
CC	0.001	-0.001	-0.004 *	-0.001	0.000	0.000	0.001	-0.002	-0.006 **
SIZE	0.163 **	0.157 ***	0.073	0.115	0.147 ***	0.092	0.155 *	0.144 ***	0.040
DEBT	-4.528 ***	-1.017 ***	-0.028	-4.691	-1.044 ***	0.000	-1.618 ***	-0.448 ***	-0.437 *
Adj. R ²	0.860 ***	0.764 ***	-0.003	0.881 ***	0.842 ***	-0.002	0.573 ***	0.155 ***	0.001
F	430.276	226.183	0.762	259.657	186.801	0.941	47.615	7.392	1.019
P	0.000	0.000	0.619	0.000	0.000	0.475	0.000	0.000	0.419
D-W	1.833	1.706	1.975	1.872	1.756	1.969	1.968	1.797	1.997

市公司增发、配股及考核的核心指标,对其进行盈余管理的可能性非常大,这可能是造成该指标回归拟合效果不好的原因。陈信元、汪辉(2004)关于股权结构、股权制衡与公司绩效的研究也得出了类似的结论,他们发现从净资产收益率上看不出股东制衡类公司与其他类型公司有显著差异,认为净资产收益率受到了公司经理层盈余管理的影响。

从表4中可以看出,在全样本和减持较多样本中,减持比例RP与OPR、EPS的回归系数显著为负,且影响较大;在减持较少样本中RP的回归系数均为正,与EPS的回归系数为负,且未通过显著性检验,说明大股东减持幅度的确对经营绩效有显著影响,合理范围内的减持不会对经营绩效产生负面影响,大股东的大幅度减持行为与公司绩效显著负相关。可见,假设1得到验证。值得关注的是,控股股东的减持行为FR在减持较多组中与OPR、EPS的回归系数显著为负,在减持较少组中与OPR、EPS的回归系数显著为正,这种相反的作用导致全样本中FR与OPR、EPS的回归系数为负但不显著,这一结论表明控股股东的合理减持行为对公司绩效的影响与控股股东的减持幅度有关,控股股东的大幅度减持与公司绩效显著负相关,假设2得到验证。股权性质SS的回归系数大多为负且不显著,一个可能的原因是混合样本掩盖了变量的显著性。

下面将全样本按股权性质进行分组回归,回归结果见表5(净资产收益率的回归模型拟合效果依然不好,略)。

表5 按股权性质分组的回归结果

因变量	国有控股(N=240)		非国有控股(N=249)	
	OPR	EPS	OPR	EPS
截距	-1.221***	-1.970***	2.953**	-0.380
RP	-3.791***	-0.604*	-1.972	-1.221
FR	-0.020*	-0.020*	0.114	-0.059
SR	0.018	-0.010	-0.127	-0.022
CC	0.001	0.000	-0.003	0.000
SIZE	0.145***	0.222***	-0.052	0.097**
DEBT	-0.758***	-1.037***	-4.671***	-1.026***
Adj.R ²	0.511***	0.565***	0.880***	0.822***
F	10.110	13.303	260.754	164.576
P	0.000	0.000	0.000	0.000
D-W	2.113	2.027	1.590	1.540

表5的结果显示,在国有控股公司中,大股东减持幅度RP及第一大股东减持行为FR对OPR、EPS的回归系数均显著为负,在非国有控股公司中回归系数均未通过显著性检验。这说明国有控股公司的大股东减持幅度及第一大股东减持行为与经营绩效负相关,从而验证了假设3。此外,在所有模型中,SR与OPR、EPS的回归系数大多为负但未通过显著性检验,说明第二大股东减持行为对经营绩效有负面影响但不显著。CC与OPR、EPS在各组中的回归系数均不显著,且符号不一致,说明无论是在国有控股公司还是在非国有控股公司中,股权集中度对经营绩效的影响并不显著,这与朱武祥

和宋勇(2001)的观点一致。笔者还发现,控制变量公司规模SIZE与经营绩效大多正相关,表明规模大的公司在经营上更有优势;资产负债率DEBT与公司经营绩效显著负相关,其原因是显而易见的,高负债率会导致高财务费用,从而会降低企业的经营绩效。

四、结论

本文以我国A股市场的数据为样本,从控制权角度对大小非减持与公司绩效之间的关系进行了经验检验。研究结果表明,大股东减持行为对公司经营绩效的影响与大股东减持幅度有关,在减持幅度较大时,大股东减持与公司经营绩效显著负相关,第一大股东减持行为与公司经营绩效显著负相关。在减持幅度较小时,第一大股东的减持行为对经营绩效有正面影响。在国有控股公司中大股东减持幅度及第一大股东减持行为与经营绩效显著负相关,但在非国有控股公司中并不显著。非控股股东的减持行为及股权集中度对经营绩效的影响亦不显著。此外,以净资产收益率为因变量的模型拟合效果不好,其原因可能是将净资产收益率长期作为监管层对上市公司增发、配股及考核的核心指标,对其进行盈余管理的可能性非常大。

当前大股东减持比例还比较有限,说明股改完成后大股东减持行为将不是一个短期行为,而是一个长期行为。本文建议,为减轻大股东减持行为对上市公司经营绩效的负面影响,监管部门应从会计监管的角度加强对大股东减持幅度和国有控股公司的控股股东减持行为的规范和引导。目前监管层侧重于规范非流通股股东减持的市场交易行为,为此证监会先后发布强制披露机制、大宗交易机制、二次发售等规范,但会计监管制度的创新明显滞后。笔者认为,深刻剖析大股东减持对上市公司经营绩效的影响,是进行制度创新的前提。笔者认为,对所有上市公司采取相同、单一的指标(如净资产收益率)进行监管、考核和评价的做法显然是过于简单了,并难以避免盈余管理现象发生。在财务监管方面,对大股东减持行为应结合股权性质制定不同的财务指标引导性条款,营业利润率、每股收益、资产负债率等与大股东减持后果相关的指标可以纳入该体系,对经营绩效差的大股东减持行为应重点监管和关注,以强化控股股东的信托责任,促进大股东改善和提高上市公司绩效。

【注】本文系国家社科基金一般项目“大股东减持行为的经济后果及其会计监管研究”(项目编号:09BJY016)及中央高校基本科研业务费专项资金资助项目的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 巴曙松,朱元倩,郑弘.全流通市场下的估值中枢为何呈现下移趋势.金融发展研究,2008;4
2. 陈晓,江东.股权多元化、公司业绩与行业竞争性.经济研究,2000;8
3. 陈信元,汪辉.股东制衡与公司价值:模型及经验证据.数量经济技术经济研究,2004;11
4. 葛家澍,占美松.企业财务报告分析必须着重关注的几个财务信息.会计研究,2008;5