

# 上市公司股权集中度与公司绩效的关系研究

马辉 金浩(博士生导师)

(河北工业大学管理学院 天津 300130)

**【摘要】** 本文对上市公司股权集中度与公司绩效之间的关系进行了研究。研究发现,第一大股东持股比例与公司绩效之间存在负相关关系,前五大股东持股比的平方和与公司绩效存在正相关关系。

**【关键词】** 股权集中度 公司绩效 联立方程

本文对我国上市公司股权集中度与公司绩效之间的关系进行了实证研究,选出了上市公司在盈利能力、经营效率、成长性和资产管理能力等方面的10个财务指标,并应用主成分分析法计算公司综合绩效值,以此作为分析基础。同时,将股权集中度内生性问题纳入研究设计之中。本文的处理方法是尽可能扩大样本的规模,将ST公司也纳入了样本中。

## 一、联立方程

采用联立方程加以估计,可以避免以往实证研究中简单的外生股权结构假设可能带来的估计偏差。我们构建了三方方程的结构模型:一个是公司绩效回归方程;另外两个是股权集中度回归方程,包括第一大股东持股比例回归方程和前五大股东的H指数回归方程,并且用两阶段最小二乘法加以估计。

公司绩效 $=f_1(\text{股权集中度}_i, \text{控制变量}_i) + u_{it}$

股权集中度 $=f_2(\text{公司绩效}_i, \text{控制变量}_i) + v_{it}$

在股权集中度与公司绩效的联立方程中,我们将公司绩效、第一大股东持股比例和H指数三个变量视为内生变量,它们由系统本身决定。在此,我们分别用综合绩效F值和托宾Q值来度量公司绩效,而股权集中度包括最终控制者、第一大股东持股比例和前五大股东的H指数。为了防止联立方程中“弱识别性”问题,我们没有考虑公司的最终控制者变量的内生性问题。而外生控制变量包括上市公司所在地区、所属行业、上市时间、规模、财务杠杆和成长性等。

## 二、研究样本

**1. 研究样本。** 本文以2002~2005年沪深两市上市公司的面板数据作为研究样本。本文的数据来自于国泰君安中国股票市场数据库、中国上市公司资讯网,数据处理采用Excel、Eviews软件完成。各年度样本公司数量分别为986家、1 023家、1 108家和1 176家,构成一个非均衡的面板数据样本。

**2. 综合经营绩效的计算。** 借鉴国内外已有的评价体系,我们选定了反映上市公司盈利能力、资产管理能力、经营效率、成长性和现金流量状况五方面共计10个指标。具体指标为销售利润率、每股收益、净资产利润率、存货周转率、应收账款周转率、销售成本率、资产费用率、资产增长率、产权比率和销售现金比率。

在进行主成分分析之前,首先进行同趋化处理,将非正指标转化为正指标;然后,将所有的指标进行标准化处理,统一指标量纲;最后,根据上述指标数据进行主成分分析。选定了五个主成分,它们累积可以解释方差变化在80%以上,从而用特征值作为权重计算五个主成分得分的加权平均值,由此计算出所选样本公司的综合绩效F值。

另外,为了进一步对比和补充分析公司绩效,我们采用托宾Q值作为辅助衡量指标,其计算公式为:托宾Q值=(非流通股×每股净资产+流通股×平均股价+债务的账面价值)/总资产的账面价值。

**3. 研究变量。** 本文的研究变量包括内生变量和外生变量。内生变量为公司经营绩效指标,分别用托宾Q值和综合绩效F值来衡量。股权集中度包括第一大股东持股比例和Herfindahl指数。外生变量为其他影响公司绩效的因素,如行业类别、资本结构、成长性和公司规模等。本文研究涉及的各种变量的定义如表1所示:

表1 变量说明

	符号	变量	变量定义
公司绩效	Q	托宾Q值	具体见内文
	F	综合绩效指数	具体见内文
股权集中度	CONTR	最终控制者	虚拟变量,国家为最终所有者,CONTR=1,否则为0
	CR <sub>1</sub>	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/总股本
	HERF	Herfindahl指数	前五大股东的H指数
控制变量	DTC <sub>i</sub>	地区	将样本上市公司分为中央企业、东部企业和西部企业三类,设置三个地区虚拟变量
	IND <sub>i</sub>	行业	按照证监会的行业分类标准,同时将制造业分为轻、重两类,共设置12个行业虚拟变量
	AGE	上市时间	样本当年距离公司IPO的时间
	SIZE	资产规模	公司资产的自然对数
	DAR	财务杠杆	公司资产负债率
	GROW	成长性	净利润增长率

### 三、研究结果

本文首先采用Hausman设定检验对公司绩效与股权集中度的联立性进行检验,结果证实股权结构与公司绩效之间存在互动关系。如果采用普通最小二乘法估计参数,所得到的估计量将是具有偏且不一致的,因此我们使用两阶段最小二乘法对联立方程系统进行估计,结果见表2。

表2 公司绩效与股权集中度联立方程结果

	采用综合绩效指数 衡量公司绩效			采用托宾Q值 衡量公司绩效		
	F	CR <sub>1</sub>	HERF	Q	CR <sub>1</sub>	HERF
CONTR	-0.158 (0.07)			0.018 (0.02)		
CR <sub>1</sub>	-12.723 (0.01)			-0.217 4 (0.04)		
HERF	0.127 (0.00)			0.317 2 (0.07)		
F		0.069 (0.03)	0.844 (0.01)			
Q					1.024 (0.08)	0.672 (0.02)
AGE	0.013 (0.04)	-1.358 (0.21)	0.897 (0.13)	0.389 (0.23)	0.256 (0.05)	0.897 (0.13)
SIZE	-0.039 (0.07)	0.529 (0.01)	1.055 (0.05)	-3.763 (0.00)	1.647 (0.05)	-2.350 (0.04)
DAR	0.201 (0.00)	0.460 (0.04)	0.026 (0.02)	0.523 6 (0.00)	1.350 (0.07)	0.328 (0.04)
GROW	0.007 8 (0.00)	3.369 (0.01)	-1.503 (0.00)	0.010 5 (0.06)	0.587 (0.01)	3.331 (0.00)
DTC <sub>1</sub>	0.334 1 (0.03)	-0.052 (0.04)	1.368 (0.06)	0.879 (0.02)	-1.366 (0.04)	0.980 (0.03)
DTC <sub>2</sub>	0.624 2 (0.00)	1.367 (0.08)	4.254 (0.18)	1.267 (0.04)	-2.123 (0.11)	7.248 (0.08)
DTC <sub>3</sub>	-0.121 7 (0.00)	0.878 (0.01)	1.254 (0.04)	-0.546 (0.01)	1.228 (0.04)	0.365 (0.00)
拟合优度	0.13	0.06	0.09	0.08	0.06	0.09

注:表中的数据是各解释变量的回归系数,括号内是t检验渐进显著性概率。在联立方程中,IND<sub>i</sub>(i=1,2,⋯,12)中仅有IND<sub>3</sub>、IND<sub>5</sub>和IND<sub>9</sub>在5%的水平上显著。限于篇幅,部分结果未在表中列示。

从表2中可以看出以下几点:

第一,第一大股东持股比例与综合绩效F值和托宾Q值之间都有负相关关系,且都在5%的水平上显著。但第一大股东持股比例与综合绩效F值的相关程度明显高于其与托宾Q值的相关程度。这可能是由于在股权高度集中的公司中,大股东利用其控股地位几乎完全支配了公司的董事会和监事会,若为国有股则表现为行政上的“超强控制”和在公司治理中的“超弱控制”,这都不利于上市公司其他利益主体作用的发挥。

第二,前五大股东持股比的平方和与公司绩效存在正相关关系,其中与综合绩效F值的关系最为显著,与托宾Q值的关系不是很显著,即前五大股东持股比例越高,公司绩效越好。

第三,CONTR与综合绩效F值之间存在反向关系,且在10%的水平上显著;与托宾Q值存在正向关系,且非常显著。这说明国家为控股股东的上市公司在财务绩效方面比其他类型的上市公司略差,但在市场价值方面会好一些,这一结果与当前我国上市公司的整体情况是相符的。

第四,公司上市时间与财务绩效和市场价值正相关,但与后者之间的相关关系不显著。这一回归结果说明,上市时间长的公司能够比上市时间短的公司获得更多的财务收益。公司规模与上市公司绩效尤其是市场价值显著负相关,这说明大规模企业的绩效水平偏低。我国上市公司中的大规模企业大多是国有企业,它们多数背负沉重的社会责任,而且由于国有股股东和实际经营者的分离,它们普遍存在“代理问题”,致使其业绩表现不佳。资本结构与上市公司绩效显著正相关,这一结果说明债务融资对我国上市公司具有激励和监督的效果,适当进行债务融资能够提高经济效益。公司成长能力与财务绩效和市场价值正相关,这说明高增长性公司有更多的盈利增长点,因而也就在财务方面具有更好的绩效表现。从地区变量来看,上市公司的绩效水平存在地域差异,东部企业的绩效水平显著较高,中部企业的绩效水平略高,而西部企业的绩效水平最差,这也反映了目前我国经济发展的地域差异。从行业角度看,上市公司的绩效水平同样存在行业差异。

综上所述,具有适当的股权集中度,且第一大股东持股比例不太高,大股东之间能形成权力制衡机制的股权结构最有利于公司绩效的提高。值得说明的是,笔者在研究过程中曾经试图通过采用二次回归的办法来找到一个最优的区间,但是回归结果并不理想。

### 四、主要结论

本文从上市公司股权集中度层面进行了分析,分析结果显示,股权集中度和公司绩效存在线性相关关系,即第一大股东持股比例与公司绩效之间存在负相关关系,而前五大股东持股比平方和与公司绩效存在正相关关系,这说明我国上市公司应形成一个合理的相互制衡的公司治理结构,这正是我国上市公司改革发展的一个重要方面。因此,改善上市公司股权集中状况、形成控制权可竞争的股权结构,将有利于上市公司治理机制更好地发挥作用,使其从根本上为公司绩效的提升奠定良好的基础。

#### 主要参考文献

1. 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. 经济科学, 2000; 4
2. 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护. 经济研究, 2001; 11
3. 于东智. 股权结构、治理效率与公司绩效. 中国工业经济, 2001; 5
4. 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效. 经济研究, 1999; 12