股权集中度、制衡度与上市公司竞争力

——基于因子分析法的实证检验

臧卫国

(河南财经政法大学会计学院 郑州 450002)

【摘要】本文选取上市公司2004~2009年面板数据,以因子分析为基础,针对股权集中度、股权制衡度对上市公司竞争力的影响进行实证分析。研究表明:股权集中度同因子分析综合得分存在正相关关系,股权高度集中公司的竞争力明显强于其他公司;股权制衡度与因子分析综合得分弱正相关,股权制衡度对上市公司竞争力的影响存在区间效应,股权集中度适中公司的股权制衡机制更为有效。

【关键词】股权集中度 股权制衡度 上市公司竞争力 因子分析

股权集中度、股权制衡度是公司股权结构的重要组成内容,在一定程度上会影响公司绩效。本文选取我国上市公司2004~2009年相关财务数据进行研究,针对股权集中度、股权制衡度对我国上市公司竞争力的影响进行实证检验,以因子分析综合得分作为评定上市公司竞争力的综合指标,研究其与股权集中度、股权制衡度的关系。

一、文献综述

1. 国外相关研究。股权集中程度与公司绩效关系研究始于Berle和Means(1932),其在《现代公司和私有产权》中提出股权的集中有利于公司绩效的提高,股权分散很可能导致公司经理利用资源谋取私利,无法使公司绩效达到最优。此后,Shleifer和Vishny(1986)的研究表明,在其他条件相同的情况下大股东的存在对公司价值有正效应;Grossman和Hart(1988)的研究表明股权结构分散使任何单一股东缺乏积极参与公司治理和驱动公司价值增长的激励,导致公司治理系统失败,产生管理层内部人控制问题;McConnell和Servaes(1990)考察了1 000多家公司,发现公司价值(托宾Q)与股权集中度之间呈倒U形曲线关系;Pedersen和Thomsen(1999)等学者也从理论上对大股东在公司治理中的作用进行了证明。然而,Demsetz和Lehn(1985)对1980年美国511家公司的研究表明,会计利润率对各种股权集中度指标相关性不显著;Morck(1988),Demsetz和Villalonga(2001)等学者的研究均得出企业绩效和股权集中度无显著相关关系的结论。

2. 国内相关研究。国内学者对股权集中度与公司绩效的研究较晚,结论各有差异。许小年和王燕(1997)的实证研究显示:股权集中度、法人股比例与公司绩效正相关,国家股比例与公司绩效负相关,个人股比例对公司绩效无显著影响。张红军(2000)的研究表明:股权越集中,大股东参与管理改善的动机和能力就越强。孙永祥(1999)等学者对不同时期样本公司的实证分析显示:股权集中度与公司价值之间存在较为显著的倒U形曲线关系。白重恩等(2005)、曹廷求等(2007)的实证研究却表明,股权集中度与公司绩效呈U形曲线关系。李亚静(2006)研究发现,股权集中度与公司价值创造显著负相关。

近年来,国内学者针对股权制衡对公司绩效的影响进行了有益探索,但尚无明确的实证结论。李豫湘(2002)运用综合评分法和相关性检验分析了股权集中度与公司治理效率的相关关系,结果表明适度集中的股权结构有利于形成有效制衡机制,激发股东积极参与公司治理,促进长期治理效率的提高。陈信元(2004)研究显示:股权制衡公司的价值显著高于联盟型公司和其他公司,股权性质会影响股东制衡的效果。杨德勇等(2007)对我国境内上市的五家银行进行分析,得出第一大股东的持股比例与银行绩效显著负相关,前五大股东及前十大股东的持股比例与银行绩效均显著正相关,多股制衡对银行来说是一种较好的股权结构。刘星等(2007)发现股权制衡有助于改善公司治理,其他大股东对控股股东的制衡能力越强,公司价值越高。刘运国(2007)也发现股权制衡类公司的业绩好于股权集中类公司,但其差异并不显著。然而,孙兆斌(2006)研究发现,股权制衡度与上市公司技术效率显著负相关,与技术效率水平提高的相关性并不显著。徐莉萍等(2006)的实证结果表明,控股股东对公司经营绩效的影响更多的是正向的激励效应,而不是负向的侵害效应。

3. 现行研究的缺陷。可以看出,股权集中度、股权制衡与公司绩效的相关研究明显存在以下不足:①研究内容不全面。受各种因素的限制,往往只以某一个或某几个财务指标作为公司绩效评定依据,而未能从更多层面上对股权集中度、股权制衡与公司绩效的相关性进行研究。②样本的选取不具有代表性。许多学者在实证研究中选取的样本较少,这对于尚不成熟的我国证券市场来说,结论缺乏代表性。③业绩评价指标的选取缺乏科学性。现行的业绩评价指标主要是每股收益、净资产收益率等以会计为基础的业绩评价指标,或为托宾Q值等以市场为基础的评价指标。这些指标要么受人为操纵的影响,要么受股市噪音的影响,这就使得分析结果不可避免地会出

现偏差。

二、研究设计

(一)研究假设

第一大股东持股比例、前五大股东持股比例、前十大股东持股比例、Z指数及赫芬德尔指数能较好地反映上市公司的股权集中度。股权集中度高,所有者有意愿也有能力去监控管理者的行动,降低代理成本,提高企业的市场价值。而持股高度分散的公司,公司的最终控制权实际上落入管理层之手,其有可能损害公司整体利益,削弱上市公司的竞争力。据此,提出H1:股权集中度与上市公司竞争力正相关。具体包括:H1a:第一大股东持股比例与因子分析综合得分正相关;H1b:前五大股东持股比例与因子分析综合得分正相关;H1c:前十大股东持股比例与因子分析综合得分正相关;H1d:Z指数与因子分析综合得分正相关;H1e:赫芬德尔指数与因子分析综合得分正相关。

股权制衡是由少数几个大股东分享控制权,通过内部利益牵制,达到相互监督、抑制内部人掠夺的股权安排模式。它既是一种特殊的股权结构,又是具有制衡效用的治理机制,能使各股东有能力和动力从内部抑制大股东的掠夺行为,形成互相监督的态势。合理有效的股权制衡结构可在一定程度上起到保护中小股东权益的作用,提高上市公司竞争力。故提出H2:股权制衡度与上市公司竞争力正相关。

同时,由于股权高度集中不利于代理权充分竞争,不利于公司高管更换,经理人会由于缺乏竞争压力而造成公司绩效下降;分散股权,易形成相对控股的股权结构,相对控股股东可通过治理联盟监督和激励管理层的经营,促使其努力工作,从而提高公司竞争力。据此提出H3:适度分散股权有利于提高上市公司竞争力,上市公司股权制衡度与因子分析综合得分的相关性存在区间效应。

(二)样本选择与数据收集

本文以2004~2009年沪深两地上市公司的年报资料为主要分析对象,并对初选样本作如下处理:①剔除业绩过差的*ST、ST或者PT状态的T类上市公司以及被注册会计师出具非标准无保留意见的上市公司;②剔除同时发行B股或H股的A股上市公司,剔除主要财务数据缺失的样本公司;③2008年1月1日以后上市的公司未包含在样本中,即样本公司为上市三年以上、业绩稳定的公司。经筛选符合上述条件的上市公司为1 041家(共5 546个观察值)。

本文的财务数据和市场交易数据来源于RESSET金融研究数据库及上市公司在大智慧、巨潮资讯、中国证券网上公布的年度财务报告。文章运用SPSS16.0统计软件对上市公司的相关财务指标进行因子分析和回归分析。

(三)变量定义及模型构建

1. 变量定义。

(1)上市公司竞争力。本文选取每股收益、每股净资产、净资产收益率、销售净利率、资产报酬率作为反映公司盈利能力的指标;选取流动比率、速动比率、现金流量比率、股东权益与负债比、现金债务总额比、利息保障倍数作为反映公司偿债能力的指标;选取应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率作为反映公司营运能力的指标;选取销售增长率、净利润增长率、总资产增长率、资本积累率作为反映公司成长能力的指标;选取每股经营现金净流量、盈余现金保障倍数作为反映公司盈利质量的指标。运用因子分析法得到能够较为客观地反映上市公司经营绩效的指标——因子分析综合得分,并以此作为上市公司竞争力指标,研究其与股权集中度和股权制衡的相关性。

(2)控制及虚拟变量。为控制企业特征、年度特征和行业特征,分别引入公司的总资产、报告年度和行业虚拟变量作为控制变量。各变量的具体定义如表1所示:

表1　　变量定义

变量类型	变量标识	变量名称	备注
被解释变量	Score	因子分析综合得分	对相关财务指标进行因子分析得到
解释变量	OwnCon1	第一大股东持股比例	第一大股东持股/总股本
	OwnCon5	前五大股东持股比例	前五大股东持股/总股本
	OwnCon10	前十大股东持股比例	前十大股东持股/总股本
	ZIndex	Z指数	第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
	H1Index	Herfindahl指数	第一大股东持股比例的平方和
	H5Index	Herfindahl指数	前五大股东持股比例的平方和
	H10Index	Herfindahl指数	前十大股东持股比例的平方和
	OwnershipB5	股权制衡度	前五大股东持股比例和/第一大股东持股比例
	OwnershipB10	股权制衡度	前十大股东持股比例和/第一大股东持股比例
控制变量	LnAssets	公司规模	公司总资产的自然对数,来自RESSET金融研究数据库
	YEARt t=2004~2009	年度虚拟变量	若样本数据属于2007年,则YEAR2007=1,否则YEAR2007=0,其余类推。
	INDi i=1~24	行业虚拟变量	为采掘业等24个行业的虚拟变量,若样本公司属于采掘业,则IND1=1,否则IND1=0,其余类推。

2. 模型构建。

(1)根据假设1,建立回归模型如下:

$$Score = C + \alpha_1 OwnCon1 + \alpha_2 OwnCon5 + \alpha_3 OwnCon10 + \beta ZIndex + \gamma_1 H1Index + \gamma_2 H5Index + \gamma_3 H10Index + \eta LnAssets + \lambda_t \sum_{t=2004}^{2009} YEAR_t + \mu_i \sum_{i=1}^{24} IND_i + \varepsilon \quad (1)$$

(2)根据假设2,建立回归模型如下:

$$Score = C + \alpha_1 OwnershipB5 + \alpha_2 OwnershipB10 + \eta LnAssets + \lambda_t \sum_{t=2004}^{2009} YEAR_t + \mu_i \sum_{i=1}^{24} IND_i + \varepsilon \quad (2)$$

上述公式中,C为常数项;α、β、γ、η、λ、μ为待估回归系数;ε为随机扰动项;其他变量定义见表1。

三、实证分析

1. 运用因子分析法对上市公司竞争力进行评定。

(1)KMO及巴特利特球度检验。表2是两种检验变量是否适合作因子分析的方法。第一种检验是KMO检验,即Kaiser-

Meyer-Olkin检验。Kaiser给出了一个KMO的度量标准:0.9以上非常适合,0.8适合,0.7一般,0.6不太适合,0.5以下不适合。第二种检验是巴特利特球度检验,如果该统计量值比较大,则适合作因子分析。按照上述判定标准,通过表2可以看到,22个变量的KMO统计值为0.692,马特利特球度统计量值均较大,且其对应的相伴概率值小于给定的显著性水平。因此,应认为所选22个变量适合作因子分析。

表2　因子分析KMO及巴特利特球度检验统计量

Kaiser-Meyer-Olkin	Measure of Sampling Adequacy.	0.692
Bartlett´s Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	5.134 6
	df	231
	Sig.	0.000

(2)确定因子变量和计算因子载荷矩阵。对样本公司相关数据作因子分析后的因子提取和因子旋转,输出结果见表3:

表3　样本公司面板数据因子提取及因子旋转结果

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4.122	18.735	18.735	4.122	18.735	18.735	3.153	14.330	14.330
2	3.084	14.019	32.754	3.084	14.019	32.754	2.875	13.069	27.399
3	1.865	8.479	41.233	1.865	8.479	41.233	2.171	9.867	37.266
4	1.565	7.114	48.346	1.565	7.114	48.346	1.817	8.260	45.526
5	1.197	5.440	53.787	1.197	5.440	53.787	1.441	6.551	52.077
6	1.140	5.183	58.969	1.140	5.183	58.969	1.378	6.263	58.341
7	1.012	4.601	63.571	1.012	4.601	63.571	1.023	4.648	62.989
8	0.999	4.542	68.112	0.999	4.542	68.112	1.020	4.637	67.625
9	0.997	4.534	72.646	0.997	4.534	72.646	1.012	4.601	72.226
10	0.981	4.459	77.106	0.981	4.459	77.106	1.006	4.575	76.801
11	0.933	4.242	81.348	0.933	4.242	81.348	1.000	4.547	81.348
12	0.922	4.189	85.537						
13	0.836	3.802	89.339						
14	0.624	2.839	92.178						
15	0.534	2.429	94.607						
16	0.420	1.910	96.516						
17	0.258	1.172	97.688						
18	0.200	0.907	98.595						
19	0.141	0.641	99.236						
20	0.093	0.422	99.658						
21	0.056	0.253	99.911						
22	0.020	0.089	100.000						

各列数据的含义是：第一列至第四列描述了因子分析的初始解对原始变量总体的刻画情况。第一列是因子分析的22个初始解的序号。第二列是因子变量的方差贡献(特征值),它是衡量因子重要程度的指标。第三列是各个因子变量的方差贡献率,表示该因子刻画的方差占原有变量总方差的比例。第四列是因子变量的累计方差贡献率，表示前m个因子刻画的总方差占原有变量总方差的比例。第五列至第七列是从初始解中提取了11个公共因子后对原变量总体的刻画情况。各列数据的含义与第二列至第四列的含义相同。从表中可看出,如果提取11个公共因子，可以描述原变量总方差的81.348%,大于80%，可以认为这11个因子基本反映了原变量的绝大部分信息。第八列至第十列是旋转后的因子对变量总体的刻画情况,各列的数据含义同前。

(3)因子载荷矩阵的旋转。采用方差极大法对因子载荷矩阵进行旋转,输出结果表明:准则实施前第一个因子变量基本反映了净资产收益率、资产报酬率、每股收益、销售净利率等企业盈利能力状况(盈利能力因子);第二个因子变量基本反映了流动比率、速动比率、股东权益与负债比等企业偿债能力状况(偿债能力因子);第三个因子变量基本反映了销售增长率、总资产增长率、资本积累率等企业成长能力状况(成长能力因子);第四个因子变量基本反映了总资产周转率、流动资产周转率等企业营运能力状况(资产运作因子);其他因子变量则从不同角度对公司的绩效进行解释。应当看到,企业的盈利能力和偿债能力指标是业绩评价中最主要的指标，对原有变量总的方差贡献分别达到18.375%和14.019%。

(4)计算因子变量得分。用回归法计算因子得分函数系数,输出结果见表4。

表4　样本公司因子得分函数系数矩阵

	Component						
	1	2	3	…	…	10	11
每股收益(元)	0.193	-0.001	-0.064	…	…	-0.017	0.001
每股净资产(元)	-0.053	0.051	-0.088	…	…	-0.011	-0.010
净资产收益率(%)	0.306	-0.025	-0.048	…	…	-0.008	0.000
…	…	…	…	…	…	…	…
…	…	…	…	…	…	…	…
盈余现金保障倍数	-0.065	0.017	0.038	…	…	0.037	0.004

根据表4的相关系数值,可以得出以下因子得分函数:

F1=0.193×每股收益-0.053×每股净资产+0.306×净资产收益率+0.278×销售净利率+0.295×资产报酬率-0.004×流动比率-0.015×速动比率-0.033×现金流量比率-0.017×股东权益与负债比-0.040×现金债务总额比-0.004×利息保障倍数-0.003×应收账款周转率+0.040×存货周转率-0.018×流动资产周转率+0.033×固定资产周转率-0.019×总资产周转率-0.098×销售增长率+0.257×净利润增长率-0.030×总资产增长率-0.127×资本积累率-0.072×每股经营净现金流量（元)-0.065×盈余现金保障倍数

F2,F3,…,F11的因子得分函数依照上述方法计算。

(5)计算综合实力得分。在因子分析的基础上,采用经因子分析得到的11个因子变量，以各因子的方差贡献率作为权数,计算上市公司因子分析综合实力得分。公式如下:

Score =14.330% /81.348% ×F_1 +13.069% /81.348% ×F_2 + 9.867%/81.348%×F_3+8.260%/81.348%×F_4+6.551%/81.348%×F_5 +6.263% /81.348% ×F_6 +4.648% /81.348% ×F_7 +4.637% /

81.348% ×F_8 +4.601% /81.348% ×F_9 +4.575% /81.348% ×F_{10} + 4.547%/81.348%×F_{11}

根据上述综合模型即可计算综合实力得分(见表5),作为上市公司竞争力评价指标，研究其与股权集中度和股权制衡的相关性。

表5　部分样本公司综合实力得分

公司名称	所属年度	综合得分	公司名称	所属年度	综合得分
天伦置业	2005	−2.379 2	嘉凯城	2008	−1.028 3
广州浪奇	2004	1.389 6	锌业股份	2008	−0.831 5
莲花味精	2004	−0.944 2	丰华股份	2007	−0.742 3
…	…	…	…	…	…
云南城投	2004	2.972 9	新安股份	2008	2.536 1
万泽股份	2004	3.828 2	外运发展	2009	2.972 7
韶钢松山	2004	4.356 7	北纬通信	2007	3.328 1

2. 股权集中度对上市公司竞争力影响的实证研究。

(1)描述性统计。样本公司相关变量的描述性统计结果见表6。

表6　样本公司相关变量描述性统计

变量名称	Min	Max	Mean	Std.Deviation
LnAssets	9.433 0	16.821 2	12.265 0	0.997 0
OwnCon1	0.044 9	0.857 2	0.385 2	0.156 4
OwnCon5	0.096 1	1.000 0	0.534 2	0.143 3
OwnCon10	0.102 8	1.000 0	0.568 8	0.142 8
ZIndex	1.000 0	1 003.6	24.766 7	61.051 5
H1Index	0.002 0	0.734 7	0.172 9	0.130 8
H5Index	0.005 6	0.739 4	0.188 8	0.125 2
H10Index	0.005 6	1.670 0	0.189 5	0.126 5
Score	−2.379 2	4.356 7	−4.055 7E−16	0.332 1

从表6可以看出,我国上市公司因子分析综合得分最小值为−2.3792,最大值为4.3567,均值为−4.0557E−16,差异较大。第一大股东持股比例均值达到38.52%，前五大股东和前十大股东持股比例均值分别为53.42%和56.88%，表明股权高度集中,第一大股东在股权结构中具有绝对优势。

为研究股权集中度对上市公司竞争力影响的区间效应,拟根据第一大股东的持股比例,将样本公司作如下分组:第1组为股权相对分散公司(第一大股东持股比例小于30%,观测值1 988个),第2组为股权集中度适中公司(第一大股东持股比例大于等于30%但小于50%,观测值2 101个),第3组为股权高度集中公司（第一大股东持股比例大于等于50%，观测值1 447个)。分析得到,三组样本公司因子分析综合得分均值分别为−0.040 7、−0.008 8和0.068 8，可见股权相对分散公司的竞争力差,股权集中度适中公司的竞争力一般,股权高度集中公司的竞争力明显强于其他公司。

(2)相关性分析。将股权集中度、股权制衡度分别与上市公司竞争力指标进行相关性分析,相关系数如表7所示。

分析表7,可以看出:第一大股东持股比例、前五大股东持股比例、前十大股东持股比例及与之相对应的赫芬达尔指数同上市公司竞争力指标均呈正相关关系，其中前十大股东持股比例与上市公司竞争力指标的相关性最强（相关系数为0.268),但综合得分与Z指数呈弱负相关关系,说明提高股权集中度能在一定程度上对上市公司竞争力产生正向影响。

表7　样本公司股权集中度与竞争力相关系数

解释变量	相关系数	解释变量	相关系数	解释变量	相关系数
OwnCon1	0.140	H1Index	0.143	ZIndex	−0.054
OwnCon5	0.220	H5Index	0.157	OwnershipB5	0.019
OwnCon10	0.268	H10Index	0.157	OwnershipB10	0.041

(3)股权集中度与上市公司竞争力总体回归分析。对股权集中度与上市公司竞争力指标采用逐步筛选法进行总体回归分析,多元回归分析结果如表8所示。

表8　样本公司股权集中度与竞争力指标最终筛选回归结果

	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.t	R^2	Adj R^2	F	Sig.F	D-W
					0.182	0.179	72.221	0.000	1.905
(Constant)	−0.654		−11.414	0.000					
LnAssets	0.020	0.059	4.501	0.000					
OwnCon5	−2.094	−0.904	−13.865	0.000					
OwnCon10	2.546	1.094	18.236	0.000					
H1Index	0.262	0.103	4.947	0.000					
ZIndex	−3.0357E−4	−0.056	−3.889	0.000					

注:①Sig.t和Sig.F分别表示t统计量和F统计量的相伴概率值;②因篇幅所限,表中未列示年度、行业等虚拟变量的回归数据,下同。

依据表8,建立非标准化回归方程如下:

Score=−0.654+0.020×LnAssets−2.094×OwnCon5+2.546×OwnCon10+0.262×H1Index−3.0357E−4×ZIndex

依据标准化回归系数,其他因素不变,前五大股东持股比例每增长1,上市公司综合实力得分将降低0.904;前十大股东持股比例每增长1,上市公司综合实力得分将增长1.094;赫芬达尔指数(H1,第一大股东持股比例的平方)每增长1,上市公司综合实力得分将增长0.103;Z指数每增长1，上市公司综合实力得分将降低0.056。模型通过t检验和F检验,拟合优度不高但尚可(调整的拟合优度为0.179)。D−W检验值为1.905,可以认定残差序列具有独立性。

3. 股权制衡度对上市公司竞争力影响的实证研究。

(1)样本公司股权制衡度相关变量的描述性统计及股权制衡度与竞争力相关系数如表9所示。

表9　股权制衡度描述性统计及股权制衡度与竞争力相关系数

解释变量	Min	Max	Mean	Std.Deviation	Pearson Correlation
OwnershipB5	1.002 9	4.269 4	1.536 4	0.541 1	0.019
OwnershipB10	1.004 2	6.543 7	1.664 7	0.668 8	0.041

从表9中可以看出:前五大股东和前十大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值(股权制衡度均值)分别为1.536 4

和1.664 7,表明我国上市公司第一大股东持股比例高,公司股权制衡水平有限。总体性分析表明:上市公司综合得分与股权制衡度呈弱正相关关系（两个描述股权制衡度的变量与综合得分的相关系数分别为0.019和0.041），说明股权制衡度对上市公司竞争力的影响并不明显。

（2）股权制衡度与上市公司竞争力指标总体回归分析。分析结果如表10所示。

表10　样本公司股权制衡度与竞争力指标最终筛选回归结果

	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.t	R^2	Adj R^2	F	Sig.F	D-W
					0.094	0.091	31.747	0.000	1.836
(Constant)	-0.432		-7.035	0.000					
LnAssets	0.032	0.097	7.108	0.000					
OwnershipB5	-0.207	-0.338	-5.620	0.000					
OwnershipB10	0.196	0.394	6.579	0.000					

依据表10，股权制衡度与上市公司竞争力回归模型的拟合优度很低（调整的R^2仅为0.091），模型通过了t检验和F检验。依据标准化回归系数,其他因素不变,前五大股东持股比例与第一大股东的持股比例的比值每增长1,上市公司综合实力得分将降低0.338;前十大股东持股比例与第一大股东的持股比例的比值每增长1,上市公司综合实力得分将提高0.394。总体看来,股权制衡度对上市公司竞争力的影响具有正效应,但这种效应并不显著。

（3）股权制衡度与上市公司竞争力指标的区间效应分析。以第一大股东的持股比例为基础,分三个区间（30%以下、30%~50%和50%以上）研究股权制衡度与上市公司竞争力的相关关系,相关关系及回归分析结果见表11、表12。

表11　股权制衡度与竞争力相关系数（分区间）

解释变量	第一大股东持股比例30%以下	第一大股东持股比例30%~50%	第一大股东持股比例50%以上
OwnershipB5	0.136	0.191	0.111
OwnershipB10	0.169	0.238	0.170

表11显示,在不同股权集中度区间,股权制衡度对上市公司竞争力的影响存在差异。第一大股东持股30%以下及50%以上区间的样本公司，股权制衡度变量与上市公司综合得分的相关性不是很强（30%以下区间两个股权制衡度指标与综合得分相关系数分别为0.136和0.169,50%以上区间的相关系数分别为0.111和0.170）;但第一大股东持股比例在30%~50%区间的公司，股权制衡度变量与上市公司综合得分的相关性得以明显增强,相关系数分别达到0.191和0.238。这表明,股权制衡度对上市公司竞争力的影响存在区间效应，股权集中度适中公司的股权制衡机制更为有效。

从表12可以看出，上市公司股权制衡度对竞争力影响存在区间效应。①分区间回归模型的拟合优度、F检验值、t检验值均不同。第一大股东持股比例在30%以下样本公司的回方程拟合优度最低（调整的R^2为0.116),50%以上持股比例样本公司回归方程的拟合优度最高（调整的R^2为0.196),30%~50%区间模型的F检验值最高,其值为38.790。②同一股权制衡度指标在不同区间对上市公司竞争力的解释能力存在差异。其他变量保持不变，前五大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值每增长1,30%以下、30%~50%、50%以上区间样本公司综合实力得分将分别降低0.236、0.806和0.681;前十大股东持股比例与第一大股东的持股比例的比值每增长1,30%以下、30%~50%、50%以上区间样本公司综合实力得分将分别提高0.383、1.038和0.813。

表12　样本公司股权制衡度与竞争力指标最终筛选回归结果（分区间）

Model		非标准回归系数	标准回归系数	t检验值	Sig.t	R^2	调整的R^2	F检验值	Sig.F
30%以下						0.123	0.116	18.525	0.000
	(Constant)	-0.526		4.603	0.000				
	LnAssets	0.025	0.064	2.872	0.004				
	OwnershipB5	-0.139	-0.236	3.202	0.001				
	OwnershipB10	0.177	0.383	5.237	0.000				
30%~50%						0.143	0.139	38.790	0.000
	(Constant)	-0.321		-11.697	0.000				
	OwnershipB5	-0.743	-0.806	-8.813	0.000				
	OwnershipB10	0.880	1.038	11.341	0.000				
50%以上						0.202	0.196	33.021	0.000
	(Constant)	-0.675		4.670	0.000				
	LnAssets	0.040	0.120	4.790	0.000				
	OwnershipB5	-2.308	-0.681	6.927	0.000				
	OwnershipB10	2.416	0.813	8.263	0.000				

四、研究结论

1. 上市公司竞争力受股权集中度的影响,股权集中度相关指标与综合得分呈现不同程度的正相关关系，提高股权集中度能在一定程度上对上市公司竞争力产生正向影响，股权高度集中公司的竞争力明显强于其他公司。

2. 股权制衡度与综合得分呈弱正相关关系,总体样本分析说明股权制衡对上市公司竞争力的影响并不明显。不同股权集中度区间，股权制衡度对上市公司竞争力的影响存在差异;分区间回归模型的拟合优度、F检验值、t检验值均不同;同一股权制衡度指标在不同区间对上市公司竞争力的解释能力存在差异；股权制衡度对上市公司竞争力的影响存在区间效应,股权集中度适中公司的股权制衡机制更为有效。

【注】本文系国家社会科学基金项目“金融危机后全球会计治理及其国际协调机制与我国对策研究”（项目编号：10BJY020）的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 曹廷求等.股权结构与公司绩效:度量方法和内生性.经济研究,2007;10

2. 刘星,刘伟.监督、抑或共谋?——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究.会计研究,2007;6

3. 刘运国,高亚男.我国上市公司股权制衡与公司业绩关系研究.中山大学学报,2007;4

4. 孙兆斌.股权集中、股权制衡与上市公司的技术效率.管理世界,2006;7