

## 股权分置改革前后上市公司绩效变化研究

<http://www.criifs.org.cn> 2008年1月21日 程 蕾

摘 要：本文以我国股权分置改革为研究背景，选取沪深两市已完成股权分置改革的213 家上市公司为样本观测值进行实证分析。在上市公司绩效代表性指标选取上，克服单一财务指标评价不够全面的局限，运用统计分析法中的主成分分析对财政部（2002）《企业绩效评价操作细则》中的8项基本指标进行重新组合，找到评价企业绩效的主要成分，计算出股权分置改革前后一年公司绩效综合得分进行比较，得出公司绩效在经历股权分置改革后取得提高的结论。

关键词：股权分置改革 公司绩效 主成分分析

### 一、股权分置改革评价

作为资本市场一项基本制度的改革，从宏观上讲，股权分置改革的目的是稳定市场预期，完善价格形成基础，为其他各项改革的深化和市场创新创造条件，谋求资本市场的长期稳定发展。从微观上讲，股权分置改革的目的是完善公司治理结构和资本运营机制。解决股权分置问题将改变非流通股股东与流通股股东利益取向不一致的公司治理状况，有助于巩固全体股东的共同利益基础，促进上市公司治理进一步完善，减少公司重大事项的决策成本，增强社会公众股东的持股信心。

股权分置改革催生出了一个新的市场。在新市场催生的进程中，资本市场改革取得突破性进展，如：股权分置改革在2006 年底的基本完成；提高上市公司质量的全面起步；证券公司综合治理取得显著成效；机构投资者积极发展壮大；资本市场法制建设不断完善等等。与此相辅相成的是，证券市场信心得到恢复，市场结构开始发生变化、产品创新得到积极推动、投资品种日益丰富、资本市场基础性制度建设得以强化、夯实了市场发展的基础，多层次资本市场建设积极稳步地向前推进。由此，股权分置改革为我国资本市场的战略转型提供了体制或者说是制度的基础。实践证明，党中央、国务院的决策是正确的，改革的基本原则和做法得到了市场的认同，改革中保持了市场的基本稳定，有效维护了投资者特别是广大公众投资者的权益，股权分置改革的积极效应显现出来。

### 二、上市公司绩效评价

#### （一）绩效评价指标的选择

公司绩效是指公司经营的业绩和效率，反映了公司的经营效果。国内学者对于公司绩效的评价指标的选择可谓多种多样：如杜莹、刘立国（2002）使用总资产收益率、市净率和Tobin 's Q 值；何旭、刘国成（2003）采用每股净利润、净资产收益率和主营业务利润率；王红妮（2004）使用年利润、销售增长率和每股经营活动净现金流量。王冰洁、弓宪文、李传昭（2005）用净资产收益率、加权每股收益和Tobin' s Q；赵嘉佳、杨晓烨、陈 璐（2006）用CROA（核心资产收益率）等

等。

评价公司绩效是一个综合性很强的工作，采用一个或几个指标来表示，不太能全面体现公司的财务状况和经营成果。鉴于我国企业绩效评价的产生“并不是出于增强企业诚信和提高资源的需要，而是国家为加强国有企业管理与控制，保证企业实现政府目标而采取的计划管理措施”的目标。本文根据2002年3月财政部、国家经贸委、中央企业工委、劳动保障部和国家计委在认真总结国有资本金业绩评价经验的基础上，重新颁布的《企业效绩评价操作细则》，包括8项基本指标、12项修正指标和8项评议指标。其指标体系虽不是专门针对上市公司的，但是我国的上市公司大多是由国有企业改制而来，所以用其进行综合评价对本文的研究具有重要的参考价值。8项基本指标具体是：①反映财务效益状况的基本指标，总资产报酬率和净资产收益率。是构成企业绩效的核心内容，是企业经济效益和经营者业绩的综合体现；②反映资产营运状况的基础指标，总资产周转率和流动资产周转率。企业占用经济资源的利用效率，资源的利用效率是提高企业绩效的重要途径，绩效良好的上市公司应该有较强的资产营运能力；③反映偿债能力的基础指标，资产负债率和已获利息倍数。是企业经济实力和财务状况的重要体现，是衡量企业是否稳健经营、财务风险大小的重要尺度；④反映发展能力的基础指标，资本积累率和销售增长率。是企业未来价值的源泉，体现企业长期发展的能力，绩效好的上市公司应该表现出较高的成长性。这8项基本指标作为企业绩效评价的第一层，是最重要、最基础的指标。按照杜邦分析原理：它们基本覆盖了企业资本经营周转的全过程，并且在企业财务管理、会计分析、考核评价等经营管理实践中广泛应用，经过反复验证测试，基本能够比较概括地反映出企业的总体绩效状况。

## （二）影响我国上市公司绩效指标的主成分分析

从以上分析可以看出，初步建立起的影响公司绩效指标体系虽然从不同的角度反映了所研究问题的某些信息，但是指标之间彼此存在一定的相关性，因而所反映的信息在一定程度上会有重叠。霍特林（1933）首次提出的主成分分析，能够有效的解决这一难题。该方法利用降维的思想，把多指标化为少数几个综合指标，综合指标不仅保留了原始指标的主要信息，并且彼此之间还不相关，又比原始的指标具有某些更优越的性质，使得我们在研究企业绩效评价问题中能抓住主要矛盾。

1. 研究样本选择。本文选取了沪深两市于2007年3月15日前披露年报的301家公司2004、2005、2006年年报数据为样本，从中剔出了ST公司、S公司和2004年后才上市的中小板公司，这样就保证了所选样本至少有超过三年上市的正常经营期，以便分析的结果更具有可靠性。最终用于研究的样本总量为213家上市公司（其中采掘业4家，电力煤气及水生产7家，房地产15家，交通运输9家，农林牧渔4家，批发零售11家，社会服务6家，信息技术9家，制造业135家，综合类13家）。研究中选取的639个样本观测数据主要来源于CSMAR database、巨潮咨询及新浪网提供的经注册会计师审计的年报资料，以保证数据的真实性。本文全部的数据处理全部采用SPSS和EXCEL完成。

### 2. 样本上市公司财务指标的描述性统计

#### 描述性统计表

2004均值 2005均值 2006均值

流动资产周转率 1.60 1.72 1.92

总资产周转率 .75 .76 .83

总资产报酬率 6.91% 6.09% 6.20%

净资产收益率 8.64% 7.68% 9.33%

资产负债率 48.93% 50.78% 51.53%

利息保障倍数 67 11 2

销售增长率 46% 21% 58%

资本积累率 11.52% 6.0% 14%

从样本的统计数据可以看出：2004-2006 年间213 家上市公司的流动资产周转率和总资产周转率逐年递增，说明样本公司加强了经营管理，提高了资产的使用效率，使得公司资金的周转状况加强；总资产报酬率和净资产收益率出现先降后升的发展趋势，在2005 年形成拐点，公司的盈利能力增强；从表1 中可见近3 年公司的资产负债率出现小幅上扬，按照西方的财务观点，样本公司的资产负债率均值在理想范围，适度举债经营能够发挥财务杠杆的效益；而增加的债务引起利息保障倍数下跌，财务风险逐年加大；销售增长率和资本积累率出现2005 年后的强势上涨，意味着样本公司在股权分置启动年获利能力增强的同时扩大自己的经营规模，成长的后劲十足。

### 3. 我国上市公司绩效评价指标的主成分分析

通过对213 家样本公司的统计描述，基本了解近3 年我国上市公司绩效成长的趋势，现在我们运用经济模型建立综合评价得分进一步对样本公司绩效进行比较分析。

第一步：定义变量。将选取的8 项财务指标依次定义为分析变量 $X_i$ 。

第二步：将指标进行标准化处理。上述8 个指标的量纲都不一样，数量间的差异很大，这就需要标准化，使各指标之间具有可比性。

第三步：计算相关系数矩阵  $R$ 。将8 个指标组成系数矩阵，得到系数矩阵表。以2006 年为例，净资产收益率和资产报酬率的相关系数较大（0.65），总资产周转率与流动资产周转率的相关系数为（0.49），而其他指标间的系数都较小，有部分指标呈现负相关性。按理说这8 个指标一般均为同趋势的正指标，相关系数为正值，但流动资产周转率、总资产周转率和资本积累率等指标的异常现象，说明上市公司的这类指标仍不理想。

第四步：列示出特征值和贡献度。

第五步：提取主成分。各主成分是原财务指标关于各对应特征向量分量的线性组合，本文将原有的8 个财务指标信息分别集中到4 个综合指标中去。载荷矩阵中载荷系数越大，表明综合指标对相应的原始指标解释能力越强。第一主成分 $F_1$  对总资产报酬率、净资产报酬率和资本增长率有绝对值较大的载荷系数；第二主成分 $F_2$  对流动资产周转率、总资产周转率有绝对值较大的载荷系数；第

三主成分F3 对2004 年和2005 年利息保障倍数有绝对值较大的载荷系数，2006 年对利息保障倍数和资产负债率有较大的载荷系数；第四主成分F4 对2004 和2006 年的销售增长率有绝对值较大的载荷系数。

### （三）构建公司绩效的综合得分函数

综合后的主要成分信息不重叠，并根据其方差对原有信息的贡献来确定其综合指标的权重。构建样本公司的绩效综合得分函数，以2006 年为例，如下：

$$F_{2006} = (23.977 \times fac1 - 1 + 19.535 \times fac2 - 1 + 16.238 \times fac3 - 1 + 13.084 \times fac4 - 1) = 2.834\%$$

F 为综合得分，faciw 为主成分，前面的系数是其对应总方差贡献中的比重。把主成分得分代入公式计算，可得原始变量的综合得分值，该值即是各公司的综合得分，对F 值按从大到小进行排序，整理可得各公司综合得分排名情况。

### （四）、样本综合得分差值计算及其分析

#### 样本综合得分差值

由于在进行分析时，对数据做了标准化处理，把各个原始变量的平均水平当作零来处理。所以，当总得分为正时，表示该公司的绩效在被考察年份的平均值之上，反之亦然，并不表示该年度的绩效的绝对水平。从表中数字显示：从样本的综合得分总额的差值来看，近3 年来样本上市公司总得分的差值均为负数，但是下降幅度趋缓，2006 年的总得分与2005 年总得分的差值为-0.00171，2006 年的总得分与2004 年总得分的差值为-0.00282，虽然总得分差值均为负数，但总得分差值在缩小，表明样本公司的绩效近三年尤其是2006 年在有所上升，符合描述性统计的分析，即经过股权分置改革后上市公司的绩效有所提高。

文章来源：财经界           （责任编辑：XL）