

et 网上投稿

et 网上订阅

录用查询

汇款查询

杂志栏目

● 经济研究

● 西部大开发

● 改革探索

● 新观察

● 理论经纬

● 三农问题

● 热门话题

● 企业论坛

● 区域经济

● 财经论坛

● 对外开放和贸易

● 综合论坛

● 经济全球化

● 产业集群研究

● 社会主义劳动理论探讨

● 面向21世纪的中国经济学

论文正文

民营企业股权结构与公司绩效实证研究

上传日期: 2008年1月23日 编辑: 现代经济编辑部 点击: 271次

扶青

(中山大学, 广东广州 510275)

摘要: 上市公司股权结构与公司绩效的研究, 一直是理论界和实业界研究的热门话题。随着我国民营经济的发展, 民营上市公司的数量越来越多, 民营上市公司股权结构与公司绩效的研究在这几年已经成为热点。本文在对国内外相关研究文献回顾的基础上, 分析了我国民营上市公司股权结构的特点。以2003年以及2004年深沪两市上市的民营上市公司为样本, 利用其公开披露的股权结构和经营业绩的数据, 分析民营上市公司股权结构与公司绩效之间的相关性。通过实证分析, 发现民营上市公司的绩效与公司的利润增长、公司规模正相关, 与企业的负债率显著负相关, 与第一大股东的持股比例有弱U型分布的关系。

关键词: 股权结构; 公司绩效; 民营上市公司

一、引言

上市公司优良的经营绩效是证券市场健康发展的基石。而股权结构是决定公司绩效的重要因素, 股权结构将决定公司控制权的分布, 决定所有者与经营者之间的委托代理关系的性质。只有股权结构合理才能促进公司治理结构的完善, 进而保证公司取得良好的经营绩效。随着我国上市公司和证券市场的不断发展, 合理安排上市公司的股权结构、对我国上市公司的股权结构进行改革是大势所趋。

我国民营经济萌芽于20世纪70年代, 在经历了萌芽阶段(1978-1982)和起步阶段(1988-1992)后, 目前已进入快速增长阶段。随着民营企业的不断发展, 民营经济占整个国民经济的比重愈来愈大。随着愈来愈多优秀的民营企业选择上市, 民营上市公司的数量在整个证券市场所占的比例也愈来愈大。对民营上市公司的研究已经成为我国经济界的一个热点课题。本文基于我国民营企业的现状, 对股权结构与公司绩效进行实证研究, 旨在为我国民营企业的股权研究提供一点理论依据。

二、文献综述

公司的股权结构是指公司股东的构成, 包括股东的身份性质及各类股东持股比例。按股东的身份性质来分, 上市公司的股东包括个人、企业、国外投资者、公司内部职工及高层管理者等。公司绩效一般是指一定经营期间的企业效益和经营者业绩。企业经营效益主要表现在盈利能力、资产运营水平、偿债能力与后续发展能力等企业内部效益方面。经营者业绩主要通过经营者在经营管理企业的过程中对企业经营和发展所取得的成果和所做出的贡献来体现。公司绩效是一个涵义较为丰富的概念, 不仅是企业经营状况的静态描述, 而且是涵盖持续发展等理念的动态表征。

股权结构对公司绩效的影响作用是通过外部交易费用和企业内部的代理成本影响公司绩效的, 如图1所示。这种关系最终体现在股权结构对公司绩效的影响。

市场上的公司

交易费用

公司的股权结构

公司绩效

公司管理层

代理成本

图1 公司的股权结构与公司绩效关系

交易费用理论有效地解释了公司绩效在外部市场环境下受到外部股权结构安排的影响作用。而委托代理理论则解释了企业内部的股权结构如何影响企业的绩效。企业内部的产权安排本质上是一种委托代理关系，即企业法人所拥有的产权在企业内部的具体分解和配置。企业的产权结构内部安排形式体现在两个层面，一是所有权主体的构成，包括不同股东性质以及股东之间的股权比例；二是企业内部不同机构之间形成的产权安排，这包括董事会、监事会和经理层之间的权限界定。这种产权结构的安排使产权所有者在企业内部不断进行产权的分解，最后到达企业内部各个成员手中。

股权结构的问题，已有很多学者从多个方面、多个角度进行了理论研究和实证分析。从以上文献研究来看，可以概括为以下几点：第一，国内外的学者在股权结构与公司绩效的研究方法上类似，主要以绩效与相关股权变量来分析股权结构是如何对绩效进行作用，但在股权变量和绩效变量的选择上则各有特点。第二，我国国家股和法人股不能全流通，且多为控股股东，因此我国的学者主要将国有股、法人股、流通股作为股权结构的重要变量加以研究。而国外的国家股的比例比较小，学者们的研究主要集中在股东身份和股权集中度等方面。第三，由于股权结构的复杂性、涉及面的广泛性、各国经济发展道路不同、样本选择上的差异、研究对象的不同，使众多学者在这一问题上未能达成一致，有的甚至得到完全相反的结论。

三、我国民营上市公司股权结构特点

我国民营经济的定义从广义来讲是对除国有和国有控股企业以外的多种所有制经济的统称。而狭义上的民营经济是指产权明确到自然人、由民间来经营的经济形式。本文中所述的民营经济是指狭义的民营经济。民营经济是以赢利为目标的，按照市场原则运作的一种经济组织形式，它有别于部分需要承担非盈利性任务的国有企业。

与一般公司相比，上市公司最大的特点在于可利用证券市场进行筹资，广泛地吸收社会上的闲散资金，从而迅速扩大企业规模，打响自己的品牌，增强产品的竞争力和市场占有率。因此，民营企业发展到一定规模后，往往将公司股票在交易所公开上市作为企业发展的重要战略步骤。

民营企业上市改变了上市公司股权过于单一的问题，有利于市场效率的提高和证券市场优化资源配置作用的发挥。对增加上市公司股权中非公有资本的比重产生积极的作用。上市公司经济成份的调节是必要的，它将使证券市场的发展与整个国民经济的发展保持一致性。有利于市场效率的提高。民营企业上市可以促成民企与国企竞争上市资源，使国企为获取上市资源而改善其经营机制和经营绩效。

民营上市公司的股权集中程度低于非民营上市公司。第一大股东持股的比例相对较低。非民营上市公司一股独大的情况相对民营上市公司更为严重。民营上市公司的管理层持股的比例高于非民营上市公司，而且民营上市公司的管理层持股的比例有增加的趋势。

四、实证分析

1、样本数据与方法。论文的研究对象为民营上市公司，利用CSMAR数据库以及各公司的年报披露的数据，对沪深两地的上市公司进行了筛选，确定截止2004年底沪深两地的有273家民营上市公司。本文将选取这些民营上市公司为研究样本，剔除财务异常的公司，最后选择182家公司作为数据分析的样本。数据的处理采用EViews软件，分别用截面数据与面板数据进行OLS回归分析。

2、变量的选择。张俊喜（2004）在研究公司治理机制对企业绩效的影响时，将企业

的业绩作为被解释变量，其中包括托宾Q值，净资产收益，总资产收益，人均净利润，销售收益。控制变量有：企业总资产，财务杠杆。解释变量有股权集中度，包括前五大股东持股比例之和与前五大股东赫芬达尔指数，公司治理机制变量有第一大股东持股比例、第二到第五股东持股比例之和、高层管理者持股比例以及董事会外部董事比例。

因此，本文参照张俊喜（2004）所建的模型与结论，尝试构建股权结构与公司绩效的回归模型，选择以下变量，如表1所示。

表1：变量的定义

指标名称
变量
计算公式

被解释变量：
公司业绩

每股盈余EPS
 $\text{净利润} \div \text{股数}$

总资产报酬率ROA
 $\text{净利润} \div \text{总资产}$

托宾q: TQ
 $\text{总资产市值} \div \text{总资产账面值}$

LNPRO
净利润的对数

解释变量：

股权结构
第一大股东持股比率CR1
 $\text{第一大股东持股数} \div \text{总股数}$

第二至第十股东持股比率之和CRB
第二股东到第十股东比例之和

股权集中度
赫芬达尔指数CR12
股东比例平方之和

控制变量：

资本结构
负债率LEV
 $\text{负债总额} \div \text{总资产}$

公司规模
总资产对数LNASSET
总资产账面值的对数

利润增长
净利润发展率PROR
 $\text{本年净利润} \div \text{上年净利润}$

3、回归分析。本文基于上述分析，构建回归模型，对2004年182个上市民营企业进行实证分析，其结果如表2所示。用面板数据(panel data)对股权结构2003年、2004年共364个样本进行分析，其实证结果如表3所示。

表2：回归分析结果

EPS
ROA
TQ
LNPRO

C
-1.812942
-0.031961
21.3771
-7.148112

CR1
-0.012119***[1]
-0.000483
0.23908
-0.002132

CR12
0.000213***
0.00000972
-0.0000639
0.00021

CRB
0.003447***
0.000319*
0.028351**
0.007367

LNASSET
0.14849***
0.004425*
-1.06694***
1.193914***

LEV
-0.27489***
-0.084161*
4.408155***
-2.343493***

PROG
0.017341***
0.009696***
0.110301**
0.105961***

相关系数
0.28
0.62923
0.273978
0.502628

F值
0.000
0.000

0.000
0.000

表3：面板数据实证结果

c
cr1
cr12
crb
lnasset
lev

系数

-15-.576431
-0.010719***
0.00019***
0.004048***
0.094707***
-0.310377***

相关系数

0.235553

从回归实证结果看，民营上市公司的业绩与第一大股东的持股率有弱U型分布的关系，这与张俊喜（2004）的回归结果相类似。当民营上市公司的大股东持股较低时，第一大股东的私人收益大于分享收益。大股东有按自己利益最大化原则分配公司资源的倾向，会采取一些短期行为，而不是着眼于公司长期业绩的增长。随着大股东持股比例的增加，公司业绩下降。当第一大股东的持股比例达到一定比例时，第一大股东的私人收益小于分享收益，其采取背离公司价值最大化的行为的成本会相应提高，大股东将积极参与公司监督，提高企业的绩效。这时，随着大股东持股比例的增加，公司业绩上升。

五、结论与启示

股权结构是决定公司绩效的重要因素，因为股权结构如何将决定公司控制权的分布，决定所有者与经营者之间的委托代理关系的性质。只有股权结构合理才能促进公司治理结构的完善，进而保证公司取得良好的经营绩效。

所有权结构通过公司治理机制影响公司绩效。本文研究了民营上市公司股权结构和公司绩效的关系，结论如下：

第一，民营上市公司的绩效首先随大股东持股份额的上升而下降，在达到一个低点以后，绩效会随大股东股份额的上升而上升，两者的关系呈弱U型分布。这表明当大股东持股较低时，大股东注重私人收益，对公司绩效是负作用。当第一大股东的持股比例达到一定比例时，大股东于更注重分享收益。这时，大股东对企业绩效是正作用。

第二，随着市场竞争的有序化和白热化，激烈的市场竞争使企业的利润趋于平均化，实力较强的民营上市公司由于达到规模效应，起核心竞争力较强。因此，我国民营上市公司的绩效和公司规模和净利润发展率关系是显著正相关。

第三，由于我国民营上市公司总体的负债率处于较高水平，民营上市公司的绩效和公司的负债率是显著的负相关。

综上所述，我们可以得出以下一些启示：

第一，尽管有大股东侵害上市公司和小股东的可能性，但是也应该注意到大股东所发挥的有效监控作用。鉴于我国的经济处于转轨时期，市场治理机制处于不完善阶段，

仍应注意维护第一大股东的的作用。

第二，加强对大股东行为的法律约束，从法律上为外部小股东提供保护。相对集中的股权结构在我国将存在相当长一段时期，大股东以企业的绩效和其它小股东的利益为代价，来追求自身的利益的问题将无可避免地存在。提高法律机制，加强对投资者的保护对处于转轨经济的我国非常重要。

第三，民营上市公司要做大做强，增强企业的竞争力。另外，还要注意负债率要控制在合理的水平。

参考文献：

- [1]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
- [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]何浚.上市公司治理结构的实证分析. 经济研究，1998.5
- [4]刘国亮,王加胜.上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究. 经济理论与经济管理,2000.5
- [5]施东晖.股权结构、公司治理与绩效表现.世界经济，2000.12
- [6]孙永祥,黄祖辉.上市公司的股权结构与绩效.经济研究，1999;12
- [7]吴淑琨.股权结构与公司绩效的U型关系研究.中国工业经济，2002
- [8]于东智.股权结构、治理效率与公司绩效.中国工业经济，2001.5
- [9]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
- [10]张俊喜,张华.民营上市公司的经营绩效、市场价值和治理结构. 世界经济，2004;(11)
- [11]张维迎.企业理论与中国企业改革.北京大学出版社，1999
- [12]周业安.金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究. 经济研究，1999.2
- [13]朱武祥,宋勇.股权结构与企业价值.经济研究,2001.12

[1] “***”表示在1%时的水平上显著，“**”表示在5%时的水平上显著，“*”表示在10%时的水平上显著。