

# 行业特征、股权集中度与企业绩效

——基于A股民营上市公司2012—2014年的经验数据

袁放建 李娜

(陕西师范大学国际商学院, 陕西西安 710062)

**摘要:** 文章使用A股民营上市公司2012—2014年的数据, 研究了民营上市公司全行业及分行业下股权集中度与企业绩效之间的关系, 并且还检验了固定资产比率对两者关系的调节效应。研究表明, 在我国民营上市公司中, 股权越集中于前五大股东, 企业绩效越好; 在制造业、采掘业、建筑业中, 股权集中度与企业绩效呈显著正相关关系; 而在社会服务业、批发零售贸易业中, 股权集中度与企业绩效呈不显著的负相关关系。全行业下, 固定资产比率越大, 公司股权集中度对企业绩效的正向影响作用越大。因此, 在当前的经济环境下, 我国民营上市公司保持一定的股权集中度是必要的, 具体行业要构建适合行业特征的最优股权结构, 进而提高公司治理效率, 提升经营绩效。

**关键词:** 企业绩效; 股权集中度; 行业特征; 固定资产比率

**中图分类号:** F830.91      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1672-6049(2016)02-0052-10

## 一、前言

股权结构是有效公司治理的基础, 对其治理机制的运作及公司绩效的提高起到关键性影响。一般来讲, 股权结构有两层含义: 第一个含义是从股权量上, 是指股权集中度和股权制衡度。第二个含义则是从股权构成, 即各个不同背景的股东集团分别持有股份的多少。股权集中度与企业绩效的关系问题一直是国际学术界关注的重大学术问题之一, 国内外许多学者也对此进行了大量的理论研究和实证分析。已有的研究主要有两种结论, 一是股权集中度与公司绩效之间无相关关系 (Demsetz<sup>[1]</sup>, 1983; Holderness、Sheehan<sup>[2]</sup>, 1988); 二是股权集中度与公司绩效之间有显著相关关系: (1) Cho<sup>[3]</sup> (1998) 认为公司绩效显著影响股权集中度, 反之却不成立; (2) 沈艺峰、江伟<sup>[4]</sup> (2007) 认为两者之间是相互影响

的; (3) McConnell、Servaes (1990)<sup>[5]</sup>, 孙永祥、黄祖辉<sup>[6]</sup> (1999) 等认为两者之间呈曲线关系。

得出这些不同结论的原因, 一是学者们大都从不同角度运用计量模型进行回归分析研究, 选取的公司样本、时间范围、外部环境都不同, 其研究结果不可能具备普遍性; 再者股权集中度与企业绩效的关系纷繁复杂, 影响两者关系的约束条件很多很多。已有研究认为, 股权集中度与公司绩效的相关性受行业特征因素的显著影响。陈小悦、徐晓东<sup>[7]</sup> (2001), 陈远志、梁彤纓<sup>[8]</sup> (2006), 吴国鼎、叶扬<sup>[9]</sup> (2013) 认为股权集中度与企业绩效的关系取决于具体的行业特征, 比如行业的稳定性、行业产品的竞争性以及所有制形式、行业固定资产比率、行业增长率等。

因此在研究股权集中度与企业绩效的关系时必须考虑企业的行业特征。由于大部分上市

收稿日期: 2016-03-01

作者简介: 袁放建(1958—), 男, 陕西西安人, 陕西师范大学国际商学院教授, 硕士生导师, 研究方向为会计信息化、财务管理决策支持; 李娜(1990—), 女, 山东济南人, 陕西师范大学国际商学院硕士研究生, 研究方向为财务管理。

公司是国有控股,民营上市公司在数量上相对较少。大部分学者基于中国上市公司的实证分析已研究得出,不同行业股权集中度对企业绩效的影响程度不一样。但由于民营上市企业在我国的资本市场上迅速发展,加之民营上市公司与国有上市公司相比,股权结构、激励和约束机制等公司治理机制存在明显的区别。因此我们必须有针对性的去研究不同行业的民营企业中股权集中度与企业绩效的关系,使企业和监管部门可以采取有效的措施促使民营上市企业采取更合适的股权结构,提高公司治理效率,进而取得更好的经济效益。本文主要是从第一大股东持股比例所反映的股权集中度方面,通过实证分析,为民营上市公司构建最优股权结构提供理论基础;通过分行业研究,为行业特征是否会对股权集中度与企业绩效关系产生影响提供支撑性证据,进而引导具体行业的民营上市公司提高治理效率;通过实证检验固定资产率是否对股权集中度与企业绩效关系有调节作用,从而为具体民营上市公司改善资产结构提供依据。

文章的后续部分安排如下:第二部分进行文献综述,并在已有研究结论和相关理论分析的基础上提出研究假设;第三部分利用A股民营上市公司的样本数据进行实证检验,并分析和解释得到的实证结果;第四部分给出本文研究的结论和启示。

## 二、文献回顾和研究假设

### (一) 文献回顾

从中国上市公司角度,关于行业特征对股权结构与企业绩效关系的影响,陈远志、梁彤缨(2006)选取了三个具有显著行业差异的代表性行业上市公司,研究分析得出由于不同的盈利驱动力,股权结构与公司绩效的相关性受行业特征的显著影响。吴国鼎、叶扬(2013)选用股权集中度指标,使用中国A股上市公司的数据,分析得出,在国有企业占较大的行业中,第一大股东持股比例与公司绩效关系不显著;竞争性行业中企业的第一大股东持股比例与企业绩效呈正相关,并且相关关系比在非竞争性行业中显著;轻资产行业中的企业第一大股东持股比例与企业绩效呈负相关,并且相关关系比重资产行业中显著。刘任帆、于增彪<sup>[10]</sup>(2004)

选取了更多的小样本进行研究,结果表明,第一大股东持股权与公司绩效在医药行业、冶金行业是正相关的,但在机械行业与IT行业是负相关的;而在机械行业中,公司业绩与第二大、第三大股东持股权之和正相关。“德隆系”、“龙凯系”、“托普”等一系列民营上市公司违法违规事件曝光后人们开始关注民营企业的公司治理问题。张俊喜、张华<sup>[11]</sup>(2003)的实证分析发现,民营企业在股权集中度、对第一大股东的约束力、高管人员持股比例和外部董事比例四方面较非民营企业合理有效。孟丁<sup>[12]</sup>(2012)选取了A股上市的民营公司进行比较分析,发现不同类型的企业有不同的上市背景和上市目的,这种差异会影响股权结构,最终作用到公司绩效上。李汉军<sup>[13]</sup>(2007)以1999—2003年上市的民营公司为研究对象,分别用第一大股东持股比例、股权集中度和高管持股比例度量股权结构,得出第一大股东持股比例与绩效之间并不呈线性相关,股权集中度、高管持股比例与绩效都呈正相关。

总体来说,国内外现有的针对民营上市公司的行业特征对股权集中度和企业绩效关系的研究相对较少,并且主要是通过区分行业的竞争性强弱或是企业的成长性来对比股权集中度对企业绩效影响的差异。本文将根据证监会行业的划分,先是具体对每个行业进行分析,再以固定资产比率指标作为行业特征,分析研究不同行业中股权集中度对企业绩效影响。

### (二) 研究假设

根据前面的论述,我们发现我国上市公司的股权集中度与企业绩效之间受政策背景、制度约束、行业特征的影响成复杂的关系。并且还发现以民营公司为样本的研究与以全部上市公司或国有上市公司的研究结构有所差异。因此,本文选取在沪深两市A股上市的实际控制人是自然人的851家民营上市公司,先通过简单的描述性统计分析对民营上市公司与非民营上市公司的股权集中度进行对比。结果发现民营上市公司的股权集中度与非民营上市公司均呈下降的趋势,民营上市公司的第一大股东持股比例相对整个股权结构来说较大,2012—2014连续三年均值都不低于30%,但明显低于非民营上市公司的第一大股东持股比例;民营

上市公司的股权主要集中在前五大持股股东,这与非民营上市公司基本一致,但就前五大股东持股比例的平方和来看,民营上市公司的前五大股权集中程度是明显小于非民营上市公司的。这说明民营上市公司的股权集中度与非民营上市公司有明显的差异,因此本文对民营上市公司的股权集中度与企业绩效的关系进行研究是必要的。

委托理论认为代理成本的大小取决于所有权与经营权的分离程度,也就是取决于公司的股权结构。不同的股权结构有不同的公司代理问题。分散型股权结构的公司,代理问题主要表现为股东与经营管理者之间的利益冲突:由信息不对称的原因,股东难以有效监督和控制经营管理者,而经营管理者就可能为了自身利益而发生“逆向选择”和“道德风险”的行为。适当集中的股权结构的公司,会降低由于股权分散而带来的管理层监督不足问题,从而会降低代理成本。而高度集中型的股权结构,其公司的代理问题主要表现为第一大持股股东与其他少数股东的利益冲突:虽然股权的高度集中使得第一大股东能够完全有效的控制和监督管理层,但也会增加第一大股东去侵吞小股东利益的可能。从控制权理论的角度,基于我国上市公司股权结构的现状来看,在存在控股股东的公司,控股股东会对企业同时产生“控制权共享收益”和“控制权私人收益”。由于我国民营上市公司相对于股权高度集中的国有上市公司来说,其股权是相对集中的,并且其实际控制人是自然人,受政府干预少,股权的集中会降低由于股权分散而带来的管理层监督不足问题,从而会降低代理成本。虽然股权的过度集中会导致第一大股东去侵吞小股东利益的可能,但从我国民营上市公司的股权结构现状来看,股权高度集中的公司数量不多,因此认为股权集中度对企业绩效的积极影响大于消极影响,提出第一个假设:

假设 1: 民营上市公司中股权集中度与企业绩效之间是正相关关系。

公司治理的权变理论认为在不同的外部环境、行业以及具体的企业个体中,股权结构对公司绩效的影响是变化的。股权结构随着外部环境的变化对企业绩效的影响也在变化,所以企业要根据外部环境和自身特点来构建适合

的股权结构。由于之前的研究受民营上市公司数量的限制,很少有对具体行业的民营上市公司股权结构与企业绩效之间的关系进行研究的。随着近几年民营公司的不断壮大,越来越多不同行业的民营公司上市。所处不同行业的企业,其本身的企业特征以及所处的行业环境、政府政策等都都有所差异,这导致其股权结构对企业绩效的影响也有所差异。因此提出第二个假设:

假设 2: 在不同的行业中,民营上市公司的股权集中度对企业绩效的影响是不同的。

基于以上的假设,不同行业,其企业绩效最大化所内生要求的资本密集度、劳动资本、资产负债率、企业规模等行业特征也不同。吴国鼎等(2013, 2015)认为,行业的竞争状况、各资产比重对公司股权集中度与企业绩效产生影响,竞争性行业中企业的第一大股东持股比例与企业绩效呈正相关,并且相关关系比在非竞争性行业中显著;轻资产行业中的企业第一大股东持股比例与企业绩效呈负相关,并且相关关系比重资产行业中显著。由于民营上市公司的实际控制人是自然人,其公司规模、各资产比重、公司竞争性等与国有公司相对比,存在一定的差距,比如固定资产比重大的企业所需资金会很庞大,单纯是自然人控股的这类民营公司自然会少。因此民营上市公司的固定资产比重可能与国有上市公司存在差异。Charles<sup>[14]</sup>等(1999)认为固定资产比重高的企业,所需要的管理层持股水平比较低,股权结构可能会更集中一些。民营企业中固定资产比重大的企业,本身国有企业或国有单位的股东比例就少,因此更需要依赖控制人的财力和能力,其他小股东的作用力相对较小,其股权越集中,大股东就越有积极性去改善公司,获取更丰厚的绩效。而固定资产比重小的民营企业,更重视的是集体的力量,股权越集中,会导致小股东无法参与公司的管理与运营,进而使得公司绩效降低。已有文献仅是把固定资产比重看作是定类变量进行分析的,我们认为固定资产比率作为定类变量的话,也可能会显著的影响到股权集中度与企业绩效的关系。因此提出第三个假设:

假设 3: 民营上市公司中固定资产比率会对股权集中度与企业绩效的关系产生调节

效应。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选取与数据来源

为了分析民营企业中行业特征对股权集中度和企业绩效关系的影响,本文选取了在沪、深两市 A 股上市的有控股股东(即其能实际控制上市公司)并且实际控制人是自然人的民营企业。由于 2007 年我国股权分置改革的初步完成,大部分上市公司的股权构成发生变化,加之选取较长期的面板数据能弥补横截面数据的研究不足,因此本文选取了 2012~2014 年数据齐全的符合条件的民营企业。为了使研究样本更有说服力和有效性,本文尽量删除了一些对实证分析造成影响的异常数据:(1)剔除了金融行业的上市公司。(2)剔除 ST 或\*ST 状态的上市公司。(3)剔除了 2011 年之后上市的和 2012 至 2014 年期间实际控制人发生变动的公司。(4)剔除了相关数据缺失的上市公司。根据上述标准,本文最终选取了 2012~2014 年 851 家民营上市公司三年以来共 2553 个样本。本文所用数据均来源于国泰安数据库。

#### (二) 变量定义

本文研究的变量主要包括企业绩效变量、股权集中度变量、行业特征变量以及控制变量四种,变量的名称及定义见表 1。

##### 1. 企业绩效

企业绩效是指企业在一定经营期间内所取得的经营效果和效率。当前我国企业绩效的评价指标主要有市场绩效指标、经济绩效指标和财务绩效指标两三种。不同的评价指标有各自的优缺点,必须根据具体研究样本、研究目的等选择合适的指标。托宾 Q 值 = 公司市场价值 / 公司的重置成本。西方学者通常会选用托宾 Q 值,因为托宾 Q 值需要真实的市场价值和准确的重置成本计算出来,一般西方资本市场发展比较成熟且要素市场也较为完善。我国学者的研究大部分都考虑到资本市场不够完善的因素以及股权分置改革的问题,没有选用托宾 Q 值。由于本文选取的样本为民营上市公司 2011 年以后的数据,所以本文选用托宾 Q 值市场指标来表示企业绩效。

##### 2. 股权集中度

股权集中度指标是指股东因所持股比例的不同而表现出来的股权结构是集中还是分散的量化指标。由于股权集中度考虑的是控股股东的比例和其他大股东持股比例的问题,因此,国内外最常用的是用第一大股东持股比例来衡量股权结构的集中度。武立东<sup>[15]</sup>(2007)为了验证股权结构与公司绩效之间的关系,用到了赫芬达尔指数(hindex)(公司前五位大股东持股比例的平方和);Demsetz 和 Lehn 也认为赫芬达尔指数是一个比较理想的指标,因为一方面考察了股权集中度的高低和分布是否均匀,另一方面将持股人的持股比例转化成了无量纲的量,避免了单位量纲的问题。鉴于已有文献研究,本文选用赫芬达尔指数来(H5)反映上市公司的股权集中度。

##### 3. 行业特征

行业特征变量的目的是划分行业。本文选用了非量化指标证监会 2012 的行业划分标准和量化指标固定资产比率来代表行业的特征。根据证监会的行业划分标准,我们把民营上市企业划分为:0 - 农林牧渔业;1 - 采掘业;2 - 制造业;3 - 电力、热力、燃气及水的生产和供应业;4 - 建筑业;5 - 交通运输、仓储业;6 - 信息技术业;7 - 批发和零售贸易业;8 - 房地产业;9 - 社会服务业;10 - 传播与文化产业;11 - 综合类。另外本文用固定资产比率来表示企业的固定资产的比重,衡量企业是固定资产所占其企业总资产的比例大小。不同行业的固定资产比率存在较大差异,固定资产的比率越低,企业的资产才能更快的流动,才能给企业带来更大的经济效益。

##### 4. 控制变量

(1) 企业规模控制变量:总资产的对数。

(2) 风险水平控制变量:期末的资产负债率。

(3) 时间的控制变量:本文用两个年度虚拟变量来控制时间对研究结果的影响。若 Year1 为 2012 年时,取 Year1 = 1,否则为 Year1 = 0;当 Year2 为 2013 年时,取 Year2 = 1,否则为 Year2 = 0。

表 1 全部变量定义及其描述

变量类型	变量符号	变量定义
公司绩效(被解释变量)	Tobin's q	托宾 Q 值 = 公司市场价值 / 公司的重置成本
股权集中度(解释变量)	H5	前五大股东持股比例之和
企业行业分类(解释变量)	Industry	按照证监会 2011 年的分类标准,共 12 个一级行业
调节变量	FAR	固定资产比率
	Size	公司总资产的对数值
	Lev	期末的资产负债率
控制变量	Year1	若年度为 2012 年,取 Year1 = 1,否则为 Year1 = 0
	Year2	若年度为 2013 年,取 Year2 = 1,否则为 Year2 = 0.

### (三) 模型设计

基于上述分析,为了验证假设 1 为后续研究确定基准,我们采用模型 1 对全行业民营上市公司的股权集中度与企业绩效的相关性进行分析,再根据证监会对行业的分类,把具体行业的民营上市公司的样本代入模型 1 分别进行回归,来验证假设 2.

模型 1:  $Tobin'sq = \beta_0 + \beta_1 H5 + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Year2 + \varepsilon_1$

模型 2:  $Tobin'sq = \lambda_0 + \lambda_1 H5 + \lambda_2 ZFAR + \lambda_3 ZH5 * ZFAR + \lambda_4 Size + \lambda_5 Lev + \lambda_6 Year + \lambda_7 Year2 + \varepsilon_2$

模型 2 是检验固定资产比率对股权集中度与企业绩效的关系的调节效应的。按照调节效应的检验方法,自变量和调节变量要先中心化,

模型 2 中 ZH5 和 ZFAR 指的就是自变量 H5 和调节变量 FAR 中心化后的值。同样先对全行业样本进行实证分析,再分行业研究,来验证假设 3。其中模型中的  $\beta$ 、 $\lambda$  表示各变量的系数值, $\varepsilon$  表示各方程的常数值。

### 四、实证结果

#### (一) 描述性统计

首先从全行业角度看,如表 2 所示。我国民营上市公司的前五大股东持股比例的平方和均值为 0.1537,借鉴已有文献根据赫芬达尔指数对股权集中程度的划分,说明我国民营上市公司的股权在平均水平上是适当集中的。样本公司的固定资产比率均值为 21.60%。样本公司的资产负债率均值为 43.36%,说明其股权与债权相对比较均衡。

表 2 全行业下主要变量的描述性统计

	N	极小值	极大值	均值	标准差
Tobin's q	2449	.1261	52.8344	2.114874	2.3846326
H5	2553	.0005	.7268	.153650	.1160153
FAR	2553	.0000	.8359	.216028	.1404012
Size	2553	16.1167	25.4592	21.663684	1.0877167
Lev	2553	.0080	12.1274	.433609	.4548692
有效的 N(列表状态)	2449				

分行业来看,如表 3 所示。我国民营上市公司主要集中在制造业、信息技术业、批发和零售贸易、房地产业,而电力、燃气、水的生产和供应、交通运输业、传播与文化产业相对较少。电力、燃气、水的生产和供应、交通运输业是国民经济的基础产业,上市公司的数量本来就相对较少,并且大部分都是由政府控制的。由于样本数量过小,其统计值会与实际值存在偏差,因此本文在分行业进行研究时,剔除了行业中民营上市公司数量少于 15 家的行业(还包括传播与文化产业)。

其赫芬达尔指数小和固定资产比例大的原因是本文选取实际控制人为自然人的民营公司,正能说明这些行业所需资金、设备庞大,且大都受政府控制。本文在分行业研究中还剔除了行业特征不明显的综合类行业。

房地产、社会服务业的赫芬达尔值平均为 0.20 左右,在民营上市公司中表现为股权最为集中的行业。农林牧渔业、制造业、建筑业和批发零售贸易业的赫芬达尔指数均值为 0.15 左右,其股权是适当集中于前五大股东的。采掘业

和信息技术业的赫芬达尔值数平均为 0.12 , 相比其他行业 , 其股权相对较为分散。农林牧渔业、采掘业和制造业的固定资产比率都超过 20% , 说明在民营上市公司中其相对于其他行业属于硬资本行业 , 固定资产比重相对较大。信息技术和批发零售业的固定资产比率均值大约为

15% , 说明其固定资产比重相对较小。而建筑业 ( 8.3% ) 和房地产业 ( 3.97% ) 相对来说固定资产比重很小 , 属于软资本行业。这说明民营上市公司的股权集中度与固定资产比率在行业间差异是比较明显的。

表 3 各行业下主要变量的描述性统计 ( 均值)

行业名称	企业数量	Tobin's q	H5	FAR	Size	Lev
农林牧渔业	15	2.1664	0.1548	0.3266	21.6580	0.4316
采掘业	24	2.9084	0.1146	0.2106	21.5362	0.5769
制造业	599	1.9932	0.1556	0.2447	21.6217	0.4024
电力、燃气、水的生产和供应	6	1.7529	0.1021	0.4905	21.8211	0.5087
建筑业	25	1.7272	0.1467	0.0830	22.2224	0.6137
交通运输业	3	1.6461	0.1952	0.3550	21.0289	0.3300
信息技术业	49	3.2318	0.1298	0.1334	21.2552	0.2941
批发和零售贸易	49	1.4993	0.1435	0.1535	21.9646	0.5539
房地产业	50	1.6963	0.1996	0.0397	22.4103	0.6005
社会服务业	15	3.3120	0.2066	0.1859	21.7464	0.4749
传播与文化产业	9	6.6159	0.0898	0.1604	20.3843	0.3491
综合类	7	3.4956	0.0500	0.1352	21.3173	0.9145

(二) 相关性分析

表 4 模型 1 的相关变量的 Pearson 相关性分析

	Tobin's q	H5	Size	Lev
Tobin's q	1	-.091***	-.409***	.159***
H5	-.091***	1	.247***	-.031
Size	-.409***	.247***	1	.041**
Lev	.159***	-.031	.041**	1

注: \*\*\* 表示在 0.01 水平 ( 双侧 ) 上显著相关; \*\* 表示在 0.05 水平 ( 双侧 ) 上显著相关。

首先对主要变量进行了 Pearson 相关性双侧检验 , 检验其两变量或是多变量之间是否存在高度相关性。从表 4 和表 5 中可以看出 , 各变量之间的相关系数都很小 , 不存在多重共线性的问题。因此可以在同一个模型中使用这些变量进行回归分析。

表 5 模型 2 的相关变量的 Pearson 相关性分析

	Tobin's q	ZH5	ZFAR	ZH5 * ZFAR	Size	Lev
Tobin's q	1	-.101***	-.085***	.080***	-.506***	.110***
ZH5	-.101***	1	-.045**	-.113***	.247***	-.031
ZFAR	-.085***	-.045**	1	.012	-.051***	-.031
ZH5 * ZFAR	.080***	-.113***	.012	1	-.101***	-.013
Size	-.506***	.247***	-.051***	-.101***	1	.041**
Lev	.110***	-.031	-.031	-.013	.041**	1

注: \*\*\* 表示在 0.01 水平 ( 双侧 ) 上显著相关; \*\* 表示在 0.05 水平 ( 双侧 ) 上显著相关。

(三) 回归结果及分析

1. 假设 1 的回归结果

从全行业角度来分析股权集中度与企业绩效之间的关系 , 回归结果见表 6。

结果显示民营上市公司的前五大股东持股比例之和与托宾 Q 值之间在 1% 的显著性水平上呈正相关关系。这说明假设 1 是成立的。对

于我国民营上市公司来说 , 股权适当集中于前五大股东对于企业绩效有积极作用。因为受民营上市公司由自然人控制的限制 , 其大部分企业的股权集中度不会高度集中 , 也就避免了“一股独大”控股股东对其他小股东的利益侵占; 股权的适度集中又避免了股权分散带来的代理成本问题。

表 6 全行业下模型 1 的回归分析实证结果

	H5	Size	Lev	Year1	Year2	$\varepsilon$	调整 R <sup>2</sup>
非标准化系数 B	1.030***	-1.197***	0.734***	-1.099***	-0.641***	28.152***	0.307

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示检验在 1%、5%、10% 的水平上显著。

## 2. 假设 2 的回归结果

为了更好地分析行业因素对公司股权集中度与企业绩效关系的影响,我们分行业进行回归。回归结果见表 7。从回归结果分析可见,对于农林牧渔业、信息技术业和房地产业,公司的前五大股东持股比例的平方和与托宾 Q 值之间呈正相关关系,但不显著。对于批发零售业和社会服务业来说,前五大股东持股比例的平方和与托宾 Q 值之间呈不显著的负相关。对于采掘业、制造业、建筑业来说,前五大股东持股比例的平方和的回归结果为正且显著。

农林牧渔业的公司股权集中度与企业绩效的回归结果是正的,但不显著。因为农林牧渔业作为农业经济,是我国经济发展的基础,具有民生性、地域性等特点,其股权集中度与企业绩效的关系会受到多方面的影响。对于基础性行业来说,其日常营运更容易维持,能激励小股东和监督大股东的股权分散结构发挥效用不大,反而集中的股权结构带来的代理成本降低更会给企业带来更好的绩效。但由于样本数量小,实证结果不显著。信息技术行业所需的资金少,公司的发展主要依赖于团体的智慧,并且属于近几年发展较快的行业,行业竞争性强,股权结构适度分散,更能充分发挥公司整体的效应。从描述性统计来看,其股权现状就是适度分散的,因此回归结果不显著是可以解释的。房地产行业的回归结果是不显著的正相关。房地产行业在我国一直处在由少数大股东控制的状况,自从住房改革以来本行业得到飞速的发展。虽然股权的高度集中会导致“一股独大”问题,但民营上市的房地产行业还是倾向于股权集中,这可能与房地产行业需要大股东政策性引导有关。但由于国家一直在不断地对房地产行业加以宏观调控,因此回归结果不显著是可以理解的。

社会服务业是以劳动的形式满足社会需求从而创造企业价值的,必须依靠企业所有股东、管理者及员工的集体努力来改善服务质量来提升竞争力,创造价值。其股权过于集中必然会导

致其他小股东的消极不作为,并且决策的独断性也会制约注重客户体验度的服务性行业的发展。但由于样本数量的限制,导致负相关关系不显著。批发和零售贸易业的回归结果也是不显著的负相关。说明民营上市的批发和零售贸易行业适合股权相对分散的股权结构,因为批发和零售贸易业需要流动性较强的资金并且面临的是广大消费者,一股独大的股东难以满足这种需求,反而多股东的投资更能适应批发和零售贸易业的发展,还可以规避大股东对中小股东的利益侵占。

采掘业与农林牧渔业类似,是具有地域性、资源性的特点,大部分是受政府或国有控制的,对于民营上市的采掘业来说,集中的股权结构会带来更好的绩效。因此其回归结果在 1% 的显著性水平上正相关。对建筑业来说,其资产负债率水平最高,说明此类行业的债权远高于股权,股东需要承担的风险太大,股权相对分散也会使得债权人的风险增大,因此适当集中的股权集中度会促使股东之间相互监督,从而实现企业价值最大化。因此其回归结果在 5% 的显著性水平上正相关。制造业是典型的竞争激烈的行业,其市场机制是相对自由的,但它与批发零售业的区别在于其需要的资金量较大,并且依靠的是固定需求的大客户,这往往更需要少数大股东来维系,因此集中的股权结构能为企业带来更大的绩效。其回归结果在 5% 的显著性水平上正相关。

## 3. 假设 3 的回归结果

如前所述,在民营上市公司的股权集中度与企业绩效的关系在不同的行业中表现不同,并且与已有文献中关于整个上市公司分行业的研究结果也有一定的差异。在民营上市公司中,股权结构与企业绩效之间的关系也是复杂的,受到多方面因素的影响。我们认为固定资产比重也是影响两者关系的重要因素。我们通过多元回归调节分析,检验固定资产比率是否影响两者的关系。回归结果见表 8 和表 9。

表 7 各行业下模型 1 的回归分析实证结果

	农林牧渔业	采掘业	制造业	建筑业	信息技术业	批发和零售贸易业	房地产业	社会服务业
H5	0.216	7.272***	1.622**	3.591**	2.193	-0.618	0.152	-0.337
Size	-0.364	-1.849***	-1.117***	-1.461**	-0.346	-0.663***	-0.838***	-2.636***
Lev	-2.537*	-1.497***	0.958***	2.073**	-4.654***	-1.495***	-2.195**	3.317
Year1	-0.687*	0.372	-1.022***	-0.457	-2.561***	-0.658***	-0.699***	-2.874***
Year2	-0.505	-0.397	-0.580***	-0.496	-1.045**	-0.505**	-0.527**	-1.729*
$\varepsilon$	11.503**	42.767***	26.049***	32.714***	12.877**	17.362***	22.173***	59.949***
调整 R <sup>2</sup>	0.098	0.827	0.264	0.575	0.261	0.46	0.666	0.57

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示检验在 1%、5%、10%的水平上显著。

表 8 全行业下模型 2 的回归分析实证结果

	ZH5	ZFAR	ZH5 * ZFAR	Size	Lev	Year1	Year2	$\varepsilon$	调整 R <sup>2</sup>
非标准化系数 B	0.117***	-0.266***	0.061*	-1.203***	0.718***	-1.111***	-0.637***	28.451***	0.320

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示检验在 1%、5%、10%的水平上显著。

从全行业来看,模型 2 中 ZH5\* ZFAR 的系数在 10% 的显著性水平下为 0.061,说明固定资产比率对股权集中度与企业绩效的关系有影响。这证明假设 3 是成立的。从调节效应来看,由于固定资产比率的影响,强化了股权集中度对企业绩效的积极作用,固定资产所占比重越大,股权

集中度对企业绩效的正向影响就越大。因为固定资产比重越大的公司,越依赖于大股东的财力和决策,股权集中度越大,大股东的利益与企业利益越一致,大股东越能积极作为,进而给企业带来更大的效益。

表 9 各行业下模型 2 的回归分析实证结果

	农林牧渔业	采掘业	制造业	建筑业	信息技术业	批发和零售贸易业	房地产业	社会服务业
ZH5	0.121	0.944***	0.152***	-1.057**	0.430	-0.063	-0.386	-0.389
ZFAR	-0.492***	-0.260*	-0.261***	-1.310***	0.112	-0.264***	0.251	1.260***
ZH5 * ZFAR	0.201	-0.282	0.124**	-1.275***	0.377	-0.019	-0.288	-0.768***
Size	-0.337	-1.904***	-1.092***	-1.626***	-0.240	-0.674***	-0.855***	-1.680***
Lev	-2.722	-1.525***	0.987***	0.604	-4.982***	-1.485***	-1.644*	0.445
Year1	-0.710**	0.220	-1.033***	-0.367	-2.539***	-0.663***	-0.686**	-2.556***
Year2	-0.493	-0.423	-0.574***	-0.430	-1.009**	-0.516**	-0.504*	-1.339*
$\varepsilon$	11.376**	45.178***	25.803***	36.448***	11.070*	17.393***	22.512***	40.727***
调整 R <sup>2</sup>	0.345	0.429	0.290	0.645	0.264	0.480	0.669	0.710

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示检验在 1%、5%、10%的水平上显著。

从各行业来看,在制造业中固定资产比率对股权集中度与企业绩效的关系有影响,ZH5 \* ZFAR 的系数在 5% 的显著性水平下为 0.124;在建筑业中,固定资产比率对自变量 H5 和因变量 Tobin's q 的关系也有影响,ZH5 \* ZFAR 的系数在 1% 的显著性水平下为 -1.275;社会服务业中,固定资产比率对两者关系也有影响,ZH5 \* ZFAR 的系数在 1% 的显著性水平下为 -0.768。

资金和设备量就大,并且行业依赖的就是其固定资产、大股东的固定大客户以及其指导性政策,因此大股东在制造业公司中发挥作用较大,公司的股权越集中于少数大股东,企业的绩效越好。而对于建筑业来说,固定资产比重越大,会弱化股权集中度对企业绩效的积极作用。因为此类行业的资产负债率较大,固定资产比重大的企业,说明其流动资金会少,进而还债能力下降,加大债权人的风险,使得举债能力下降。而这时股权的集中度提高,小股东的监督作用较小,大股东可能会有利用权力转移资产、逃避债务的可能。因此在特殊的建筑业中,固定资产比重越

从调节效应来看,民营上市的制造业中,固定资产比率强化了股权集中度对企业绩效的积极作用,固定资产比重越大,股权集中度对企业的正向影响越大。由于制造业行业自身所需的



大,股权集中度会弱化对企业绩效的积极作用。在社会服务业中,固定资产比重越大,会弱化股权集中度对企业绩效的消极影响。社会服务业是依赖劳动来满足客户需求来获取企业绩效的,其依赖的是集体的智慧和客户体验的满意度,少数大股东发挥作用较小;而随着固定资产比重的增大,少数股东所能发挥的作用会越大,股权分散对企业绩效的正向作用也就随之减弱。

#### (四) 稳健性检验

为了检验上述结论的稳健性,本文用指标第一大股东持股比例来替代前五大股东持股比例的平方和,进行回归分析。代入模型1后,调整R方为0.326,R1的系数为0.513(在10%的水平上显著),各行业的回归实证结果与前文研究结论也没有实质性差异。代入模型2后,调整R方为0.339,ZR1\*ZFAR的系数为0.066(在10%的水平上显著),说明第一大股东持股比例对企业绩效的影响会随着固定资产比率的增大而增大。各行业回归实证结果也表明,在制造业、建筑业、社会服务业中企业的固定资产比率对第一大股东持股比例与企业绩效的关系有调节作用。因此前文的研究结论是比较稳健的。

#### 五、结论与启示

本文以2012—2014年A股民营上市公司共851个观测样本作为研究对象,检验了我国民营上市公司的股权集中度与企业绩效两者之间的关系、行业差异下两者之间的关系以及固定资产比率对两者关系的调节效应。企业绩效是企业一定经营期间的效益和业绩,是衡量企业发展状态的一个重要指标。因此本文的研究结论不仅有理论意义和实践意义,对实现最优企业绩效也有促进作用。分析研究发现:

(1) 民营上市公司中股权越集中于前五大股东,企业绩效越好。也就是说在民营上市公司中,股权的高度集中使得第一大股东能够完全有效的控制和监督管理层,但高度集中的股权带来的代理问题受民营上市公司由自然人控制的限制并不明显。

(2) 基于行业差异,各种股权集中程度所表现出的问题也有差异。对民营上市的采掘业、建筑业和制造业来说,股权越集中于前五大股东企业绩效越好,说明这些行业中股权高度集中带来的代理问题并不明显;而在社会服务业、批发零

售贸易业以及信息技术业中,股权集中度与企业绩效呈负相关关系,但不显著。说明这些行业中股权分散带来的管理层监督不善问题并不明显。

(3) 权变理论和资源配置理论在民营上市公司治理中至关重要。民营上市公司中固定资产比重越大,股权集中度对企业绩效的正向影响作用越大。从民营上市公司各行业的调节效应看:固定资产比率越大,制造业中股权集中度对企业绩效的正向作用越大;在建筑业中,固定资产比重越大,股权集中度会弱化对企业绩效的积极作用;在社会服务业中,固定资产比重越大,会弱化股权集中度对企业绩效的消极影响。

本文的研究结果对处于“转轨经济”和股权分置改革的资本市场中的民营上市公司改善公司治理有重要的理论含义和政策启示。首先,在当前的经济环境下,我国民营上市公司保持一定的股权集中度是必要的,可以在保持第一大股东持股比例相对集中的基础上,增大其他大股东的持股比例,形成多个大股东集中的制衡型股权结构。这样既能减少所有者与经营者之间的矛盾冲突,又能解决大股东与其他小股东的代理问题,从而完善公司治理,提升企业绩效。其次,具体行业要根据自身特征,例如行业竞争性、固定资产比率、产业政策支持度等,考虑到自身的民营性,构建适合行业特征的最优股权结构,进而提高公司治理效率,提升经营绩效。对于类似社会服务业、信息技术业、批发零售业等依赖全体股东及管理者、员工的民营公司来说,要保持适度分散的股权结构,才有利于企业整体效益的提升。对于类似制造业、建筑业、采掘业等行业的民营上市公司,拥有较高的股权集中度才有益于企业绩效的提高。最后民营上市公司在进行股权结构优化的同时,国家不仅需要对民营企业加大政策扶持,还要建立规范、有力的监管机制和法规制度。这样就能避免企业少数股东控股下出现的“控制权共享收益”和“控制权私人收益”问题。

#### 参考文献:

- [1] Demsetz H. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26 (2): 375-390.

- [2] Hoiderness C, Sheehan D. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 1988(20): 317-346.
- [3] Cho M. Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1998(47): 103-121.
- [4] 沈艺峰, 江伟. 资本结构、所有权结构与公司价值关系研究 [J]. 管理评论, 2007, 19(11): 49-53.
- [5] McConnell J, Servas H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value [J]. Journal of Financial Economics, 1990(27): 595-612.
- [6] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效 [J]. 经济研究, 1999(12): 23-30.
- [7] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护 [J]. 经济研究, 2011(11): 3-11.
- [8] 陈志远, 梁彤纁. 行业特征、股权结构与公司绩效的实证分析 [J]. 系统工程, 2006(2): 72-77.
- [9] 吴国鼎, 叶扬. 股权集中度、行业特征与企业绩效——基于中国上市公司的实证分析 [J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2013(5): 90-98.
- [10] 刘任帆, 于增彪. 股权结构与公司业绩关系的行业特征——来自冶金、医药、机械与 IT 行业的实证证据 [J]. 南开管理评论, 2004(6): 39-46.
- [11] 张华, 张俊喜, 宋敏. 所有权和控制权分离对企业价值的影响——我国民营上市企业的实证研究 [J]. 经济学, 2004(3): 1-14.
- [12] 孟丁. 上市方式、多元化动机与公司绩效——基于民营上市公司的分析 [J]. 南方经济, 2012(8): 31-44.
- [13] 李汉军. 民营上市公司的治理机制与绩效 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2007.
- [14] Charles P, Himmelberg R, Hubbard G. Understanding the Determinant of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance [J]. Journal of Finance Economics, 1999, 53(3): 353-384.
- [15] 武立东. 中国民营上市公司治理及其评价研究 [M]. 天津: 南开大学出版社, 2007.

(责任编辑: 黄明晴)

## Industrial Characteristics, Ownership Concentration and Corporate Performance ——Evidence from Private Listed Firms in the A-share Market during 2012—2014

Yuan Fangjian, Li Na

(International Business School, Shaanxi Normal University, Xian 710062, China)

**Abstract:** This paper uses the data of private listed firms in the A-share market during 2012—2014 to analyze the relationship between ownership concentration and corporate performance in the situation of all industries and test that if fixed assets ratio can affect the relationship of the two. The study shows that relatively high ownership concentration and major stock holders are helpful to corporate performance in the private listed firms. The relationship of the two has the same result in the manufacturing, mining and construction industry, but it has an opposite result in the social service and retail business industry. For all industries, higher fixed assets ratio can be more helpful to higher ownership concentration corporate performance. So private listed firms should keep a higher ownership concentration. Different ownership structure should be adapted in different types of industries so that the corporate governance can be more reasonable and thereby more efficient.

**Key words:** corporate performance; ownership concentration; industrial characteristics; fixed assets ratio; private listed firms