

文章编号:1002-980X(2007)11-0121-04

家族企业第一大股东持股比例对企业绩效影响的实证分析

金毓, 焦丽娜

(安徽财经大学, 安徽 蚌埠 233000)

摘要:以2003年110家上市家族公司为研究对象,在控制董事会结构、管理层激励、企业规模及财务风险等因素后,发现第一大股东持股比例对公司绩效的影响并不显著,并在分析个中原因后提出,对将要上市或增发新股而面临股权稀释的家族企业来说,没有普遍适用的最佳持股比例,应根据自己的情况相机抉择。

关键词:家族上市公司;第一大股东持股比例;企业绩效

中图分类号: F276.5 **文献标志码:** A

1 问题提出

近几年,作为民营经济主体的家族企业在我国迅速发展,其中一个重要体现是:为了吸纳更多资本注入和进一步发展,越来越多的家族企业开始寻求上市。特别是1999年以后,家族企业更是加快了上市的步伐,使得家族直接或间接控股的公司在整个上市公司中所占的比重越来越大。但上市意味着整个企业必须由高度封闭的内部治理模式转变成时时接受公众和监管部门监督的外部治理模式^[1],即家族企业原来高度封闭的资本结构、高度垄断的信息控制和高度集中的决策模式都要发生根本性变化。其中,公司股权结构改变是最重要也是最直接的变化。企业上市必然面临着股权稀释,家族绝对控股呈现下降趋势。上市后,家族对企业拥有绝对控制权和绝对决策权的局面变成另一种情况,或者两权完全分离或者部份分离。面对这些必须面对的改变,家族企业能否从容应对,变化后的家族企业究竟能否提高经营绩效?针对这一问题,国内外学者进行了大量研究,但至今没有定论。在国内,由于上市公司的主体仍为国有企业,家族企业在治理结构的许多方面,比如股权结构和委托代理关系等,与国有企业有着极大不同,因而,未将国有与非国有企业分开研究得出的结论对家族企业而言必然没有针对

性。针对这一问题,通过实证研究的方法,分析上市家族企业第一大股东持股比例对企业绩效的影响。

2 国内外研究结果的不确定及分析

从第一大股东持股比例对企业绩效影响这一角度切入,国内外学者进行了大量研究,研究结果主要有以下三种:

2.1 第一大股东持股比例与公司绩效无关论

Demsetz认为,股权结构是市场竞争选择的结果,是竞争过程中各种优劣势权衡下达成的一种均衡,与公司绩效间不存在相关关系;同时,也没有足够的证据表明股权结构与公司绩效之间有着系统对应关系。Holderness和Sheehan通过对拥有绝对控股权的上市公司与权非常分散的上市公司的经营业绩的比较,发现以上两类公司在绩效上并无显著区别,由此得出大股东持股比例与公司绩效无关论。国内学者朱武祥、宋勇通过对我国家电行业上市公司的实证研究发现:公司价值与公司股权集中度无显著相关关系,与公司股权构成亦无关。张子益、宋增基在考察公司股权结构及其变化对公司绩效的影响后,认为公司绩效与股权构成无关。任丽霞通过对上市民营企业治理特征的实证研究发现:第一大股东持股比例与公司业绩无关。

2.2 第一大股东持股比例与公司业绩线性相关论

收稿日期:2007-05-08

基金项目:安徽省教育厅人文社科项目(2006sk101)

作者简介:金毓(1976—),女,安徽巢湖人,安徽财经大学国际经济贸易学院,讲师,主要从事家族企业研究;焦丽娜(1985—),女,山东济宁人,安徽财经大学研究生部,主要从事企业股权研究。

Shleifer 和 Vishny 通过建立模型说明了在其他条件相同的情况下,大股东对公司价值有积极作用;从代理成本角度深入分析的结果也使他们得出大股东持有的股权激励他们去监督并积极努力地提高企业绩效。Claessens, Djankov 和 Lang 对东亚地区家族企业的研究中发现:这些国家和地区企业的股权高度集中,且与企业价值正相关^[2]。Lin 和 Servaes 通过对 18 个新兴市场国家的企业研究发现:大股东在公司治理中地位重要,具有积极的作用,对企业价值有正面影响^[3]。徐二明和王智慧认为,大股东的存在有利于公司价值创造能力的提高,股权的集中与公司价值的成长能力也具有显著的正相关关系。陈小悦和徐晓东发现:在非保护性行业中,第一股东持股比例与企业绩效正相关。徐莉萍等通过对 4 845 个上市公司年度观测值进行实证研究发现,第一大股东的持股比例与公司绩效显著正相关,不存在非线性关系;在加入控股股东性质这一变量后,发现不同性质控股股东的样本公司都存在着股权集中度与公司经营绩效之间的显著正相关^[4]。

2.3 第一大股东持股比例与公司绩效存在曲线函数关系

McConnell 和 Servaes 通过对 1976 年美国国内的 1 173 家公司和 1986 年的 1 093 家公司的托宾 Q 与其股权结构关系的实证分析,得出公司价值与公司股权结构存在曲线函数关系的结论,即控股股东持股比例低于 40%~50% 时,公司绩效与控股比例呈正相关,控股比例超过这一界限,则呈负相关。国内学者孙永祥和黄祖辉选取 1993 年在深沪两市上市的 174 家上市公司进行研究后发现,第一大股东的持股比例和公司绩效呈倒 U 型;杜莹和刘文国也发现股权集中与公司绩效是显著的倒 U 型。但是白重恩等的研究结论却是第一大股东持股比例与公司价值呈 U 型而非倒 U 型^[5]。宋敏等通过研究深沪两市 1000 多家上市公司样本,在控制了行业和公司层面的固定效应后发现:控股股东持股比例对公司业绩的影响呈非线性,显示出控股股东监督效应和隧道效应并存的双重效应。李维安、李汉军以 1999 - 2003 年深沪两市上市的民营上市公司为对象,通过实证研究得出结论:当第一大股东持股比例较低时,公司绩效与其负相关;若持股比例高于 40%,两者正相关;当持股比例处于 20%~40% 之

间时,两者关系呈倒 U 型曲线^[6]。

之所以出现上述三种情况,原因不外乎以下三种^[7]:

1) 公司所有权性质未分。非国有企业、国有企业不分带来的控股股东性质不明确,对企业绩效产生影响,因而,研究结果出现偏差。

2) 绩效的指标不同。有的学者用托宾 Q 作为公司绩效指标,有的学者用调整后托宾 Q 作为公司绩效指标,还有的学者使用会计指标作为公司绩效指标,而会计指标又较多,有净资产收益率、主营业务收入、净利润和资产回报率等。由于选择作为因变量的指标不同,分析得出控股比例对企业绩效影响不同的结论也就不足为怪了。

3) 控制变量不同。各学者对控制变量的选择不同,但大多以代表企业规模的总资产和代表财务风险的资产负债比例为控制变量指标。然而,影响企业绩效的因素很多,董事会的结构,管理层的激励等都是不容忽视的因素。若将对企业绩效有影响的因素都设为控制变量,那么第一大股东持股比例对企业绩效的影响可能会更加清晰。

3 样本分析

3.1 样本的选择

在分析了 2003 年深沪两市上市的家族控股公司后,笔者把研究对象的标准定为:自然人或家族直接或间接为上市公司第一大股东,即该自然人或家族是公司的最终所有者和实际控制人;同时剔除金融类公司,剔除 ST、PT 等财务状况异常和资料不全的公司。按以上标准,共有 110 家上市企业符合样本要求。资料来源于 CCER 数据库及金融街网的公开数据。

3.2 变量的选择及描述

1) 被解释变量——公司的绩效。在绩效评价选择方面,笔者并没有用常用的托宾 Q。原因在于:

使用托宾 Q 的前提条件是上市公司的市场价值可以被看作其未来现金流量的无偏现值的无偏估计,而中国股票市场的有效性使得利用托宾 Q 进行分析的前提条件不具备。中国股票市场的投机性强,股民一般只关心价差而非资本收益的现状带来股票换手率居高不下和股价不稳。私有产权控股公司更有可能面临控股股东鼓励下的庄家参与和市场炒作,容易产生股价虚高带来托宾 Q 高估公司绩

注: 即把非流通股的价格按照流通股价格折扣掉 20% 来计算。

效的可能。鉴于以上原因,本文选用会计指标。同时,为避免会计指标存在的粉饰与人为操纵,文章共选取反映公司盈利性、成长性及营运效率等 6 个会计指标代表公司绩效。其中,净资产收益率、净利润率、每股收益(摊薄净利润)反映公司的盈利性;主营业务成长率和每股净资产反映公司的成长性;资产周转率反映公司的运营效率。

- 2) 解释变量,即第一大股东持股比例。
- 3) 控制变量。控制变量共 4 个,分别是:反映公司治理结构的董事会规模和独立董事的比例;反映公司规模总资产的自然对数;反映公司财务风险的资产负债比例和反映公司管理层激励的薪酬排名前三的高管之薪金总和的自然对数。
- 4) 样本的描述性统计

表 1 样本的描述性统计

样本量	最小值	最大值	平均值	标准差	
持股比例	110	10.090 0	75.000 0	33.335 245	13.768 669 2
资产债务比例	110	.1 000	.8 811	.495 498	.1 632 067
总资产	110	17.917 4	22.871 8	20.837 853	.803 754 7
董事会规模	110	5	16	9.55	2.132
薪酬最高的前三名高管薪金之和	110	10.714 4	14.525 0	12.814 326	.789 647 0
独立董事的比例	110	1	5	3.06	.707

从表中的描述性统计可以看出:家族企业第一大股东持股比例最高的为 75 %,最低的为 10 %,平均值为 33.34 %,其中持股比例在 20 %~30 %之间是最多的,达到 62 家,占样本总量的 56.4 %。图 1 是第一大股东持股比例的分布图。

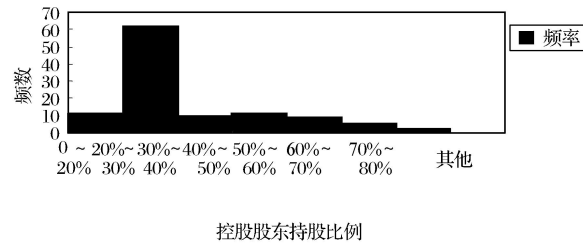


图 1 第一大股东持股比例分布情况

3.3 统计分析

- 1) 绩效指标的主成分分析。将 6 个指标转成 3 个相互独立的新变量(如表 2 所示),由于累计方差达到 73.64 %,表示这 3 个新变量可以代表原来的 6 个指标。然后以新变量的特征值为权数(如表 3 所示,2.142,1.206,1.070 为三个新变量的特征值)进行加权得到一个反映总体绩效指标的变量记作 G。
- 2) 建立模型。 $G = f(\text{持股比例}, \text{持股比例的平方}, \text{董事会规模}, \text{董事会规模的平方}, \text{独立董事的比例}, \text{独立董事比例的平方}, \text{最高的前三名高级管理人员薪酬之和的自然对数}, \text{总资产的自然对数}, \text{资产负债比例})$

表 2 主成分矩阵

	Component		
	1	2	3
净资产收益率	.841	-.339	.082
主营业务收入增长率	.005	-.573	.565
每股收益	.910	.207	.186
净利润率	.035	.465	.769
每股净资产	.479	.618	-.222
资产周转率	.613	-.348	-.264

表 3 主成份方差百分比

Component	Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.142	35.698	35.698
2	1.206	20.106	55.805
3	1.070	17.840	73.645

说明:持股比例平方项的引入是为了检验非线性关系是否存在,即模型 1 不包括持股比例的平方,模型 2 包括。

从表中数据分析来看,F 值为 4.690,P 值为 0.000,模型的线性关系较为显著,被解释变量的变化主要是由模型中的解释变量的变化引起的,模型整体的拟合优度较好,但模型 1 与模型 2 的在各个系数指标差异并不显著,特别是第一大股东持股比例的 t 检验两个模型都没有通过,影响系数也较小。由此可以判断,第一大股东持股比例与公司绩效无关。同时,数据分析也反映了独立董事比例与企业绩效呈显著倒 U 型关系,对企业绩效的影响较大,并且高管激励对企业绩效的影响也较显著(能在

90 %的置信度下通过检验)。

表 4 控股股东持股比例与公司绩效 :回归分析

解释变量 : G	模型 1 系数 (P 值)	模型 2 系数 (P 值)
常数	- 49. 010(0. 000)	- 50. 384(0. 000)
第一大股东持股比例	0. 049(0. 597)	. 240(0. 593)
第一大股东持股比例 的平方		- . 198(0. 663)
董事会规模	- . 409(0. 496)	- . 429(0. 478)
董事会规模的平方	. 403(0. 493)	. 418(0. 479)
独立董事比例	2. 283(0. 005)	2. 308(0. 005)
独立董事比例的平方	- 2. 244(0. 006)	- 2. 271(0. 006)
最高的前三名高级管 理人员薪酬之和的自然 对数	. 167(0. 079)	. 170(0. 076)
总资产的自然对数	. 360(0. 000)	. 368(0. 000)
资产负债比例	- . 200(0. 027)	- . 202(0. 027)
调整后的 R 平方	0. 213	0. 207
F 值	4. 690(0. 000)	4. 157(0. 000)

4 结论

从以上实证研究结果及分析看 ,上市家族企业第一大股东的持股比例与公司的绩效并无显著相关关系。之所以出现这种结果 ,可能有以下原因 :一 ,控股股东的持股比例是竞争选择的结果 ,并没有适用于每个企业的最优控股比例 ,每个企业都是依据自己所处的环境 ,按照利润最大化的原则选择持股比例 ;二 ,公司对持股比例多或少的优劣势进行权衡 ,结果只要是公司绩效在其自身所处的环境中达

到最大 ,控股股东的持股比例就会达到均衡。当环境发生重要变化时 ,控股比例也会随之改变 ,但企业绩效可能变化或变化不大 ,并且独立董事的加入等可能是引起企业绩效变化的原因 ,而持股比例的变化引起绩效变化的可能性较小。综上所述 ,家族企业的环境变量与治理模式之间的关系是环境条件下的权变函数 ,就采用某种治理模式及相应的股权结构而言 ,无论哪一种持股比例都存在一定约束条件下的均衡点。

参考文献

[1]王宣喻,王陈佳. 直接上市家族企业的分布与治理结构演进[J]. 改革,2006(1) :94 - 99.

[2]CLAESSENS S, DJANKOV S FAN J, LANG L. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J]. The Journal of Finance,2002(57) :2741 - 2771.

[3]LINS K,SERVAES H. Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets[Z]. Unpublished Working Paper , London Business School ,2003(15) :921 - 935.

[4]徐莉萍,辛宇,陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. 经济研究,2006(1) :90 - 99.

[5]白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究,2005(2) :5 - 16.

[6]李维安,李汉军. 股权结构、高管持股与公司绩效[J]. 南开管理评论,2006(9) :4 - 10.

[7]HOLDERNESS C. A Survey of Blockholders and Corporate Control[J]. Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York) , 2003(4) :51 - 63.

An Empirical Study of the Effect on Performance Generated by Shareholding Proportion
of the Largest Shareholder of Family Business

JIN Yu , JIAO Li-na
(Anhui University of Finance and Economics ,Bengbu Anhui 233000 ,China)

Abstract : 110 listed family businesses was selected as the research subjects in the article. Taking into consideration the structure of board of directors , incentive management , business scale and financial risks , we find that shareholding proportion of the controlling shareholder has an insignificant effect on the business performance. It follows that there is no optimal shareholding proportion which can be applied to all would-be listed family businesses subject to equity dilution as a result of seasoned equity offering.

Key words : listed family business ;shareholding proportion of the controlling shareholder ;business performance