

Ownership Concentration, Institutional Investor and Firm Performance

—Evidence from A-Share Listed Companies

Minwen Hu

School of Economics and Management, Beihang University, Beijing
Email: 3103445157@qq.com

Received: Sep. 28th, 2015; accepted: Oct. 10th, 2015; published: Oct. 20th, 2015

Copyright © 2015 by author and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

Abstract

Based on the A-share public listed companies' data from 2007 to 2013, the paper analyzes the influence of ownership structure on corporate performance in China. From the perspective of ownership concentration and institutional investor related to equity structure, the empirical results show that they have positive effects on corporate performance. Meanwhile, the shareholding of institutional investors' impact on state-owned enterprises and private enterprises does not differ significantly. But the impact of equity concentration on the private enterprises is bigger than that on the state-owned enterprises. It shows that large shareholders are conducive to the internal supervision and control of private enterprises. The research concerning the relationship between ownership structure and performance provides new evidence for companies to improve operating efficiency.

Keywords

Ownership Structure, Operational Performance, Institutional Investor

股权集中度、机构投资者与公司绩效

—基于我国A股上市公司的实证研究

胡敏文

北京航空航天大学经济管理学院, 北京

Email: 3103445157@qq.com

收稿日期: 2015年9月28日; 录用日期: 2015年10月10日; 发布日期: 2015年10月20日

摘要

本文基于2007~2013年A股上市公司数据,分析我国上市公司的股权结构对公司绩效的影响,其中,从股权集中度、机构投资者持股比例两个角度研究股权结构,发现两者对公司绩效均有积极影响。同时,机构投资者持股比例对国有企业和民营企业绩效影响没有显著差异,但是股权集中度对民营比对国有企业的影响更大,说明大股东的存在有利于民营企业控制权的行使以及公司内部监督。本文的研究为公司股权结构和绩效之间的关系提供了新的证据,对于我们进一步提高公司经营效率具有重要的意义。

关键词

股权结构, 经营绩效, 机构投资者

1. 引言

股权结构一直以来是公司治理的重点。在 2005 年以前,中国股市的国有股和法人股不能上市流通,这种流通股和非流通股的分割导致了大股东和小股东的长期利益冲突。在股权分置改革完成以后,非流通股变为可流通股,上市公司的市场化程度得以提高,股东利益逐渐与公司内在价值的增长趋向一致。企业的股权结构涉及到诸多相关者的利益,股东之间的联合与制衡是否与公司绩效存在关系成为了本文研究的重点。在股权集中的公司,董事会能够快速决策,提高运营效率,但是也可能会出现“一股独大”现象;在股权相对较为分散的公司,股东之间的权力可以相互制衡,但是在面临突发情况时可能会因为意见不一致而错失机会。机构投资者具有高度的信息灵敏度和资金专业优势,比普通投资者更能识别公司价值进行股权投资,并且机构投资者为获取更高的收益率,有动机利用自身优势监督上市公司,有利于促进企业价值的提升。此外,国有企业和民营企业的绩效差异也引起了社会的关注。由于国有企业的公有产权属性,国有企业的经营者并不拥有企业的所有权,在一定程度上处于所有者缺位的状态。而国资委作为国有企业的出资人,拥有国有资产的实际控制权,但是相关人员却并不参与企业利润的分配,这就决定了国有企业的第一大股东无法积极履行激励措施和监督职责,从而导致企业效率的损失。

近年来,国内外学者对公司绩效、股权集中度和机构投资者进行了较多的研究,然而他们的研究主要集中在公司绩效与股权集中度、公司绩效与机构投资者方面,未能综合研究三者之间的关联性。本文结合股权结构和公司治理理论,以我国 A 股上市公司作为研究对象,搜集了 2007~2013 年的数据,从股权集中度和机构投资者两个方面考察股东对上市公司绩效的影响;并分别从为国有企业和民营企业两种类型的企业对三者之间的关系进行了探讨,试图为公司管理层提供公司治理方面切实可行的建议。

2. 文献回顾与研究假设

国内外研究表明,良好的股权结构有利于公司治理,而不合理的股权结构则制约公司的发展,股权结构不仅仅是各种类型股东的持股比例关系,更是各种利益集体相互之间的监督与权衡。李艳虹(2008) [1] 选择了 1996~2005 年我国商业银行和股份制银行的成本函数进行研究,结果显示成本函数在二者之间存在结构性差异,股权结构显著影响银行的绩效。

对于第一大股东对公司业绩的影响,谢军(2006) [2]发现第一大股东持股比例越高,参与管理层监督的积极性越高,较高的股权集中度有利于公司治理水平的改善。祝继高等(2012) [3]通过对我国城市商业银行的研究,发现第一大股东控股权与银行的不良贷款率之间呈正相关关系,大股东持股比例过高不利于公司业绩的提升。Muury 和 Pajuste (2005) [4]通过对芬兰上市公司的数据研究发现,大股东之间投票权的均匀分布对公司价值有正向作用。控股股东和非控股股东的利益关系主要体现为“利益协同效应”和“堑壕效应”,在持股较低的时候,随着持股比例的提高,第一大股东逐渐拥有上市公司的控制权,为谋取私利会侵占小股东的利益;但是当持股比例到达一定程度时,第一大股东有动力监督管理层,争取实现企业价值的最大化。

从股权的分布状态来看,上市公司可以分为股权高度分散的公司和股权相对集中的公司。关于股权集中度与企业绩效之间的关系,一方面,股权集中有利于监督管理层;另一方面,大股东可能会为了私有利益而损害小股东的利益。Kraus 和 Rubin (2010) [5]研究发现公司价值最大化的目标只适用于股权比较集中的公司,在股权分散的条件下,股东的目标是其所持有的投资组合价值最大化。我国股权集中度普遍较高,股东之间的利害关系是公司治理的重要问题。陈德萍和陈永胜(2011) [6]关于深交所中小板的调查研究表明股权集中度与公司业绩之间存在正 U 型关系。王聪和宋慧英(2012) [7]对证券公司进行研究发现,股权集中度与公司成本效率之间也是一种 U 型关系。

关于机构投资者的研究主要从两个相反的方面论述了它们的作用。一种认为机构投资者作为股东,有动机去监督它们投资的公司。石美娟和童卫华(2009) [8]研究了我国 2005 年至 2007 年已股改公司的数据,发现机构投资者能够改善公司治理,促进公司价值的提升。Aggarwal 等(2011) [9]通过对 23 个国家 2003~2008 年间机构投资者与公司绩效的研究发现,公司治理水平与国际机构投资之间呈现正相关关系,机构投资水平增加会提高公司治理水平,反之并不成立。机构投资比例较高的公司更有可能解雇表现较差的 CEO,从而提高公司业绩。另外一种认为机构投资具有短视主义的特点,金融机构作为交易者比较注重短期利益,当公司业绩没有达到预期时,机构投资者很有可能会抛售股票,造成管理层的过度担忧。Manconi 等(2012) [10]通过对金融危机期间机构投资者抛售公司债以促进自身流动性印证了机构投资者的短期主义。Gallen 和 Fang (2013) [11]对这两个理论进行了综合研究,研究表明稳定的机构投资者能够起到监督公司的作用,但是当公司的负面消息囤积到一定程度时,机构投资者撤出容易造成公司股价的崩盘。

影响公司治理的其他因素包括财务杠杆、所有权结构、资本结构等, Margaritis 和 Pasillaki (2010) [12]调查了法国制造业公司中公司效率、财务杠杆和所有权结构之间的关系,发现在股权较为集中的公司,其资本结构中的负债也较多,而这种高财务杠杆能够提高公司效率。陈德萍和曾智海(2012) [13]关于创业板上市公司的数据表明资本结构和公司规模对企业绩效均有显著影响。吴延兵(2012) [14]通过对 1998~2003 年统计数据进行研究发现,国有企业在生产效率和创新效率上均不及民营企业。

根据以上分析,提出如下假设:

假设 1: 股权集中度越高,公司业绩越好;

假设 2: 机构投资者持股比例越高,公司业绩越好。

3. 样本选择和研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文以沪深 A 股上市公司为样本,通过 wind 数据库收集了 2007~2013 年间的上市公司数据,由于 2014 年很多数据尚未完善,因而没有采用。鉴于研究目的,对所搜集到的数据进行了如下处理: 1) 由于

ST公司的业绩较差，财务数据的可靠性不足，文中予以剔除；2) 由于金融和保险行业不属于实体经济，并且现金流巨大，剔除金融保险行业的公司；3) 剔除7年内数据不完善的公司。经过处理后，共得到有效样本公司1137个，其中国有企业和民营企业合计占比为91.2%，构成了本文研究的主体。

3.2. 模型设计和变量定义

基于上述分析，本文的模型设定如下：

$$ROE = \alpha + \beta_1 FSR + \beta_2 OB + \beta_3 PIN + \beta_4 LEV + \beta_5 AP + \beta_6 DLDQ + \beta_7 \ln(MV) + \varepsilon \quad (1)$$

下面分别对模型的研究变量进行说明(见表1)。

本文采用净资产收益率(ROE)作为衡量公司业绩的指标。净资产收益率是净利润与平均股东权益的百分比，可以反映股东权益的收益水平。FSR表示第一大股东持股比例，用作衡量大股东控制权的指标。OC代表股权集中度，本文选取公司前十大股东持股比例之和作为衡量股权集中度(OC)的指标。李志斌(2013) [15]通过对上市公司投资者关系的调查中发现，在股权集中度较低的公司，也就是在股权较为分散的条件下，良好的内部控制有利于改善投资者之间的关系，保护投资者的利益。为明确第一大股东和其他大股东之间的利益冲突，我们将股权集中度分为两个部分进行讨论，即大股东控制权FSR和股权制衡度OB。ORG代表机构持股比例，采用机构投资者所持有的股份占上市公司年末所有流通股份的比例进行衡量。LEV代表财务杠杆，采用资产负债率进行衡量。MV代表公司总市值。张悦玫等(2005) [16]分析了众多影响公司内在价值的影响因素，发现其对公司总市值的解释能力可以达到75%，可见公司的内在价值与市值之间存在较强的相关关系。AP为户均持股比例，用来描述股权的分布特征。DLDQ为哑变量，当董事长兼任总经理时取1，否则取0。

4. 实证分析

4.1. 描述性统计和相关性分析

为了对主要变量有一个清晰的了解，本文对上市公司的净资产收益率、股权集中度和大股东持股比例都进行了描述性统计。从表2可以看出，第一大股东的平均持股比例为35.7%，前十大股东的平均持股比例为53.02%，反映了我国上市公司大股东持股比例较高的特点，而户均持股比例仅为0.04%，说明股权在股东之间分布的不均衡。

表3是各变量进行相关性分析的结果，可知净资产收益率与第一大股东持股比例、股权制衡度和机构投资者持股比例之间均在1%的显著性水平上显著正相关，与杠杆比例显著负相关。同时，这些变量之间的相关系数较小，在可接受的范围之内。

4.2. 实证分析

运用分位数方法对样本数据进行回归，结果如表4所示。从表4可以看出，公司绩效与第一大股东持股比例、股权制衡度、机构投资者、户均持股比例均呈显著正相关关系，说明假设是正确的，公司绩效随着大股东持股比例的增加而增加，大股东和机构投资者的存在有利于改善公司治理水平，同时绩优公司的股权也较为集中。公司的总市值与经营绩效也显著正相关，说明绩优公司的价值可以得到市场的认可。然而，过高的杠杆率会降低企业的经营效率。

4.3. 民营企业和国有企业的对比

表5是关于民营企业和国有企业的描述性统计结果。可以看出，民营企业的平均净资产收益率比国

Table 1. Variable declaration

表 1. 变量说明

变量类型	变量名称	变量符号	说明
被解释变量	净资产收益率(%)	ROE	衡量公司业绩
	股权集中度(%)	OC	第一至第十大股东持股比例
解释变量	大股东控制权(%)	FSR	第一大股东持股比例
	股权制衡度(%)	OB	第二至第十大股东持股比例之和
	机构持股比例(%)	PIN	机构投资者持股占流通股的比例
控制变量	资本结构(%)	LEV	财务杠杆, 公司资产负债率
	总市值(亿元)	MV	公司价值的代理变量
	户均持股比例(‰)	AP	衡量股票流通性
	董事长是否兼任总经理	DLDQ	若董事长与总经理两职合一, 取 1, 否则取 0

Table 2. Descriptive statistics of main variables

表 2. 主要变量描述性统计

	ROE	FSR	OC	PIN	LEV	ln(MV)	AP	OB
均值	7.98	35.70	53.02	38.15	50.28	3.76	0.04	16.96
中位数	7.72	33.60	53.45	37.94	51.36	3.64	0.03	14.71
最大值	448.52	86.42	98.17	172.16	109.42	10.88	0.38	59.12
最小值	-489.13	2.20	3.59	0.03	0.71	0.57	0.00	0.72
标准差	19.15	15.37	15.53	22.77	19.25	1.01	0.03	11.63

Table 3. Variable correlation analysis

表 3. 变量相关性分析

	FSR	OC	PIN	LEV	Log(MV)	AP	DLDQ
ROE	0.093***	0.172***	0.162***	-0.128***	0.262***	0.091***	-0.013
FSR		0.707***	0.289***	0.076***	0.291***	0.014	-0.040***
OC			0.439***	-0.007***	0.319***	0.292***	0.002
PIN				0.051***	0.433***	0.144***	-0.036***
LEV					0.019*	-0.102***	-0.061
LOG (MV)						-0.259***	-0.072***
AP							0.074***

注: **、*、*分别表示系数在 1%、5%、10%的水平上显著。

有企业高, 而杠杆比例比国有企业的小很多, 从股权结构来看, 民营企业的第一大股东持股比例和机构投资者的持股比例均比国有企业的小, 可见民营企业的股权相对分散。民营企业的股权制衡度比国有企业的高, 说明民营企业的其他大股东对第一大股东的行为有较大的牵制作用。徐晓东和陈小悦(2003) [17] 的研究表明, 非国家控股公司比国家控股公司的盈利能力更强, 与本文的研究结果一致。

从表 6 可以看出, 两职是否合一对于企业的绩效无显著影响。机构投资者持股对国有企业和民营企业都存在积极影响, 但是, 对于民营企业而言, 第一大股东和股权制衡度显著影响公司绩效, 而对于国

有企业而言，大股东持股和股权制衡度对公司绩效的影响不显著，可能的原因在于国有企业的第一大股东为国家，所有者缺位使得大股东对公司治理监督的效果不明显。此外，相对于民营企业，国有企业的财务杠杆对公司绩效的作用显著为负，因而国有企业应该注意财务杠杆对企业经营效果的不利影响。

5. 结论

本文探讨了股权结构对公司治理的影响效果，从第一大股东控制权、股权制衡度和机构投资等方面说明了股权结构给公司绩效所带来的差别，并对民营企业和国有企业两种类型的企业绩效和股权结构关系分别进行了研究，结果表明股权集中度、机构投资与企业净资产收益率间存在显著的正相关关系，但是相关性的企业与企业的类型有关。本文研究发现：1) 本文将股权集中度分为第一大股东持股和股权制衡度两个部分，较大股东的存在可以避免一股独大的现象，牵制第一大股东的决策，达到大股东互相监

Table 4. Regression results of ownership structure and corporate performance

表 4. 股权结构与公司绩效回归结果

解释变量	截距	FSR	OC	PIN	LEV	Log(MV)	AP	DLDQ
系数	-11.783***	0.024***	0.063***	0.011***	-0.016***	4.297***	69.227***	-0.090
t 值	-21.759	3.239	6.640	2.320	-3.089	32.781	15.474	-0.358
F 检验: 2477.414				Adjusted R-squared: 0.134				

Table 5. Descriptive statistics of state-owned enterprises and private enterprises

表 5. 民营企业和国有企业描述性统计

		ROE	FSR	OB	PIN	LEV	Ln(MV)	AP	DLDQ
民企	均值	8.47	30.74	20.12	32.76	47.14	3.5	0.04	0.17
	标准差	18.25	13.86	12.1	21.72	18.9	0.89	0.04	0.37
国企	均值	7.53	39.48	15.29	41.12	52.4	141.32	0.03	0.09
	标准差	17.81	15.19	11.11	22.78	19.29	1100.13	0.03	0.29

Table 6. Regression results of state-owned enterprises and private enterprises

表 6. 民企与国企回归结果

解释变量	民营企业		国有企业	
	系数	t 值	系数	t 值
截距	-16.224***	-20.250	-9.788***	13.752
FSR	0.099***	7.253	-0.003	-0.285
OB	0.144***	9.798	0.012	0.936
PIN	0.016*	1.918	0.015***	2.703
LEV	-0.003	-0.317	-0.020***	-3.352
ln(MV)	4.717***	24.840	4.076***	23.231
AP	40.682***	8.138	79.125***	13.539
DLDQ	0.424	1.229	-0.408	-1.183
F 检验	1167.599		1303.010	
Adjusted R-squared	0.174		0.121	

督的均衡状态。通过对 A 股上市公司样本的研究,发现股权集中有利于维护公司治理,较高比例的大股东控制权和股权制衡度对上市公司的绩效积极的作用。这可能是因为上市公司的股权较过去分散,第一大股东难以自行行使公司的控制权,并且其他的大股东也能积极参与公司治理和内部控制。2) 机构投资与股权收益率存在显著正相关关系,一方面,可能是因为机构投资者基于价值投资的理念,倾向于对优质公司进行投资,另一方面,机构投资者能够从专业化的视角考察上市公司的业务经营,有助于公司业绩的提升。3) 民营企业和国有企业在股权结构与公司绩效的关系方面有不同的特点,民营企业公司绩效与股权集中度的关系较为紧密,而国有企业的净资产利润率与股权集中度关系不显著,而从统计数据来看,国有企业的的第一大股东持股比例、机构持股比例的平均值均高于民营企业,而股权制衡度的平均水平低于民营企业,可见,国有企业的股权主要集中在第一大股东手里,大股东之间缺乏有效制衡,股权结构设置存在问题,对公司治理没有发挥积极的作用;机构投资者充当了监督企业治理和行使控制权的角色,对国有企业的经营绩效影响显著;民营企业的机构投资水平则相对较低。

参考文献 (References)

- [1] 李艳虹 (2008) 股权结构与商业银行绩效: 国际比较与我国实证. *金融研究*, **11**, 138-144.
- [2] 谢军 (2006) 第一大股东、股权集中度和公司绩效. *经济评论*, **1**, 70-75.
- [3] 祝继高, 饶贵贵, 鲍明明 (2012) 股权结构、信贷行为与银行绩效——基于我国城市商业银行数据的实证研究. *金融研究*, **7**, 31-46.
- [4] Maury, B. and Pajuste, A. (2005) Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, **29**, 1813-1834. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>
- [5] Kraus, A. and Rubin, A. (2010) Reducing managers' incentives to cannibalize: Managerial stock options when shareholders are diversified. *Journal of Financial Intermediation*, **19**, 439-458. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfi.2009.05.001>
- [6] 陈德萍, 陈永胜 (2011) 股权集中度、股权制衡度与公司业绩关系研究——2007-2009 年中小板企业板块的实证检验. *会计研究*, **1**, 38-43.
- [7] 王聪, 宋慧英 (2012) 中国证券公司股权结构、市场结构与成本效率的实证研究. *金融研究*, **5**, 80-90.
- [8] 石美娟, 童卫华 (2009) 机构投资者能够提高公司价值吗? *金融研究*, **10**, 150-160.
- [9] Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., et al. (2011) Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, **100**, 154-181. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- [10] Manconi, A., Massa, M. and Yasuda, A. (2012) The role of institutional investors in propagating the crisis of 2007-2008. *Journal of Financial Economics*, **104**, 491-518. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.011>
- [11] Callen, J.L. and Fang, X. (2013) Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? *Journal of Banking & Finance*, **37**, 3047-3063. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.02.018>
- [12] Margaritis, D. and Psillaki, M. (2010) Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, **34**, 621-632. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- [13] 陈德萍, 曾智海 (2012) 资本结构与公司绩效的互动关系研究——基于创业板上市公司的实证检验. *会计研究*, **8**, 66-71.
- [14] 吴延兵 (2012) 国有企业双重效率损失研究. *经济研究*, **3**, 16-26.
- [15] 李志斌 (2013) 内部控制、股权集中度与投资者关系管理——来自 A 股上市公司投资者关系调查的证据. *会计研究*, **12**, 72-77.
- [16] 张悦玫, 李延喜, 栾庆伟 (2005) 公司内在价值与市值关系实证. *金融管理*, **1**, 13-17.
- [17] 徐晓东, 陈小悦 (2003) 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析. *经济研究*, **2**, 64-74.