

Research on the Relation of Ownership Structure and Company Performance of Finance and Insurance Listed Companies

Bo Yuan¹, Liang Wang¹, Yong Li²

¹Petrochina Jinzhou Petrochemical Company, Jinzhou Liaoning

²School of Management, University of Science and Technology, Hefei Anhui

Email: YongLee@ustc.edu.cn

Received: Aug. 15th, 2018; accepted: Aug. 30th, 2018; published: Sep. 6th, 2018

Abstract

The ownership structure is an important part of the governance structure of listed companies, reasonable ownership structure can effectively improve the level of the company's management decisions making and improve corporate performance. We choose listed companies of finance and insurance industry in China to study the relationship of ownership structure and performance in this industry. We use description statistics, independent sample t-test and regression analysis to do empirical research. We analyze the results and propose recommendations for improvement.

Keywords

Ownership Structure, Company Performance, Finance and Insurance

金融保险业上市公司的股权结构与公司绩效关系研究

苑博¹, 王亮¹, 李勇²

¹中国石油天然气股份有限公司锦州石化分公司, 辽宁 锦州

²中国科学技术大学管理学院, 安徽 合肥

Email: YongLee@ustc.edu.cn

收稿日期: 2018年8月15日; 录用日期: 2018年8月30日; 发布日期: 2018年9月6日

摘要

股权结构是上市公司治理结构的重要组成部分，合理的股权结构能够有效地提高公司的管理决策水平，提高公司绩效。本文选择我国金融、保险业上市公司为样本，研究股权结构与公司绩效在金融保险行业的特点。实证结果表明加强金融和保险业上市公司的股权集中度有利于提高绩效水平，该结果对优化金融和保险业上市公司股权结构有积极的指导意义。

关键词

股权结构，公司绩效，金融保险业

Copyright © 2018 by authors 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

1. 研究背景

随着经济的发展以及生产力的进步，公司的规模日益扩大，企业的管理也变得越来越复杂。股份制公司在一定程度上满足了发展的需求，但股份制也并不是尽善尽美的，也有其问题存在。股份制公司的所有者和经营者利益并不一致，这样就存在了相互侵害的可能。因此，公司的股权结构与公司绩效间的关系就成了很多学者研究的课题。

由于历史原因，我国的上市公司的股权结构被分为流通股和非流通股并存。其中非流通股主要由国家或法人持有，经常出现“一股独大”的情况。虽然股权的相对集中能够在一定程度上加强股东对企业管理层的监督，但由于股东间的信息不对称，大股东为了自身利益，侵害中小股东的情况屡见不鲜。很多学者认为，股权的高度集中，是我国上市公司治理机制的一大弊病。但事实是否真的如此呢？Berle 和 Means [1]在其文章中提出：当公司的股权分散时，管理层由于缺少监督，会优先考虑自身利益最大化而非企业绩效最大，因此导致股权分散对公司绩效的负效用。Morck 等[2]讨论了管理者所有权和公司绩效的关系，并指出托宾 Q 值与管理者持股比例之间是 N 字形的分段线性关系。McConnell 等[3]的研究认为托宾 Q 值与股权结构之间存在显著的倒 U 型曲线关系。Claessens 等[4]认为，公司价值会随着大股东现金持股比例增加而增加，但当大股东权力超过其现金持股比例时，公司价值会下降。Bae 等[5]研究了危机期间和经济复苏期间，控股股东的征用激励效应，证实了公司治理和公司价值之间是有关联的。上市公司形成前几大股东持股比相当的股权结构，一定意义上是有助于股东间的相互制约与监督，抑制大股东对中小股东的侵害，有效提高公司绩效与股东权益[6] [7] [8]。

我国学者对于公司股权结构与公司绩效的关系研究始于上世纪 90 年代末。孙永祥和黄祖辉[9]选择沪深证券交易所的 503 家企业 1998 年的数据做样本，实证结果显示：公司的股权相对集中和大股东间能够形成制衡对公司的绩效有促进作用。厉以宁[10]、黄渝祥[11]等(2003)的研究也支持股权制衡可以改善公司绩效，但国内有其他学者提出了不同观点。如，朱红军等[12]对宏智科技股份有限公司的股权结构进行案例分析，认为目前我国民营上市公司采取制衡的股权结构并不一定能够提高公司绩效，“一股独大”反而更有效率。

通过对国内外学者对公司股权结构及公司绩效研究的总结与梳理，可见关于股权结构与公司绩效关

系的研究依然未能取得一致结果。这可能与样本选取、体制因素等客观原因有关。本文以我国金融、保险行业为样本，尝试研究该行业上市公司的股权结构与公司绩效的关系。

2. 研究设计

一般上市公司的第一大股东即控股股东，对公司的经营决策有一定的控制力，若没有其他股东可以对其形成有效的监督与制约，则很可能会出现控股股东侵占中小股东利益，影响公司绩效等情况。所以，若存在股权达到一定比例的第二大股东或更多大股东能够与控股股东形成制衡，则可以很好的起到对控股股东的监督作用。这种监督，可以减少第一大股东对公司及中小股东利益的侵占，使其重心转移到提升公司整体绩效，共享收益。基于上文总结的研究成果及分析，本文提出以下假设：

假设 1 (H1)：拥有持股超过 10%的制衡股东有利于改善公司业绩。

假设 2 (H2)：第二大股东的持股比例与公司绩效成正相关关系。

假设 3 (H3)：控股股东与第二大股东的持股份额之差与公司绩效成正相关关系。

假设 4 (H4)：公司制衡股东的个数与公司绩效成正相关关系。

根据研究分析需要，将模型中的变量定义为：解释变量、被解释变量和控制变量三类。

2.1. 解释变量

解释变量主要为反应公司的股权结构的指标，为了验证本文提出的四点假设，将从 3 个方面反应公司的股权结构。

①第二大股东持股比例(X_1)，反应公司第二大股东持股份额与公司所有股份的比例。 X_1 越大表明该股东对公司的运营影响越大。

②制衡股东个数(X_2)，即持有公司股份 10%以上的股东的个数。 $X_2 = 1$ 表示公司内部没有能够对控股股东产生制衡效应的股东。

③第一、二大股东持股比例差(X_3)，即第一大股东持股份额减掉第二大股东的和持股份额之后除以总股数得到的值。 X_3 越小表示两股东持股比例约接近。

2.2. 被解释变量

被解释变量即可以反映公司绩效的指标，传统的衡量指标有总资产收益率、净资产收益率、EPS 等，本文选择会计业绩指标：总资产收益率(Y)来衡量公司绩效，作为被解释变量。

$$Y = \frac{\text{净利润}}{\text{平均总资产}} * 100\% \quad (1)$$

$$\text{平均总资产} = \frac{\text{期初总资产} + \text{期末总资产}}{2} \quad (2)$$

净资产收益率(ROE)虽然是国际通用指标，但在我国，由于证监会将其作为上市公司的考核指标，所以存在较严重的对该指标进行盈余管理的现象，而总资产收益率(ROA)具有一定的不可操作性，尽量缩小企业盈余管理的空间。

2.3. 控制变量

为了消除其他影响公司业绩的因素干扰本次研究的结论，本文引入以下三个变量作为控制变量，来尽量减小非股权结构的其他因素对结果的影响。

①公司规模(S)，本文以公司的期初总资产的自然对数来定义公司规模，表示规模效应对公司业绩的

影响。

$$S = \text{Ln}(\text{公司期初总资产}) \quad (3)$$

随着公司规模扩大，其充足的资金量，大范围的网络布局都可以帮助公司树立良好的企业形象，在同行业竞争中取得优势以获得更多利润，所以公司的规模是影响其绩效的一个因素。

②公司成长能力(G)，用公司净利润增长率来表示。

$$G = \frac{\text{本期利润} - \text{上期利润}}{\text{上期利润}} * 100\% \quad (4)$$

在资本市场中，净利润的增长率越高，表示期盈利能力在增长，企业成长性越强。由此，可以带来良好的口碑，市场对其预期约好，因而能够带来良好的绩效表现。因此，公司的成长性也是影响公司绩效的因素之一。

③财务杠杆(L)，以公司的资产负债率来衡量。反应公司的资本结构和偿债能力。

$$L = \frac{\text{总负债}}{\text{总资产}} * 100\% \quad (5)$$

2.4. 内生性检验

股权结构本身可能是公司特性所决定的，即其可能是一个内生变量，因此在研究股权结构和公司绩效关系时，应用 OLS 方法估计参数会产生偏差。本文参考 Lin 等[13]和 Petersen [14]的研究，分别以总资产收益率(Y)、第二大股东持股比例(X_1)、制衡股东个数(X_2)、第一、二大股东持股比例差(X_3)为因变量建立联立方程组，应用两阶段最小二乘法(Two-stage least squares, 2SLS)进行模型参数估计[15]，并引入两个工具变量：

① A 股比例 IS：定义为流通中 A 股数量占公司总股本的比值。

② 归一化每股收益 IY：定义为每股收益与年末收盘价之比。

3. 数据说明

由于本文目的在于研究公司股权制衡与公司绩效间的相关关系，所以采用截面数据，运用回归分析的方法，来验证前面提出的假设。

由于传统的研究大都以所有上市公司为样本，不能很好的反应特殊行业的行业特点，所以本文以金融保险也得上市公司为样本，研究该行业的特性，以为日后相关研究及个人发展做准备。本文所采集的样本为中国证监会公布的《上市行业分类指引》中被定义为金融保险也得 31 家上市公司。

由于公司数量较少，统计误差较大，本文选取各公司 2009-2011 年三年间的数据进行分析，为避免其他因素对研究结果的干扰，我们选择剔除 ST 的公司、剔除数据不完整的公司、剔除没有持股超过 10% 的股东的公司。最终筛选出的样本数据共 62 组。样本数据均采自公司的财务报表，数据统计处理软件选用 Microsoft Excel 2010 和 SPSS19.0。

4. 实证分析

4.1. 描述性分析

本文首先对所有数据进行了描述性统计，结果如下：

①第二大股东持股份额均值为 15.66%，最小值 1.33%，最大值 39.21%，差距较大，其在企业内的影响力差距也会较大，这就为我们的研究提供了很好的样本。

②持股份额超过 10%的股东个数从 1 个到 4 个不等,即存在无制衡股东的公司又存在有多个制衡股东的公司,这为我们进一步验证假设 2 提供了良好的数据。

③第一、二大股东的持股份额差的均值为 16.08%,差距较大,表明控股股东掌握着公司的大部分股权。

④从总资产收益率来看,最小值为 6.35%,最大值达到 245.37%,均值为 27.32%。这表明我国金融、保险行业发展快速,有很高的收益效率。

4.2. 均值检验

为了对假设 1 进行验证,本文以 X_1 是否超过 10%为标准,经样本分为两组,对其进行独立样本 T 检验,验证这两组的总资产收益率 Y 是否有显著差异。检验结果如表 1 所示。

由表 1 统计结果发现, X_1 小于 10%的样本,其总资产收益率高于 X_1 大于等于 10%的样本,且由表 1 可以看出其通过显著性检验。由此我们可以得出公司第二大股东持股数不大于 10%有利于改善公司业绩,这一结果否定了假设 1。即在我国金融、保险业并不和其他行业一样,当拥有持股超过 10%的股东可以提高公司绩效。这体现了该行业的特殊性,即第一大股东“一股独大”更有利于金融、保险业上市公司运营,以提高其绩效。

4.3. 多元回归分析

为验证假设 2、3、4,我们对样本数据进行线性回归分析,建立基础外生模型;然后采用 Hausman (1978) 提出的方法对股权结构变量进行内生性检验,得到 Y 的残差系数为-0.029,其 t 值为-4.376,说明其在 0.01 的水平上显著,即股权结构存在显著的内生性问题。进而分别建立四个内生性方程,并利用两阶段最小二乘方法(2SLS)进行参数估计,其结果如表 2 所示。

基础模型回归的结果来看, X_1 , X_2 , L 均未通过显著性检验,即公司第二大股东的持股份额与公司绩效并非正向相关关系,也就是说,第二大股东的持股份额的增加并不能改善公司绩效,提升公司价值。而制衡股东的数量的增加,也不能够提升公司绩效。前文提出的假设 2、4 没有得到肯定。 X_3 的回归系数通过了显著性检验,但其回归系数为正值,即公司第一、二大股东的持股份额差与公司绩效成正相关关系,支持了本文假设 3。即表示第一、二大股东持股份额相差越多,公司绩效水平越高。从内生性模型的结果来看,一方面证明股权结构和公司绩效的相互作用是存在的,同时第二大股东持股比例(X_1)和制衡股东个数(X_2)的系数并不显著,只有第一、二大股东持股比例差(X_3)的作用是显著的,这与基础模型的结果基本一致。

三个控制变量的回归结果与同类文章的结果答题一致, G 和 S 均通过显著性检验,而财务杠杆并未通过显著性检验。其中, S 即公司规模回归系数为负,表示总资产收益率与公司规模是负相关的。表

Table 1. Hypothesis test of ownership share ratio

表 1. 股权占比假设检验

	X1	N	均值	标准差	标准误差均值	
Y	大于等于 10%	43	20.0832%	18.2698%	2.7861	
	小于 10%	19	43.6835%	55.2661%	12.6789	
方差 Levene 检验			均值 t 检验			
		F	Sig.	t	df	Sig.
Y	假设方差相等	7.787	0.007	-2.526	60	0.014
	假设方差不等			-1.818		

Table 2. Regression results
表 2. 回归结果

模型	OLS		2SLS		
	Y	Y	X ₁	X ₂	X ₃
常量	76.009*** (0.000)	70.055*** (0.004)	1.478*** (0.000)	3.235*** (0.000)	1.221*** (0.000)
Y			1.272 (0.061)	0.985 (0.105)	0.535** (0.002)
X1	0.307 (0.489)	0.287 (0.687)		-0.831 (0.176)	-0.062 (0.013)
X2	-1.241 (0.805)	-1.290 (0.248)	-0.062** (0.006)		0.296 (0.030)
X3	0.431** (0.037)	0.811 (0.004)	0.296** (0.013)	-1.653** (0.011)	
S	-8.755*** (0.000)	-6.293 (0.000)	-3.209 (0.329)	4.562 (0.301)	-3.209 (0.329)
G	4.645** (0.029)	3.105 (0.030)	2.342** (0.018)	-3.212** (0.012)	2.342** (0.018)
L	-8.847 (0.660)	-9.059 (0.510)	-5.132** (0.029)	5.325** (0.031)	-5.132** (0.029)
IS		1.959** (0.001)	0.876 (0.831)	0.963 (0.532)	0.876 (0.082)
IY		-0.013*** (0.000)	-0.020*** (0.001)	0.021*** (0.000)	-0.020*** (0.000)
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj-R ²	0.237	0.151	0.013	0.291	0.059

示公司规模越大，其利润率越低，反而是资本量较小的公司更加灵活，能够取得更高的收益率。而 G 代表的公司成长性的回归系数为正，表示其与公司总资产收益率正向相关，公司的成长性越好，其公司绩效水平越高。经分析，我们认为其原因在于：若公司内存在制衡股权结构，有多个大股东对公司决策同时存在较强的影响力，当大股东间存在利益冲突或产生纠纷时，则大股东间的相互制约将会导致公司内部决策效率降低，错失机会，影响公司业绩。金融、保险业公司则是公司规模越小，公司运营越灵活，能够取得更高的收益率。公司规模越大，其投资越加分散，而小规模企业只能够将其业务专注于相对少量的业务，而此业务若能够有较高回报，则收益率将会很高。

5. 结论与展望

本文对我国金融、保险行业上市公司其股权结构对公司绩效的影响进行了研究，实证结果表明在我国金融、保险行业的上市公司里，第二大股东持股比例不超过 10% 的公司绩效水平显著优于第二大股东持股比超过 10% 的上市公司，且第一大股东与第二大股东持股比例差距越大，公司绩效水平越高，反之越低，即该差额对公司绩效水平起正效用。这说明在金融、保险行业中，第一大股东“一股独大”更有利于提升公司整体绩效水平，而若出现制衡股东则会使绩效水平降低。第一大股东对公司持有绝对优势比例的股票，有助于提高其对公司整体的掌控能力，更大程度地控制与影响公司的运营与决策。有利于公司战略层面的同一与执行，有利于公司绩效水平的提高。因此，本文的研究结论对我国金融、保险行业的公司治理具有积极的参考意义，有助于其优化股权结构设计，从而提高公司绩效水平。

参考文献

- [1] Berle, A. and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- [2] Randall, M., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1988) Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, **20**, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- [3] McConnell, J.J. and Servaes, H. (1990) Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, **27**, 595-612. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90069-C](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90069-C)
- [4] Stijn, C., Djankov, S., Fan, J.P.H. and Lang, L.H.P. (2002) Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, **57**, 2741-2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- [5] Bae, K.-H., Baek, J.-S., Kang, J.-K. and Liu, W.-L. (2012) Do Controlling Shareholders' Expropriation Incentives Imply a Link between Corporate Governance and Firm Value? *Journal of Financial Economics*, **105**, 412-435. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.02.007>
- [6] Lehmann, E. and Weigand, J. (2000) Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and the Market for Corporate Control in Germany. *European Finance Review*, **4**, 157-195. <https://doi.org/10.1023/A:1009896709767>
- [7] Lemmon, M.L. and Lins, K.V. (2003) Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *Journal of Finance*, **58**, 1445-1468. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00573>
- [8] Marco, P. and Roell, A. (1998) The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs Monitoring and the Decision to Go Public. *Quarterly Journal of Economics*, **113**, 187-226. <https://doi.org/10.1162/003355398555568>
- [9] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司股权结构与绩效[J]. 改革, 1999(3): 17-28.
- [10] 厉以宁. “多股制衡”有利于改善公司治理结构[J]. 经贸导刊, 2001(12): 21.
- [11] 黄渝祥, 孙艳, 等. 股权制衡与公司治理研究[J]. 同济大学学报, 2003(9).
- [12] 朱红军, 汪辉. “股权制衡”可以改善公司治理吗? [J] 管理世界, 2004(10): 114-123.
- [13] Chen, L., Ma, Y., Malatesta, P. and Xuan, Y.H. (2011) Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, **100**, 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.012>
- [14] Petersen, M.A. (2009) Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies*, **22**, 435-480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>
- [15] Hausman, J.A. (1978) Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, **46**, 1251-1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>

知网检索的两种方式:

1. 打开知网页面 <http://kns.cnki.net/kns/brief/result.aspx?dbPrefix=WWJD>
下拉列表框选择: [ISSN], 输入期刊 ISSN: 2165-638X, 即可查询
2. 打开知网首页 <http://cnki.net/>
左侧“国际文献总库”进入, 输入文章标题, 即可查询

投稿请点击: <http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱: etw@hanspub.org