

Research on the Influence of Equity Concentration and Balance on the Viability of Enterprises

—Based on the Perspective of Enterprise Growth and Maturity

Yuanyuan Wang¹, Yuanyuan Zhao²

¹China Mobile Communications Group Inner Mongolia Co., Ltd., Tongliao Inner Mongolia

²School of Economics and Management, Inner Mongolia University, Hohhot Inner Mongolia

Email: xiemaohua@imu.edu.cn

Received: Jun. 4th, 2018; accepted: Jun. 18th, 2018; published: Jun. 25th, 2018

Abstract

The ownership structure of corporate governance, performance and the influence of the survival ability has always been a hot topic of the academic discussion, and gradually formed two perspectives: The monitor hypothesis and the occupation hypothesis. The monitor hypothesis that a certain degree of equity concentration is more advantageous to incentive equity shareholders of the agent of supervision, improves the efficiency of decision making, prompting the enterprise benefit and viability for further ascension. The “occupying occupation hypothesis” holds that the ownership of the stock is concentrated, and it is easy for large shareholders to infringe on the interests of the minority shareholders, and it is also not conducive to the improvement of corporate governance and survivability. This article adopts an empirical research method and uses the financial data of manufacturing companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2013 to 2015 as a sample. Based on the perspective of the company’s life cycle and performance in different competitive environments of the growth and maturity period, this paper establishes a multivariate regression model to conduct data analysis and empirical test, and analyzes the influence of the concentration and balance of listed companies on the viability of the company in the stages of growth and maturity. The study finds that there is a positive correlation between equity concentration of companies in growth companies and their viability, while a U-shaped correlation between the concentration of company ownership and its viability in mature companies; there is an inverted U-shaped relationship between ownership balance degree and its viability. The paper puts forward that the company should consider the phenomenon of ownership concentration, the degree of ownership balance of the company, and the policy Suggestions of the company to match the related resources in different life cycle stages.

Keywords

Ownership Concentration, Ownership Balance, Viability, Growth Period, Maturity Period

股权集中与制衡对企业生存能力影响研究

—基于企业成长期和成熟期视角

王媛媛¹, 赵圆圆²

¹中国移动通信集团内蒙古有限公司, 内蒙古 通辽

²内蒙古大学经济管理学院, 内蒙古 呼和浩特

Email: xiemaohua@imu.edu.cn

收稿日期: 2018年6月4日; 录用日期: 2018年6月18日; 发布日期: 2018年6月25日

摘要

股权结构对公司治理、绩效与生存能力的影响一直是学术界讨论的热门话题, 其争论的结果逐渐形成了“监控假说”和“侵占假说”两种观点。“监控假说”认为一定程度的股权集中更有利于激励持股股东对代理人的监督, 提高决策效率, 进而促使企业效益与生存能力获得进一步的提升; 而“侵占假说”则认为股权集中, 大股东容易侵占小股东的利益, 不利企业治理以及生存能力的提升。采用实证研究的方法, 以2013至2015年沪、深上市的制造业企业财务数据为样本, 基于企业生命周期的视角, 特别是在成长期、成熟期公司面对不同的竞争环境表现出来的特征为依据, 建立相应的多元回归模型, 进行数据分析与实证检验, 分析上市公司在成长期、成熟期两阶段内股权集中与制衡对企业生存能力的影响。研究发现, 成长期公司股权集中度和其生存能力间存在正相关, 而成熟期公司股权集中度和其生存能力间存在U型相关; 股权制衡度和其生存能力之间存在着倒U型关系。提出了公司应当辩证的看待股权集中的现象、公司的股权制衡度要适当、公司在不同生命周期阶段需匹配相关资源的政策建议。

关键词

股权集中, 股权制衡, 生存能力, 成长期, 成熟期

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. 研究意义

股权结构对公司治理、绩效的影响一直存在不一样的观点, 这两种观点逐渐演变成了“监控假说”和“侵占假说”。“监控假说”认为一定程度的股权集中更有利于激励持股股东对代理人的监督, 进而促使企业效益获得进一步的提升。Berle 与 Means (1932)作为在研究股权结构和绩效关系上的第一人, 其研究结果表明, 如果业务层、管理层人员不持有公司的任何股票, 再加上公司所有权结构较分散, 结果将导致公司内部经理人员难以受到激励为达成最好业绩而进自己最大的努力[1]; Shleifer 和 Vishny (1986)认为, 所有权结构越集中, 企业监督措施越可能实现较高的企业价值, 另外股权集中度愈高, 在资本市场上进行收购以及重组越容易[2]; Levy (1983) [3], Claessens (1997) [4]在研究中从收集到的东亚数据分析出, 大于 60%公司中最大股东持股率较高, 另外, 所有制结构越集中, 就越能够高效地提高企业绩效;

陶文杰、金占明(2015)在近几年的研究中选择了社会责任这一变量,来分析其对绩效的影响,认为当公司内部的所有权集中在一起的时候,经验丰富、知识渊博的领导者可以更高效的利用社会责任来实现最大的股东利益[5]。“侵占假说”则认为股权集中对于企业治理以及绩效提升是有非常不利影响的。Burkart (2015)的研究表明,股权结构越集中公司价值越低下、大股东独断专行情况越普遍,从而容易导致经营层人员工作积极性打折扣,绩效难以大幅度提升[6];王晓薇(2004)通过主成分分析法发现第一大股东控股程度过高对于公司价值的上升有非常不利的影响[7];李占雷和吴斯(2010)用 2004 至 2008 年度中小板上市企业经营数据为样本,采用净资产收益率、每股收益率和总资产周转率等指标来测算公司总体发展程度,结论表明股权集中度和绩效呈负相关[8]。上述研究之所以存在争论,我们认为主要是没有从企业生命周期角度去思考。事实上处于不同生命周期阶段的公司所面对的主要矛盾更是完全不一样,因此在不同阶段中产生的代理问题的解决就需要从各个不同的角度思考。本文对生命周期阶段划分后公司股权结构特征以及公司应当如何选择合适的股权结构做出了相应的分析,有助于阐明中国上市公司在成长期、成熟期股权结构特征,研究处于各个阶段的上市公司其股权结构与生存能力之间的关系,以期能丰富相关理论以及得出一些可靠的建议。

2. 理论分析与研究假设提出

企业生命周期理论被提出以来,相关的研究就层出不穷,众多学者也将其运用到各方面的研究中,至今企业生命周期理论已形成了一套相对完整的体系。Adizes (1988)于其创作的《企业生命周期》一书内,采用定性的方式把生命周期分割成 10 个部分,总结出一系列可以影响公司成长能力的相关因素[9];Davi 等(2013)研究探索了关于现金流量和生命周期的关联,将现金流作为主要依据进行划分[10];李业(2000)则从销售收入角度进行了深入细致的分析研究,将具体的划分方式进行进一步修改,研究表示企业的生命周期并不仅仅有着各个生命周期的有序更迭,同时生命周期还有双峰型、扇贝型等诸多类型[11];栾海波(2013)在研究了众学者对于生命周期的不同划分模式,概括为以下三大类,研究中采用大量数学方法进行定量研究,建立出一系列研究模型,结论表示依照当前市场情况、行业情况等具体的划分更为准确[12]。

成长期公司的发展速度最快,外部资源需求量越来越大,内部制度规章也需要更快的完善,这时较为集中的股权将对公司的发展有极大的促进作用,不仅提高了各项业务决策效率,并且大大减少了所谓的代理成本(Driffield, Mahambarc, 2006) [13]。另外,从激励的角度分析,股权之间的相互制衡会在飞速发展的环境下显得更为不利,股权所造成的种种限制将会使得公司内部斗争加剧,对于其积极性的影响也是不容小觑(Chen Zhilan, Stouraitis, 2004) [14]。在公司逐渐从成长期迈入成熟期的发展中,其内部股权结果也将随之产生一定的变化,大多数公司的股东数目会急速增加,公司开始寻求多元化经营,将优势产品、服务保持的同时寻求新的发展。随着公司在市场上的声望上升,其竞争压力将逐渐下降,其发展的中心将逐步转变为优化资源配置等公司内部事宜(邓辉, 2008) [15]。基于以上理论分析,提出以下假设:

假设 1: 成长期公司股权集中度和其生存能力呈正相关。

假设 2: 成长期公司股权制衡度和其生存能力呈负相关。

成熟期公司发展速度渐缓,对于外界环境的适应程度有所增加,股东的身份变得更加多样,这时所有权、经营权的分离对公司的发展来说就显得尤为重要(黄渝祥等, 2003) [16]。这一状况下股权的分散会给公司带来更多的资源,且股东之间的相互制衡会为公司节省一大笔的代理成本(Mahmut Y 等, 2007) [17]。而成熟期的股权集中则会导致公司内部决策的不公平、不客观现象频发,大股东在决策时往往都将选择利己的一方而因此不顾及、甚至损害中小股东的权益,这时的股权集中不能为公司带来稳定发展的动力。基于以上理论分析,提出以下假设:

假设 3: 成熟期公司股权集中度和其生存能力呈负相关。

假设 4: 成熟期公司股权制衡度和其生存能力呈正相关。

3. 研究设计

3.1. 样本选择

David、Denies (1999)从代理理论、产权和阶级出发阐述了企业绩效与内部具有的组织结构之间联系, 研究中表示: 股权结构在公司发展过程中所造成的影响程度更多的与其所处行业有着直接的联系, 比如行业的制度背景、行业规模、发展速度等[18]。David 和 Denies 所提出的“企业治理理论变革”指的是每个行业都有着自身不同于其余行业的性质, 在研究中要根据行业的不同性质特征来对股权结构进行分析, 而不能一概而论。

基于上述理论, 本文在进行相关研究数据选取时选择了制造业行业作为数据源, 具体原因如下: 首先, 每个行业由于其具有的性质各异, 因而往往公司内部具有的股权结构也各不相同, 研究股权结构和企业生存能力二者间联系的时候, 需特别注意各行业性质不同多带来的诸多方面影响。为了避免行业混杂而带来的难以得出结论这一问题, 在本位的研究中数据来源仅采用某一个行业是合理的。其次, 就上市公司的行业分布中处于制造业行业的约有 60%, 且其股权结构相对而言更加丰富、多样, 在整体研究起来更加能够反映股权结构对生存能力的影响程度, 且对其他行业的研究亦有一定的参考价值。

研究的数据来源选定于 2013 年已在上海以及深圳上市的集团, 数据指标跨度定为 2013 年至 2015 年度, 所采样的公司均来自于 CSRS 行业分类代码 C, 具体研究所使用到的指标来自 CSMAR 数据库。

研究所用到的数据指标筛选时通过了如下几个标准的过滤:

第一, 在全部样本指标中剔除 ST 公司, 即剔除处于衰退期的公司; 第二, 剩余样本中剔除财务指标不完整的公司; 第三, 将其中极端样本进行详细地筛选并剔除。

样本处理完后, 依照三年间的现金流量指标来将公司的生命周期进行分类, 具体标准如表 1 所示。

为了防止某一年企业经营状况异于平常, 在对公司进行划分阶段的时候, 采取三年指标检验综合判定来确定其属于哪一个阶段。以上处理分类过后, 成长期企业共有 434 家, 而成熟期企业则共有 60 家。

3.2. 变量选择

1) 股权结构变量选择

股权集中度指标, 指的是公司的持股比例是集中还是分散的量化指标, 主要来衡量股权的分布状况。目前对于该指标的运用, 大多数学者采用第一大股东持股比例和赫芬达尔指数。第一大股东持股比例 CR_n 表示持股比例由大到小前 n 个股东持股量占总股票数量的比例。赫芬达尔指数 H_n 表示持股比例由小到大前 n 个股东持股比例的平方和。因而在后面实证分析中我们所用到的指标包括 CR_1 和 H_5 。

股权制衡度指标, 指的是公司内部中小股东对大股东权利上的约束度。目前对于该指标的运用, 大多数学者选择 Z_n , 即第二大股东到第 N 大股东持股比例之和与第一大股东的比值, 该指标所计算出的结果就直接显示出股权制衡度的高低, 数值越大约束程度越高。在后面实证分析中我们所用到的指标是 Z_{10} , 且需要利于数据处理, 因而我们将 Z_{10} 重新定义成: 第一大股东持股比例/第二大股东至第十大股东持股比例之和。

2) 企业生存能力变量选择

企业生存能力指标确立的过程借鉴了金碚(2001)创立了公司竞争力评测模型[19], 选取了九个影响因素来定义企业生存能力指标, 其中包括了短期偿债力 F_1 、长期偿债力 F_2 、企业规模 F_3 、企业资本规模

F₄、市场认可度 F₅、生存能力 F₆、长期资本利用率 F₇、盈利能力 F₈ 以及债务处理能力 F₉。

表 2 八个评价指标所构成体系将依托于上述分析中设定的九个因素, 对生存能力进行合理的度量, 计算出的各因子成分得分和贡献率如表 3、表 4。

Table 1. Cash flow criteria for dividing the life cycle of an enterprise

表 1. 划分企业生命周期的现金流量标准

	投资现金流净额	筹资现金流净额
成长期企业	-	+
成熟期企业	+	-

Table 2. Evaluation system for survivability indicators

表 2. 生存能力指标评价体系

一级维度	二级维度	含义
抗风险能力	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	产权比率	负债总额/股东权益
规模	营业收入	
	净利润	利润总额×(1-所得税率)
成长能力	营业收入增长率	(本年营业收入-本年初营业收入)/本年初营业收入
盈利能力	净资产收益率	税后利润/所有者权益
营运能力	存货周转率	销货成本/平均存货余额
	总资产周转率	销售收入/总资产

Table 3. Component score coefficient matrix

表 3. 成分得分系数矩阵

原始指标	成分								
	F ₁	F ₂	F ₃	F ₄	F ₅	F ₆	F ₇	F ₈	F ₉
流动比率	-0.0270	0.0230	-0.0320	-0.0050	0.4640	-0.0020	0.0180	-0.0130	-0.0020
产权比率	0.0530	-0.0130	0.0270	-0.0020	-0.0580	0.0310	0.1440	-0.1290	-0.7370
营业收入	-0.0790	0.0370	-0.0260	0.3490	-0.0210	0.0200	0.1410	0.0530	-0.0030
净利润	0.0550	-0.0320	-0.0290	0.0810	0.0050	0.0160	-0.0450	-0.0050	0.0100
营业收入增长率	0.0240	0.2640	0.0750	-0.0490	-0.0280	-0.0400	0.0860	0.7300	0.1390
净资产收益率	0.3620	0.0540	-0.0800	-0.1670	-0.0640	-0.0220	0.1070	0.1110	-0.0560
存货周转率	0.0270	0.0050	0.0100	-0.0320	0.0970	-0.0700	0.4570	0.0060	-0.0500
总资产周转率	-0.0250	-0.0870	0.0060	0.1880	-0.0090	0.1150	0.4180	0.0040	0.0580

Table 4. Factor contribution rate

表 4. 因子贡献率

	F ₁	F ₂	F ₃	F ₄	F ₅	F ₆	F ₇	F ₈	F ₉
贡献率	12.00%	11.40%	11.20%	8.80%	8.40%	5.80%	5.70%	4.10%	4.10%
累计贡献率	12.00%	23.40%	34.60%	43.40%	51.80%	57.60%	63.30%	67.40%	71.50%

由以上九个影响因素综合分析, 为各个上市公司在 2013 到 2015 年度的生存能力做出一个分数的评定, 记为 Score, 意在评价公司的综合生存实力, 分数与生存能力成正相关关系:

$$\text{Score} = \sum_{i=1}^9 b_i F_i$$

3) 控制变量

资产规模 $\ln A$, 公司的资产规模将用资产总额的对数来作评价, 意在为实证的结果增添可靠性, 抵消一些由于公司本身经营规模大小的不同所带来的干扰因素。资产负债率 LEV, 公司的资产负债率将用总负债除以总资产来作评价。

3.3. 研究模型

根据前文所作出的几点假设与各个变量的选取, 建立如下模型来分析股权结构对企业生存能力的影响:

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{H}_5 + \beta_4 \text{Z}_{10} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \ln A + \varepsilon$$

由于股权集中度、股权制衡度对企业生存能力的影响分为线性、U 形, 因此还设定以下两个模型分别进行检验。

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{CR}_1^2 + \beta_4 \text{H}_5 + \beta_5 \text{Z}_{10} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \ln A + \varepsilon$$

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{Z}_{10}^2 + \beta_4 \text{Z}_{10} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \ln A + \varepsilon$$

4. 实证结果

4.1. 描述性统计

样本数据的描述性统计状况如下表 5、表 6 所示。

Table 5. Descriptive statistics of various variables in growth enterprises

表 5. 成长期企业各变量的描述性统计

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
Score	0.098	0.895	0.7494	0.3883	0.1012
CR ₁	0.3619	0.356	0.8523	0.0502	0.1446
H ₅	0.1672	0.1479	0.7264	0.0086	0.1154
Z ₁₀	4.6657	1.9894	118.37	0.2242	9.091
LEV	0.5083	0.5134	0.8865	0.0715	0.1735
lnA	21.986	21.862	26.156	19.178	1.1863

Table 6. Descriptive statistics of various variables in mature enterprises

表 6. 成熟期企业各变量的描述性统计

变量	均值	中值	最大值	最小值	标准差
Score	0.1082	0.0754	0.8092	0.3447	0.1525
CR ₁	0.3358	0.3167	0.7488	0.0514	0.1598
H ₅	0.1498	0.1115	0.5668	0.0047	0.1274
Z ₁₀	5.2441	2.3838	24.766	0.4561	6.1912
LEV	0.4264	0.418	0.9345	0.0781	0.1968
lnA	21.378	21.257	23.17	19.873	0.7151

1) 各生命周期阶段的生存能力分析

根据表 3、表 4 中数据分析, 成长期阶段企业生存能力得分是 0.0980, 成熟期阶段企业生存能力得分是 0.1082, 成熟期阶段企业生存能力标准差是 0.1525, 成长期阶段企业生存能力的标准差是 0.1012。因此我们发现, 成熟期阶段企业所具备的生存能力要略胜于成长期阶段, 然而其生存能力差异度则要大于成长期阶段。产生上述现象的原因主要在于成长阶段中, 其销售额增长相对快, 但是可能由于其基数过小, 导致具体增长的数额则可能相对较少, 因而其生存能力得分就可能相对较低。

2) 不同生命周期企业股权集中度和股权制衡度比较

首先从股权集中度方面进行分析, 依照表 3、表 4 中所显示的数据来看, 位于成熟期阶段的企业 CR_1 均值是 0.3358, 标准差是 0.1598; H_5 均值是 0.1498, 标准差是 0.1274。位于成长期阶段企业 CR_1 均值是 0.3619, 标准差是 0.1466 H_5 的均值是 0.1672, 标准差是 0.1154。因此我们发现成长期阶段企业股权集中度总体上来看要高于成熟期企业, 这个现象是由于成长期阶段所需要承担的财务风险、市场风险等外部因素均大于成熟期阶段, 正是由于其外界环境变化较为丰富, 想要在长时间内能够持续的发展, 就需要处于成长期阶段公司进一步加强业务管理, 保证工作的效率和效果, 在股东大会决议时需要快速、果断, 因而就需要投票权等权力集中起来, 也就呈现出了高度的股权集中这一特征。成熟期阶段的公司在发展过程中需要更多的资金支持、技术支持等等, 在这些环节上均需要外部资源的注入, 公司往往会选择将股权分散一部分以获取更多的外部支持, 因而其股权集中程度要相对而言弱一些。

其次分析股权制衡度方面, 依照表 3 与表 4, 首先, 成长期阶段企业 Z_{10} 均值要大于成熟期阶段的, 这一结果与之前所做的预期正好相反, 预测中我们认为成长期阶段的股权制衡程度应当较低, 这可能是由于在之前的预判中对于第一大股东的行为预测失误, 预测时认为各个股东之间应当是独立的行为人, 而在实际的公司管理中很可能出现的是第一大股东与其他大股东之间是行为串联的, 也就是一致行动人, 这就直接导致对于股权制衡程度的预判是存在一定误差的。其次, 成熟期阶段公司 Z_{10} 的标准差小于成长期阶段公司, Z_{10} 的最大值和最小值差异上, 成长期阶段公司则要高很多。这一现象表示, 成熟期阶段上股权制衡程度的波动相对而言较小, 即表示公司在一步步发展、壮大的过程中, 相应的制度约束会越来越多, 管理结构体系的合理性也越来越强, 在加上外部资源的引入, 大股东们手上的权力也就随之变小。

4.2 相关性分析

完成回归检验之前, 首先对解释变量和控制变量进行了相关性分析, 变量间的相关关系如表 7、表 8 所示。

根据表 7、表 8 所显示的结果分析发现, 第一大股东持股比例 CR_1 与前五大股东持股比例的平方和 H_5 的相关性较高, 所以在之后的实证检验过程中不应当在一个方程中同时选用这两个指标。而解释变量和控制变量间不存在显著的相关性, 因而可以于同一个方程中选用。

Table 7. Correlation analysis of explanatory variables and control variables for growth companies

表 7. 成长期企业解释变量、控制变量相关性分析

	CR_1	H_5	Z_{10}	LEV	lnA
CR_1	1				
H_5	0.9580***	1			
Z_{10}	0.4450***	0.4580***	1		
LEV	0.071	0.142	-0.078	1	
lnA	0.032	0.13	-0.078	0.2270*	1

注: *, **, *** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平下显著, 双尾检验。

4.3. 假设结果检验

4.3.1. 成长期制造业上市公司股权结构与公司生存能力的实证分析

1) 模型回归

第一次回归, 使用模型:

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{H}_5 + \beta_4 \text{Z}_{10} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \ln A + \varepsilon$$

由于 CR_1 和 H_5 二者之间存在着很强的相关关系, 因而在描述股权集中度指标上选择 CR_1 , 结果如下表 9。

第二次回归, 之前的分析中表示股权结构与生存能力之间存在 U 型相关关系, 因而选择使用模型:

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{CR}_1^2 + \beta_4 \text{H}_5 + \beta_5 \text{Z}_{10} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \ln A + \varepsilon$$

使用该模型进行分析, 主要目的在于发现股权集中度与企业生存能力二者之间是否有二次相关关系, 结果如表 10。

第三次回归(表 11), 使用模型:

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{Z}_{10}^2 + \beta_4 \text{Z}_{10} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \ln A + \varepsilon$$

2) 模型检验结果

2.1. 拟合优度检验: 上述三次检验结果显示 Adjusted R^2 数值始终较低, 未能达到显著水平。这一现象表示成长期企业内部的股权结构仍不能很好的解释生存能力指标, 依然存在着部分显著影响的因子在建立模型时被忽视。

Table 8. Correlation analysis of interpretive and control variables in mature enterprises

表 8. 成熟期企业解释变量、控制变量相关性分析

	CR_1	H_5	Z_{10}	LEV	$\ln A$
CR_1	1				
H_5	0.955***	1			
Z_{10}	0.491***	0.436***	1		
LEV	0.099**	0.089*	0.181***	1	
$\ln A$	0.191***	0.231***	0.203***	0.486***	1

注: *, **, *** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平下显著, 双尾检验。

Table 9. First return of growth companies

表 9. 成长期企业第一次回归

变量名	回归系数	T 值
CR_1	0.142218	3.617601***
Z_{10}	-0.00255	-4.209199***
LEV	-0.042752	-1.351072
$\ln A$	0.016145	3.424564***
Adjusted R^2	0.174382	
Chi square	0.189346	
F-statistic	5.97079	
Obs. No.	434	

注: *, **, *** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平下显著, 双尾检验。

Table 10. Second return of growth companies
表 10. 成长期企业第二次回归

变量名	回归系数	T 值
CR ₁	0.007131	0.050036
CR ₁ ²	0.20745	1.104807
Z ₁₀	-0.003019	-4.436316***
LEV	-0.05178	-1.660863
lnA	0.014661	3.079177***
Adjusted R ²	0.169957	
Chi square	0.184992	
F-statistic	5.652811	
Obs. No.	434	

注: *, **, ***分别代表在 10%、5%和 1%的水平下显著, 双尾检验。

Table 11. The third return of growth enterprises
表 11. 成长期企业第三次回归

变量名	回归系数	T 值
CR ₁	0.001869	4.502378***
Z ₁₀	-0.006036	-4.733171***
Z ₁₀ ²	0.0000412	3.097358***
LEV	0.015462	3.308785***
lnA	-0.031193	-0.988683
Adjusted R ²	0.192685	
Chi square	0.209448	
F-statistic	6.529036	
Obs. No.	434	

注: *, **, ***分别代表在 10%、5%和 1%的水平下显著, 双尾检验。

2.2. 股权集中度: 上述的第一次及第三次的检验结果中, CR₁ 都是在 1%的水平下显著, 因而表示了成长期企业股权集中度与其生存能力间呈现显著的正相关关系, 即成长期的企业股权越集中其生存能力就越好。而在第二次回归的结果中 CR₁ 并未通过 1%的显著水平的检验, 这一结果表示在 U 型模型下, 股权集中度指标是不显著的。

2.3. 股权制衡度: 在上述的三次检验中, Z₁₀ 均通过了显著水平为 1%的检验, 并且在 U 型模型中, 股权制衡度与其生存能力也是相关的。结合股权集中度的检验结果来看, 虽然检验结果表示股权越集中生存能力越强, 但由于股权制衡度指标通过了 U 型检验, 股权集中度数值也是要在特定范围内的。总体而言, 在股东能够相互之间形成一种制衡关系, 但制衡的关系又不过度的时候, 企业生存能力将达到最高点。

4.3.2. 成熟期制造业股权结构与生存能力的实证分析

1) 模型回归

第一次回归, 使用模型:

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{H}_5 + \beta_4 \text{Z}_{10} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \ln A + \varepsilon$$

和上述成长期检验一样, 由于 CR_1 和 H_5 二者之间存在着很强的相关关系, 因而在描述股权集中度指标上选择 CR_1 , 结果如下表 12。

第二次回归, 之前的分析中表示股权结构与生存能力之间存在 U 型相关关系, 因而选择使用模型:

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{CR}_1^2 + \beta_4 \text{H}_5 + \beta_5 \text{Z}_{10} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \ln A + \varepsilon$$

使用该模型进行分析, 主要目的在于发现股权集中度与企业生存能力二者之间是否有二次相关关系, 结果如下表 13。

另外使用模型:

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{CR}_1^2 + \beta_4 \text{Z}_{10}^2 + \beta_5 \text{Z}_{10} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \ln A + \varepsilon$$

同前一模型目的一样, 为了判断股权制衡度与生存能力二者之间是否存在 U 型相关关系(表 14)。

第三次回归(表 15), 使用模型:

$$\text{Score} = \beta_1 + \beta_2 \text{CR}_1 + \beta_3 \text{Z}_{10}^2 + \beta_4 \text{Z}_{10} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \ln A + \varepsilon$$

2) 模型检验结果

2.1. 拟合优度检验: 上述几次检验的 Adjusted R^2 的数值依然较小, 也就是说在上述模型下对于成熟

Table 12. First returns of mature companies

表 12. 成熟期企业第一次回归

变量名	回归系数	T 值
CR_1	0.003817	2.288283***
Z_{10}	-0.006285	-1.558344
LEV	0.063723	0.623097
$\ln A$	0.030056	1.066362
Adjusted R^2	0.19292	
Chi square	0.200539	
F-statistic	1.863407	
Obs. No.	60	

注: *, **, ***分别代表在 10%、5%和 1%的水平下显著, 双尾检验。

Table 13. Second return of mature companies

表 13. 成熟期企业第二次回归

变量名	回归系数	T 值
CR_1	-0.797463	-1.739114*
CR_1^2	1.715592	2.788772***
Z_{10}	-0.00886	-2.338865**
Adjusted R^2	0.195889	
Chi square	0.277663	
F-statistic	3.395499	
Obs. No.	60	

注: *, **, ***分别代表在 10%、5%和 1%的水平下显著, 双尾检验。

Table 14. Second return of mature companies
表 14. 成熟期企业第二次回归

变量名	回归系数	T 值
CR_1	-0.003052	-0.598292
CR_1^2	0.00011	1.614133
Z_{10}	-0.030156	-2.846475***
Z_{10}^2	0.001023	2.197498**
LEV	0.050621	0.526603
lnA	0.022629	0.814318
Adjusted R ²	0.226467	
Chi square	0.344464	
F-statistic	2.919269	
Obs. No.	60	

注: *, **, ***分别代表在 10%、5%和 1%的水平下显著, 双尾检验。

Table 15. Results of the third regression of mature companies
表 15. 成熟期企业第三次回归结果

变量名	回归系数	T 值
CR_1	-0.711418	-1.461514
CR_1^2	1.561080	2.360603**
Z_{10}	-0.008269	-2.124110***
LEV	0.033766	0.346869
lnA	0.013246	0.482520
Adjusted R ²	0.181235	
Chi square	0.278376	
F-statistic	2.865672	
Obs. No.	60	

注: *, **, ***分别代表在 10%、5%和 1%的水平下显著, 双尾检验。

期阶段的公司来说, 股权结构仍然不能对于其生存能力做出很大的影响, 依然有其他关键因子在建模时未涉及到。总体来说成熟期的拟合度要好于成长期的, 即在成熟期中其股权结构所造成的影响相对而言要更多, 公司在一步步发展的过程中各种机制间的相互作用逐渐成熟, 因而也就导致了股权结构对生存能力的作用更大。

2.2. 股权集中度: 上述第一次、第二次的检验结果中显示 CR_1 在 1%水平下显著, 第一次回归结果表示成熟期阶段中股权集中度与其生存能力间存在显著正相关关系, 第二次回归结果表示二者间存在 U 型相关关系。

2.3. 股权制衡度: 在上述的三次检验中, Z_{10} 均通过了显著水平为 1%的检验, 并且在 U 型模型中, 股权制衡度与其生存能力也是相关的。结合股权集中度的检验来看, 股权集中度、股权制衡度都与生存能力成 U 型相关, 综合二者来看结果较为相符。

4.4. 稳健性检验

由于企业生存能力不同于股权结构, 尚未有成熟的指标可以对其直接进行衡量, 因而在进行相关变

量确定的过程中就存在指标选取的偶然性, 为避免这种偶然的选择影响整体检验结果, 又对二级维度上涉及到的指标进行了更替, 置换其中几个指标重新进行上述线性、U 型回归检验, 回归数据未产生明显波动, 检验结果与上述结果相同, 表明上述所进行的研究具有稳健性。

5. 结论解释与建议

5.1. 研究结论

实证检验部分首先对于采集到的全部样本数据, 分别对成长期与成熟期样本数据做了分析, 结果表明成长期阶段股权集中度与生存能力间存在正相关, 而成熟期阶段股权集中度与生存能力间存在 U 型相关。因此, 利用生命周期理论来划分模块讨论是合理、有效的。

成长期阶段之所以出现正向相关关系, 主要有如下几个原因。首先, 在成长期公司规模普遍较小, 难以抵抗外界众多势力的压迫, 所承担的外部风险相对而言较大, 因此股权越集中, 对于公司实际管理来说就意味着决策需要征求意见的人数就越少, 仅由少数几个大股东即可完成相应的决策与规划, 这时面对不断变化的外部环境来说, 公司所做出的反映就更为及时, 有利于公司的发展。而成熟期阶段之所以出现 U 型的相关关系, 是因为成熟期里公司普遍处于稳定缓慢增长的状态, 公司规模也逐渐成型并慢慢扩大, 在增长的过程中就需要大量的外部资金支持, 从而会在一定程度上导致股权的分散, 而这时最容易出现的问题就是各个股东对于利益的想法是不同的, 一些股东期望公司尽可能多的增加新项目, 获取更多的利润, 而另一些股东则期望资金的安全性提高, 甚至期望尽早收回投资并获利。这样一来, 在一个限度内, 如若股权集中度越高则这些持股比例较高的股东会期望自己的诉求最先获得满足, 而忽视公司发展的真正方向, 因而会出现的结果往往是股权越集中而生存能力得分越低。超过这一限度后, 股权集中度高到使得公司利益与个人利益重新绑定在了一起, 公司的发展也将为大股东们带来更多的利益, 因此股东又会重视管理、重视决策、重视发展, 因而会出现股权越集中生存能力得分越高。

5.2. 政策建议

上市公司在资本市场中的竞争是相当激烈的, 是否能够经过初创期的迷茫、成长期的历练、成熟期的发展以及衰退期的撤资等都是公司在发展过程中所必须面对的问题, 而各个发展阶段特点不同, 这就需要公司在经营管理中对其股权结构进行适时的调整, 保证其生存能力的稳步提升。因此, 上市公司需要注意以下几点:

5.2.1. 辩证的看待股权集中的现象

结合企业生命周期理论来看, 公司管理者要清楚地分析出公司目前的发展阶段, 并对每个阶段的特点有所了解。比如若公司正在成长期阶段, 那么就需要使得其股权集中度更高一些, 保证在最短时间能做出决策, 在发现问题的同时也能尽快的进行处理, 这时的股权集中度高则企业生存能力强。而在成熟期时, 各股东之间的利益期望是不同的, 如何实现稳定的发展是公司需要解决的最大问题, 这时由于客观原因往往不能达到相对较高的股权集中度, 那么相对分散一点的持股比例也是有利的, 在互相牵制的过程中不会使得公司成为某几个股东的套利工具。

5.2.2. 公司的股权制衡度要适当

公司在股权制衡度的把控方面要有一个度, 不能为了防止股东们之间的利益侵害就一味的牺牲决策的效率, 需要依照行业发展的特点和自身发展的特点来适当配置股权制衡的程度。尤其是在成熟期阶段, 股权制衡度对于保护小股东的利益来说就是必不可少的, 而在成长期则需要控制控股股东对于公司进行过度的盈余管理。公司最重要的是控制股权制衡的程度, 不可让其过高, 以防止在各方力量的制衡之中大量损失效率而错失良机。

参考文献

- [1] Berle, A. and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- [2] Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986) Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, **96**, 461-488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- [3] Levy, J. (1983) The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control. *Economic Journal*, **93**, 351-369.
- [4] Clacssens, S. (1997) Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czczh Republic. Working Paper of the World Bank.
- [5] 陶文杰, 金占明. CEO 权力、企业社会责任和企业绩效的关系[J]. 清华大学学报, 2015(12): 1354-1360.
- [6] Burkart, M. and Lee, S. (2015) Signalling to Dispersed Shareholders and Corporate Control. *The Review of Economic Studies*, **82**, 922-962. <https://doi.org/10.1093/restud/rdv005>
- [7] 王晓巍, 陈逢博. 创业板上市公司股权结构与企业价值[J]. 管理科学, 2014, 27(6): 40-52.
- [8] 李占雷, 吴斯. 股权结构、董事会治理与公司成长性——来自中小企业板的实证研究[J]. 经济与管理, 2010(5): 28-34.
- [9] Adizes, I. (1988) *Corporate Life Cycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do about It*. Prentice Hall Press.
- [10] De Moura Costa, D.R., Chaddad, F. and Azevedo, P.F. (2013) The Determinants of Ownership Structure: Evidence from Brazilian Agricultural Cooperatives. *Agribusiness*, **29**, 39-61.
- [11] 李业. 企业生命周期的修正模型及思考[J]. 南方经济, 2005(2): 47-49.
- [12] 栾海波. 浅析企业产品寿命周期及其阶段判定理论[J]. 现代商业, 2013(36): 153-155.
- [13] Driffield, N., Mahambarc, N.V. and Sarmistha P. (2006) How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Performance? Recent Evidence from East Asia. *Economics and Finance Discussion Paper*, No. 8, 6-23.
- [14] Chen, Z.L., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A. and Wong, A.W.S. (2004) Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, **13**, 431-449.
- [15] 邓辉. 我国上市公司股权集中模式下的股权制衡问题: 兼议大小非解禁带来的股权结构转型契机[J]. 中国法学, 2008(6): 145-154.
- [16] 黄渝祥, 孙艳, 邵颖红, 等. 股权制衡与公司治理研究[J]. 同济大学学报(自然科学版), 2003(9): 1102-1105+1116.
- [17] Mahmut, Y., Catherine, J. and Morrison, P. (2007) Firm Performance and Foreign Direct Investment: Evidence from Transition Economies. *Economics Bulletin*, **15**, 1-11.
- [18] Denis, D.J. and Sarin, A. (1999) Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations. *Journal of Financial Economics*, **52**, 187-223.
- [19] 金碚. 论企业竞争力的性质[J]. 中国工业经济, 2001(10): 5-10.

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: 2169-2572, 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: fia@hanspub.org