

基于我国物流上市公司的股权集中度与公司绩效实证研究

刘正军, 刘丽峰

(湖南工业大学 财经学院, 湖南 株洲 412007)

[摘要] 随着市场经济的发展, 现代物流产业已由末端行业, 逐步发展成为引导生产、促进消费的先导行业。关于物流上市公司的股权结构是否合理、股权集中度与公司绩效的相关性及其对公司绩效所产生的影响等方面的研究, 在提升我国物流业的竞争力上具有很重要的理论价值和实践意义。本文以2009-2011年我国38家物流行业上市公司的股权集中度指标和公司绩效指标进行实证研究, 得出物流上市公司股权集中度与公司绩效是显著正相关关系的实证结论; 公司的资产负债率与公司绩效间具有显著负向关系; 公司的规模同公司绩效间不存在显著相关关系。并基于实证结果提出适度的股权集中度、保护中小股东利益的法律制度、优化公司资本结构、培养多元化投资主体等提高绩效的相关建议。

[关键词] 物流上市公司; 股权集中度; 公司绩效

[中图分类号] F253.9

[文献标识码] A

[文章编号] 1674-117X(2013)06-0025-07

Empirical Study on the Correlations between Ownership Concentration and Corporate Performance of Listed Logistics Companies in China

LIU Zhengjun, LIU Lifeng

(School of Finance and Economics, Hunan University of Technology, Zhuzhou, Hunan, 412007, China)

Abstract: Empirical research is carried out from indicators of ownership concentration and corporate performance of 38 listed logistics companies in China during the period of 2009-2011. The results show that there is a significant positive correlation between ownership concentration and corporate performance; company's debt asset ratio has an obvious negative impact on corporate performance; the scale of enterprise doesn't have a clear effect on corporate performance. According to the empirical results, some suggestions are brought forward to improve the performance of listed logistics company as below: the first one is to optimize ownership concentration; the second one is to strengthen external legal system to protect the interests of minority shareholders; the third one is to optimize company capital structure; the fourth one is to cultivate diversified investors.

Key words: listed logistics company, ownership concentration, corporate performance

随着经济全球化的迅速发展, 一批新兴产业相继涌现, 继降低物质消耗、提高劳动生产率以外的“第三利润源”——现代物流业, 已在世界范围内广

泛兴起, 并成为全球经济发展新的增长点。

物流业是兼融运输业、仓储业、货代业和信息业等为一体的复合型服务产业, 是国民经济的基本

收稿日期: 2013-05-28

作者简介: 刘正军(1964-), 男, 湖南益阳人, 湖南工业大学教授, 硕士生导师, 主要从事会计和审计研究; 刘丽峰(1988-), 女, 湖南益阳人, 湖南工业大学硕士生, 主要从事现代物流运作管理研究。

承载体。随着全球经济和科学技术的高速发展,具有较大资产规模和较强管理水平的物流公司陆续上市,成为我国物流业发展的中坚力量,它们在促进物流产业升级、转变经济发展方式以及增强国民经济竞争力等方面起到了至关重要的作用。目前,我国物流上市公司多由国企改制而成,复杂的历史原因、欠缺的现实条件以及保守的国有企业改革等多层因素影响,促成物流上市公司“一股独大”的股权结构。由此可见,物流上市公司集中的股权结构对公司绩效的影响,是一个亟需解决的课题。

一 文献回顾

学者们从实践出发,分别选取来自各个不同行业的样本公司数据和变量指标,运用不同的研究方法,从多个不同的视角和层面进行研究论证,相继取得了丰富的成果。由于研究对象、衡量指标和研究方法的不同,得到的结论也不尽相同。国内外学者关于上市公司股权集中度与其公司绩效相关性研究的成果存在很大的差异,有正相关、负相关、曲线相关和不相关等四种结论。

国外研究最早开始于 Berle 和 Means^[1](1932)的著作《现代公司和私有产权》,提出了股权分散程度与公司绩效呈负相关的观点。他们认为:股权充分分散时,控制权与所有权分离,削弱了股东对公司管理者的制约能力,管理者便有意牺牲股东利益来满足个人私利的最大化。这意味着股权集中度越高,越有益于公司绩效的提高。1980 年 Grossman 和 Hart^[2]发现,股权结构分散的条件下,单个股东由于不愿付出监督成本,因而缺乏对公司经营管理的积极性。Demsetz 和 Lehn^[3](1985)以 500 多家美国上市公司为样本,通过构建模型研究股权集中度和公司绩效二者的相关性,研究发现股权集中度与公司经营绩效二者间并不存在显著的相关性,且分散的股权结构更有助于公司经营绩效提高。1990 年,McConnell 和 Servaes^[4]的研究表明:股权结构和公司经营绩效间是一种非线性倒 U 型的关系,他们选取了 1000 多家样本公司进行研究,最终发现:公司价值随内部股东持股比例的增加呈现出先升后降的趋势,且比例在 40%~50% 区间时

公司价值达到了最大化。Shleifer 和 Vishny^[5](1997)及 Coffee(1999)认为:股权过于集中时,处于绝对控股地位的大股东易对小股东的权益进行掠夺,从而影响企业绩效的增长。Ekta(2005)研究发现:印度的企业绩效和公司内部人持股权比例间存在显著的曲线关系,且曲线呈现先下降后上升的趋势。2008 年 Santa nuK·Ganguli 的研究结论:股权集中度有助于提高公司经营绩效。

国内学者对股权集中度与公司绩效间的关系也进行了大量的实证研究。许小年和王燕^[7](1997)运用实证分析法,研究了 300 多家中国上市公司股权结构和公司业绩之间的关系,发现股权集中度与企业市值——账面价值之间存在显著的正相关关系:国有股持股比例越高或法人股持股比例越大,公司经营绩效越好;流通股持股比例的增减对公司经营绩效影响不显著。而施东晖^[8](2000)得出相反的研究结论,他认为:股权集中度与公司经营绩效二者呈负相关关系,国有股和流通股持股比例的变动不会显著影响公司经营绩效。刘芍佳^[9](2003)等人的研究打破了传统学者的既定思路,创新性的将股权类型分为国家终极控股和非国有终极控股两类,前者细分为直接和间接两种,并分别研究其对公司经营绩效的影响,研究表明:股权结构和公司经营绩效间存在着密切的关系——国家间接控股上市公司较国家直接控股上市公司经营绩效更好。曹廷求等^[10](2007)比较了在使用中间所有权和终极所有权两种不同计量方法下,不同特征的股权结构、不同性质和级别的终极控制人对公司绩效影响的差异,并进行了内生性检验,研究发现:省级政府和地方级政府控股同公司绩效间存在显著的负向关系。白重恩等(2005)认为,第一大股东持股比例与公司价值呈 U 型负相关关系。徐向艺、张立达^[11](2008)指出:上市公司的后九大股东集中度有助于公司价值的提高,且在第一大股东利益侵害行为方面发挥了积极的制衡作用;但在国有股比重较低的公司中,缺少其他大股东制衡的国有第一大股东更易侵害中小股东的利益。

综上所述,国内外关于股权集中度与公司绩效关系的研究还尚未形成一致观点,甚至出现相互矛

盾的结论。事实上,由于国家、制度、行业、时期和地域等不同,股权集中度与企业绩效之间的关系必然会有所不同,深入研究这些分歧产生的原因,有助于我们更深刻地认识股权结构和公司绩效的关系。

二 研究假设与设计

(一) 研究假设

1. 股权集中度与公司绩效。股权集中度反映了公司全部股东因持股比例的不同所表现出来的股权集中或分散的数理化指标,是股权治理中“量”的体现。

在股权分散的情况下,小股东考虑到成本与效益的匹配,易发生“搭便车”的行为,既缺乏动力也没有能力去监督经理层,从而导致公司绩效低下。随着股权集中度的提高,大股东出于对自身利益的考虑,会加大对公司监管的积极性,因而对公司经理层的控制力也越强,从而减少了经理层的机会主义行为,降低代理成本,增加公司价值。由此可见,适度集中的股权结构模式在我国上市公司治理中具有相对优势,适当的股权集中有利于上市公司经营绩效的增长。

假设之一:物流上市公司股权集中度与公司绩效间存在正相关关系。

2. 资产负债率与公司绩效。资本结构是指企业内部各种资金的构成和比例关系,反映了企业债务与股权之间的比例关系。不同的资本结构体现了各企业利益相关者在进行债务和再融资过程中选择的倾向性,合理的资产负债率能降低公司资本成本,提高公司价值和绩效。

通常,当资产负债率提高时,公司的经营风险会上升。当公司经营状况良好时,财务杠杆发挥税盾效应,公司资本成本减少,公司营业利润增加。但负债比例的增加须在公司正常经营的条件下进行,若在公司经营状况不佳时增加负债比例,财务杠杆的税盾效应将会下降,使公司陷入财务困境,从而经营效率下降。

假设之二:物流上市公司的资产负债率对公司绩效具有影响。

3. 企业规模与公司绩效。很多学者认为:公司规模和资本结构之间存在相关关系。理论上,企业规模与公司绩效关系是正相关的,因为企业规模越大,公司的经营稳健性和抗风险能力越强,银行信誉和商业信用更好,政府在信贷扶持方面的力度也更大,进而公司绩效更优。规模小的公司信息不透明,因而外部投资减少,企业整合资源能力较弱,不利于企业价值和绩效的提高。

假设之三:物流上市公司的规模同公司绩效间存在正相关关系。

(二) 研究设计

1. 样本选取和来源。在经济发展与国家政策支持下,我国物流公司加快了股改上市的步伐,截至2011年底已有67家物流公司相继上市。为避免分析结果出现偏离,本文剔除了连续亏损、业绩过差、上市时间较短以及三年中财务数据不全的物流上市公司,最后选取了38家物流上市公司2009~2011年三年年度财务报告中所披露的财务数据为样本数据进行研究分析,共获得观测数据104个。

本文上市公司年报来自巨潮资讯网,财务指标数据均来自深圳国泰安公司研发的CSMAR中国上市公司数据库。本文所作的所有统计分析都是在EXCEL和统计软件SPSS19.0上完成。

2. 解释变量——股权集中度指标。股权集中度是衡量公司股权稳定性强弱的核心指标。在衡量股权集中度的指标选择上,国内外学者都达成了共识,多选用CR指数、H指数和Z指数。本文沿用前人经验,选取第一大股东持股比例 CR_1 作为衡量我国物流上市公司的股权集中度水平的变量指标。

当 $CR_1 \geq 50\%$ 时,股权高度集中,第一大股东对公司拥有决定性控制权,其他中小股东则处于从属地位;当 $CR_1 \leq 20\%$ 时,股权高度分散,公司所有权和经营权基本完全分离;当 $20\% < CR_1 < 50\%$ 时,股权相对控股,控股大股东对公司监管的积极性高,主导公司的经营管理,进而提高公司绩效。

3. 被解释变量——公司绩效指标。本文选用物流上市公司的综合绩效得分作为被解释变量,定义为F。通常学者们多用ROE、ROA、Tobin'Q等单

一指标来衡量绩效,但这些单一指标只反映公司在过去的经营状况,而不能反映公司的增长潜力。本文为客观、真实、全面、系统地评价物流上市公司的经营绩效,借鉴财政部颁发的企业绩效评价体系,初步选取反映物流上市公司综合绩效的11个财务指标:①每股收益。指本期税后利润与总股本数的比率,是综合反映公司获利能力的重要指标;②净资产收益率。指企业本期净利润与平均净资产的比率,是衡量上市公司盈利能力的重要指标,体现了自有资本获取收益的能力;③总资产收益率。是企业净利润与资产总额的比率,反映了企业总资产能够获得利润的能力;④存货周转率。是企业一定时期主营业务成本与平均存货余额的比率,是企业营运能力分析的重要指标之一;⑤应收账款周转率。指一定时期内营业收入与平均应收账款余额的比率,用来衡量企业应收账款流动程度的指标;

⑥流动资产周转率。是营业收入与平均流动资产余额的比率,反映了全部流动资产的利用效率;⑦速动比率。是指速动资产与流动负债的比率,是衡量企业流动资产中用以立即变现用于偿还流动负债的能力;⑧流动比率。指企业一定时期平均流动资产总额与平均流动资产总额的比值,反映了企业的偿还短期债务的能力;⑨主营业务收入增长率。是本期主营业务收入增长额与年初主营业务收入的比率,反映了公司主营业务收入规模的扩张情况;⑩总资产增长率。是本期总资产增长额同年初总资产的比率,反映了企业本期资产规模的增长情况;资本积累率:是企业本期所有者权益增长额同年初所有者权益的比率,表示企业当年资本的积累能力,是评价企业发展潜力的重要指标。上述11项财务指标的度量单位、表达方式和具体计算方法如下表1所示。

表1 我国物流上市公司绩效综合评价指标体系表

指标名称	变量符号	指标计算公式
每股收益	X1	本期净利润/本期平均总股本
净资产收益率	X2	本期净利润/本期平均净资产
总资产收益率	X3	本期净利润/平均总资产
存货周转率	X4	存货周转率 = 主营业务成本/平均存货余额
应收账款周转率	X5	营业收入/平均应收账款余额
流动资产周转率	X6	营业收入/平均流动资产
速动比率	X7	(流动资产 - 存货)/流动负债
流动比率	X8	流动资产/流动负债
主营业务收入增长率	X9	本期主营业务收入增长额/年初主营业务收入
总资产增长率	X10	本期总资产增长额/年初总资产
资本积累率	X11	本期所有者权益增长额/年初所有者权益

4. 控制变量。为了更确切地描述股权结构变量对公司绩效的影响,本文在参考前人研究成果的同时考虑到我国的物流企业系统效率低、成本高、经营范围小、市场拓展能力弱等特点,选择以下两个变量作为控制变量:(1)财务杠杆 LEV。即资产负债率,表明了公司的资金利用率和存在的财务风险,都对公司绩效产生重要影响。(2)公司规模 SIZE。规模小的物流上市公司其经营稳健性和抗风险能力都比规模大的企业差,因此,公司规模也可能对公司绩效有重大影响。故选取的控制变量如下表2所示:

表2 控制变量

变量名称	变量符号	变量定义
财务杠杆	LEV	负债总额/资产总额
公司规模	SIZE	总资产的自然对数

三 实证分析

(一)物流上市公司综合绩效因子分析

本文采用因子分析法对2009~2011年38家物流上市公司的11个财务指标进行统计分析,最终得出综合绩效得分公式。

运用因子分析法得到变量的解释总方差如表3所示。在表3中前4个公因子解释的累计方差已经达到78.975%,且其特征值大于1,故选取前4个主因子为公因子。由表3可得出主因子F1主要由变量X1、X2、X3确定,表示物流上市公司的盈利

能力;主因子F2主要由变量X9、X10和X11确定,表示物流上市公司的成长能力;主因子F3主要由变量X7、X8确定,表示物流上市公司的偿债能力;主因子F4主要由变量X4、X5和X6确定,表示物流上市公司的营运能力。

表3 我国物流上市公司绩效因子分析

变量	因子负荷量			
	因子1	因子2	因子3	因子4
X1 每股收益	0.945			
X2 净资产收益率	0.885			
X3 总资产收益率	0.891			
X4 存货周转率				-0.545
X5 应收账款周转率				0.753
X6 流动资产周转率				0.614
X7 速动比率			0.972	
X8 流动比率			0.973	
X9 主营业务收入增长率		0.935		
X10 总资产增长率		0.978		
X11 资本积累率		0.728		
特征值	3.237	2.418	1.837	1.194
旋转后的方差贡献率(%)	24.982	21.757	20.432	11.803
因子命名	盈利能力	成长能力	偿债能力	营运能力

由表3得出,4个旋转后公因子的方差贡献率依次为24.982%、21.757%、20.432%、11.803%,由此可得物流上市公司综合绩效得分公式:

$$F = 0.2498F_1 + 0.2176F_2 + 0.2043F_3 + 0.1180F_4$$

这个F值综合地反映物流上市公司的经营绩效,将38家物流上市公司三年的F值进行平均即

可得各公司的综合平均绩效。

(二)物流上市公司股权集中度与公司绩效相关性的回归分析

1. 描述性统计。对解释变量、控制变量的均值、标准差描述分析如下(见表4):

表4 物流上市公司股权集中度描述性统计

	N	极小值	极大值	均值	标准差
	统计量	统计量	统计量	统计量	统计量
C1	38	0	1	0.41	0.125
财务杠杆 LEV	38	0	1	0.47	0.224
公司规模 SIZE	38	19	25	22.27	1.541

从表4可看出,38家物流上市公司的第一大股东持股比例基本保持不变,在0.41左右浮动,表明行业内公司的第一大股东拥有相当高的控制权。

38家样本公司的财务杠杆LEV统计均值是0.47,相较全部上市公司的总资产负债率0.5~0.65要低。38家样本公司的公司规模SIZE统计量的最大

值是 25,最小值是 19,均值是 22.27,表明所选样本公司规模间的差异不大。

2. 回归分析。(1)相关性检验。为验证第一大股东持股比例 CR1 与公司绩效间的相关性,本文

采用 Pearson 相关系数对二者的关系进行验证。表 5 为我国物流上市公司第一大股东持股比例 CR1 与依据因子分析得出的公司绩效综合平均值(F)之间的相关性分析。

表 5 相关性分析表

		公司绩效	第一大股东持股比例 CR1
公司绩效	Pearson 相关性	1	0.337 *
	显著性(双侧)		0.039
	N	38	38
第一大股东 持股比例 CR1	Pearson 相关性	0.337 *	1
	显著性(双侧)	0.039	
	N	38	38

* 在 0.05 水平(双侧)上显著相关。

由表 5 可以看出,公司绩效与第一大股东持股比例 CR1 的相关系数是 0.337, $P = 0.039$ ($P < 0.05$),通过了显著性检验,表明二者间存在显著正相关关系,验证了本文假设之一。但是其相关系数是 0.337,表明两者间相关关系较弱,推测其关系可能同时受到其他因素的影响或者是它们之间存在非线性关系。故下文中引入另外两个控制变量进行回归分析。

(2)回归分析。接下来我们考察如下回归模型:

$$F = \alpha_0 + \alpha_1 CR1 + \alpha_2 CR1^2 + \varepsilon$$

式中:F 是公司绩效综合平均值,CR1 是第一大股东持股比例,平方项的引入是为了检验是否存在非线性关系。

回归分析结果见表 6。从模型(1)、(2)可知,未引入平方项的回归,F 的系数在统计意义上显著为正。当平方项引入回归分析时,模型的解释能力较弱,在统计上两个自变量的系数都不显著,F 统计量比未引入平方项的回归低。因此,我们认为,物流上市公司股权集中度和公司绩效间存在显著正相关关系,而并不存在明显的非线性关系。进一步验证了本文的研究假设之一。

表 6 股权集中度与公司绩效的回归分析

因变量:F	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	系数(B 值)	Sig.	系数(B 值)	Sig.	系数(B 值)	Sig.
Constant	-.0356	0.047	-0.472	0.332	-0.286	0.721
CR1	0.878	0.039	1.474	0.531	3.271	0.171
CR1 ²			-0.697	0.796	-3.163	0.256
LEV					-0.596	0.024
SIZE					-0.009	0.805
Adjusted R2	0.113		0.115		0.251	
模型的 F 统计量	4.604		2.276		2.768	
观测值数量	38		38			

表 6 的模型(3)引入两个控制变量 LEV、SIZE,对股权集中度和公司绩效间的正向线性关系做了进一步的考察。

由表 6 中回归模型(3)的结果,我们可以发现,资产负债率(LEV)的回归系数是 -0.596,Sig. 值是

0.024,该值小于 0.05,说明公司绩效与资产负债率之间存在显著的负相关关系,本文的研究假设之二得到了支持。公司规模(SIZE)的回归系数是 -0.009,Sig. 值是 0.805,未通过显著性检验,说明公司规模与企业绩效间不存在正相关关系,本文的研究

假设之三不成立。

四 结论与建议

(一) 结论

通过实证结果表明:物流上市公司股权集中度与公司绩效之间呈现出显著的正相关关系。现阶段,物流上市公司控股股东对公司经营绩效的利益趋同效应大过负向的侵害效应,相对集中的股权有助于提高公司绩效。同时,物流上市公司的资产负债率与公司绩效间存在显著的负相关关系,而物流上市公司企业规模对公司绩效并未产生正向作用。

(二) 建议

综合上述研究分析,提出以下几点建议:(1)保持适度的股权集中度。我国物流上市公司正处于转轨经济中,相对集中的股权结构有利于公司治理,各控股股东能有效监督管理层,降低了代理成本,提升了公司绩效。(2)完善保护中小股东利益的法律制度。健全相关的法律制度,提高法律的可操作性,在一定程度上抑制大股东对中小股东利益的侵害行为,保护中小股东的权益。(3)优化公司资本结构。增强债务融资在公司治理中的作用,建立有效的偿债保障机制,提高银行对企业的监控力度,健全相关的破产制度。(4)培养多元化投资主体。实现产权多元化,形成股东间的有效制约,提高股票市场的运作效率,完善公司的治理结构。

参考文献:

- [1] Berle A, Means G. The Modern Corporate and Private Property[M]. New York, 1932.
- [2] Grossman S O. Hart. Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation [J]. Bell Journal of Economics, 1980(11): 42 - 64.
- [3] Demsetz H, Lehn K. The Structure of corporate ownership: Cause and consequences [J]. Journal of Political Economy, 1985, 93(6): 1155 - 1177.
- [4] McConnell, John J and Henri Servaes. Additional evidence on equity ownership and corporate value. Journal of Financial Economics, 1990(27): 595 - 612.
- [5] Shleifer A, R W Vishny. Large Shareholders and Corporate Control [J]. The Journal of Political Economy, 1986, 94(3): 461 - 488.
- [6] Thomsen S, Pedersen T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies [J]. Strategic Management Journal, 2000, 21(6): 689 - 705.
- [7] 许小年,王 燕. 中国上市公司的所有制结构与公司治理[M]. 中国人民大学出版社. 北京, 2000: 106 - 107.
- [8] 施东辉. 股权结构、公司治理与绩效表现[J]. 世界经济, 2000(12): 33 - 44.
- [9] 刘芍佳,孙 霏,刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究, 2003(4): 51 - 61.
- [10] 曹廷求,杨秀丽,孙宇光. 股权结构与公司绩效: 度量方法和内生性[J]. 经济研究, 2007(10): 126 - 137.
- [11] 徐向艺,张立达. 上市公司股权结构与公司价值关系研究——一个分组检验的结果[J]. 中国工业经济, 2008(4): 102 - 109.

责任编辑:徐 蓓