

学校编码: 10384  
学号: 15620131152120

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_  
UDC \_

民营企业股权结构与企业绩效的关系研究  
郭威  
指导教师  
赵向琴  
副教授  
厦门大学

厦门大学

硕士学位论文

民营企业股权结构与企业绩效的关系研究

A Study on The Ownership Structure and Company  
Performance of Private Enterprise

郭威

指导教师(校内): 赵向琴 副教授

指导教师(校外): 周民源

专业学位名称: 金融硕士

论文提交日期: 2015年 月

论文答辩时间: 2015年 月

学位授予日期: 2015年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2015年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（     ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于     年     月     日解密，解密后适用上述授权。

（     ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年     月     日

## 内容摘要

在现代公司制企业中，全体股东组成股东大会，由股东大会通过投票选择股东代表组成董事会，董事会代表公司（全体股东）选择经理人，由经理人负责公司的经营管理。

公司的股权结构是公司治理的基础，决定着公司的治理机制，进而影响到公司的经营绩效。抛开股权种类结构和所有制结构，对民营企业股权结构与企业绩效的研究能够揭示在市场经济条件下，股权如何影响企业绩效的基本经济规律，这对进一步提高我国上市公司治理水平建设有着重要的理论意义和实践意义。

在一个产权明确清晰、市场化的企业中，股权结构到底对企业的绩效有何种关系？如何看待和优化中国上市公司的股权结构？本文试图通过实证分析给出回答。本文以 2014 年沪深两市纺织、服装、皮毛行业上市公司为样本，对股权结构与企业绩效的关系进行了实证分析，试图发现其中相关关系并提出有利于企业绩效的看法和建议。本文进行实证研究的主要数据来源于上市公司公布的年报。

本文的研究表明，在我国纺织、服装、皮毛行业上市公司中，一定的股权集中度有利于企业绩效的提高；股权制衡不明显的绩效要好，绝对控股好于相对控股，相对控股优于股权分散；管理层持股也有利于提高企业绩效。这就能对我国未来证券市场的发展给以启示，应该审慎对待股权分散化的建议，鼓励企业管理层持有股权，这样能提高企业绩效，结果增加了整个社会福利。

本文分五部分对上述主题进行论述，第一部分为导论，主要指出选题的背景和意义，民营企业，股权结构，股东行为和对绩效的影响，另外介绍文章的结构；第二部分为公司治理理论回顾，国内外相关的研究以及实践；第三部分从股权集中度、股权制衡和管理层持股三个方面分析股权结构与公司绩效的关系；第四部分，根据前文的理论分析，基于我国纺织、服装、皮毛行业 2014 年的数据选取变量，构建方程进行实证分析。第五部分结合前文的理论和实证分析结果，总结了民营企业股权结构与企业绩效关系，最后给出建议。

关键词：民营企业；股权结构；企业绩效

## ABSTRACT

In a modern public company, all the shareholders attend shareholders meeting and vote for board of directors. Board of directors select CEO for company, and CEO takes the responsibility of company operation and management.

The ownership structure is the fundamental of a company, and it decides the corporate governance and affects its performance. After discarding pattern of ownership, we can get relevant basic economic principles how the ownership structure affect company performance in a market economy. This is very useful to enhance the corporate governance of our country.

In a property clearly defined market economy, what's the influence of company performance from the ownership structure? How to treat and optimize ownership structure of local public companies? This is a really important question. I will try to give you the answer through this study. In this study, I will do empirical analysis between ownership structure and company performance based on the 2014 samples of textile, clothes and fur industry which come from Shanghai and Shenzhen stocks exchanges. I try to get correlation which can help increase company performance, and then make conclusions and give advice. The data for my empirical analysis comes from the annual report of those public companies.

The result shows in textile, clothes and fur industry the equity concentration degree is positively related to company performance; The balance of stock is not a good idea; The more stock the first largest shareholder has, the better performance its company has; Management holds company stock will benefit for the company value. This is an enlightenment for us to develop our stock market in future. We should pay attention to the idea to decentralization of stock-right, and advise salary reform and encourage management hold stocks of its service company. The whole society welfare will increase as a result of public companies perform well.

In order to answer questions clearly, I separate this paper into 5 parts. Chapter 1: The introduction of the background、significance, as well as the definition and characteristic of private enterprise; Chapter 2: Reviews on the theories of corporate governance, and relevant studies and practice from both local and abroad; Chapter 3: Explain the influence toward corporate governance and performance from the

concentration of equity, the balance of stock and the shareholding of management; Chapter 4: Base on the former theories and data collection of textile, clothes and fur industry, choose variables, build the model between the ownership structure and company performance and then take empirical analysis. Chapter 5: Make a conclusion of the relationship between ownership structure and company performance based on the analysis and empirical results. In the end, I give some pieces of advice.

Key Words: Ownership Structure; Private enterprise ; Corporate Performance;

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

前 言.....	1
第一章 导论.....	2
第一节 选题的背景与意义.....	2
第二节 股东行为和企业经营绩效 .....	3
一、股东行为 .....	3
二、股东行为影响企业绩效 .....	4
第三节 民营企业及其股权结构 .....	5
一、民营企业及其特点 .....	5
二、民营企业股权结构的内容 .....	7
第四节 论文的结构.....	8
第二章 公司治理的基本理论与实践.....	9
第一节 公司治理的基本理论.....	9
第二节 国内外研究成果回顾.....	11
一、国外研究成果回顾 .....	11
二、国内研究成果回顾 .....	13
第三节 股权结构与公司治理的现状.....	14
第三章 股权结构与企业绩效的关系.....	15
第一节 股权集中与企业绩效.....	15
一、股权集中与内部治理机制 .....	15
二、股权集中与外部治理机制 .....	17
第二节 股权制衡与企业绩效.....	18
第三节 管理层持股与企业绩效 .....	18
第四章 实证分析 .....	20
第一节 研究假设和研究样本.....	20
一、研究假设 .....	20
二、样本选取 .....	21
第二节 变量定义 .....	22
一、因变量：公司绩效的衡量指标 .....	22

二、解释变量：股权集中度和控股股东的衡量指标 .....	23
三、控制变量定义 .....	24
四、变量小结 .....	24
<b>第三节 模型设定 .....</b>	<b>25</b>
<b>第四节 实证分析 .....</b>	<b>26</b>
一、描述性统计 .....	26
二、实证分析结果 .....	27
三、控制变量与企业绩效的关系 .....	31
<b>结论与政策建议 .....</b>	<b>32</b>
<b>第一节 结论 .....</b>	<b>32</b>
<b>第二节 政策建议 .....</b>	<b>32</b>
一、审慎对待股权分散化 .....	32
二、鼓励企业管理层持股 .....	33
三、优化外部治理机制 .....	33
<b>参考文献 .....</b>	<b>34</b>
<b>附录 .....</b>	<b>37</b>



# CONTENTS

<b>Preface</b> .....	<b>1</b>
<b>Chapter 1. Introduction</b> .....	<b>2</b>
<b>Section 1. Background and significance</b> .....	<b>2</b>
<b>Section 2. Shareholder's behavior and company performance</b> .....	<b>3</b>
Shareholder's behavior .....	3
Shareholder's behavior affects company performance .....	4
<b>Section 3. Private enterprise and its ownership structure</b> .....	<b>5</b>
Private Enterprise and its characteristics .....	5
The content of the ownership structure of private enterprise .....	7
<b>Section 4. Paper structure</b> .....	<b>8</b>
<b>Chapter 2. The theories and practice of corporate governance</b> .....	<b>9</b>
<b>Section 1. The theories of corporate governance</b> .....	<b>9</b>
<b>Section 2. Studies review from local and abroad</b> .....	<b>11</b>
Studies review from China .....	11
Studies review from abroad .....	13
<b>Section 3. The status of corporate governance related to the ownership structure</b> .....	<b>14</b>
<b>Chapter 3. The relation between the ownership structure and company performance</b> .....	<b>15</b>
<b>Section 1. The concentration of equity and company performance</b> .....	<b>15</b>
The internal corporate governance mechanism related to equity concentration ..	15
The external corporate governance mechanism related to equity concentration..	17
<b>Section 2. The balance of stock ownership and company performance</b> .....	<b>18</b>
<b>Section 3. Management shareholding and company performance</b> .....	<b>18</b>
<b>Chapter 4. Empirical analysis</b> .....	<b>20</b>
<b>Section 1. Hypothesis and samples</b> .....	<b>20</b>
Study hypothesis.....	20
Choose samples .....	21
<b>Section 2. Variable definition</b> .....	<b>22</b>
Dependent variable: The index of company performance.....	22
Explanatory variables: The index of the concentration of equity.....	23

Define control variables.....	24
The summary of all variables .....	24
<b>Section 3. Build the model .....</b>	<b>25</b>
<b>Section 4. Empirical analysis.....</b>	<b>26</b>
Descriptive statistics .....	26
Empirical analysis result.....	27
The relation between control variables and company performance .....	31
<b>Conclusions and advice .....</b>	<b>32</b>
<b>Section 1. Conclusions.....</b>	<b>32</b>
<b>Section 2. The advice to state policy .....</b>	<b>32</b>
Pay attention to decentralization of stock-right.....	32
Encourage management holding more stocks in private enterprise .....	33
Optimize external environment .....	33
<b>References .....</b>	<b>34</b>
<b>Appendix.....</b>	<b>37</b>

## 前言

公司的股权结构是公司治理的基础，决定着公司的治理机制，进而影响到公司的经营绩效。本文主要从民营企业股权结构的股权集中度、股权制衡和管理层持股三个方面出发，来分析其对企业绩效的影响。

目前国内很多类似的研究往往侧重种类结构和所有制结构，对股权结构的分析包括全行业或者选择的样本有大量的国有企业，这样处理不可避免的对本文研究的问题有影响。在一个产权明确清晰、市场化的企业中，股权结构到底对企业的绩效有何种关系，这是非常值得探讨的问题。

本文的研究对象主要是沪深 A 股市场的民营企业，排除了国有企业的影响。数据主要为最近几年的企业年报。

一般来说，随着股权集中，前几大股东的风险和收益都会变大，因此他们应该有最大的动力来对公司进行监督。股权集中至一股独大时，企业决策快，能够更好地抓住发展机会，但决策没有有效的监督，控股股东容易武断决策把企业带入困境，存在经营风险；股权相对集中时，前几大股东相互制衡，重大决策需要经过协商讨论，耗时费力，影响决策效率；股权分散时，内部人控制问题就会比较严重。因此，深入探究股权集中度、股权制衡和管理层持股与企业绩效的关系具有重要意义。

论文前面部分主要指出背景和意义，接着梳理概念和考察内容，然后对当前股权结构与公司绩效的理论与实践进行回顾，接着从股权结构的三个方面去分析与公司绩效的关系。再后来对选取的数据进行建模和回归分析，此实证分析是研究的主体。最后，根据研究的结论和实证分析结果，提出建议。

## 第一章 导论

### 第一节 选题的背景与意义

企业是社会生产的主体，是社会财富的创造者。企业是一种有效的配置社会经济资源的机制，能够降低整个社会的交易成本。企业综合运用各种生产要素为社会提供产品和服务的同时，最终实现盈利的目的。企业中各方为参与利益分配而合作，为社会大众生产产品或者提供服务，结果也推动着社会向前发展。它随着经济社会发展而产生，随着社会分工的深入而壮大。

企业有多种形式，我国的企业国家资本占比很大，有着自己的特点。为了纯粹研究股权结构对企业绩效的影响，在此文中需要排除国有股权的干扰，聚焦在民营企业上来研究他们之间的关系。民营企业指的是公司大股东是民营企业或者自然人的企业。我国的民营企业相对于国企它没有股东缺位的问题，与外企相比它的经营限制也相对较少。一般来讲，民营企业经营更灵活，更有活力，它自担风险，自负盈亏，受到干扰较少，股东竭尽所能经营企业以最大化其财富同时为社会提供产品或服务。民营企业的发展水平反映着一个国家的经济发展水平，研究它，也就是研究社会经济发展的客观规律，对认识其他类型的主体也有指导意义。

良好的企业效益是企业生存的前提，研究企业绩效的影响因素不仅有助于社会经济发展，对微观经济企业本身也有着重要的意义。影响企业发展和绩效的因素，除开宏观经济形势和国家产业政策外，一是董事会的经营决策，二是经理人的组织管理。无论是哪一个因素，它都与企业的股权结构和股东行为息息相关。股权结构决定了股东行为，进而传递到公司治理，它在公司经营运作中处于基础性地位。股权结构决定着公司董事会的构成和投票权，这些直接关系到公司发展方向和经理人的选择，公司的内部治理安排实际都是公司内部权力配置的结果。公司的股权结构决定着公司的治理机制，进而影响到企业绩效。股权集中度、股权制衡和管理层持股是本文分析民营企业股权结构的三个重要方面。

公司的股权集中，大股东受到的制约较少，他可以迅速拍板决策，公司灵活

能够快速反应。但股权过于集中，经营决策可能得不到充分的讨论和科学论证。股权太过分散，由于较高的监督成本，小股东“搭便车”现象突出。经理人得不到有效的监督，委托代理问题严重，容易出现内部人控制，会影响企业价值最大化的实现。股权相对集中时，前几大股东因掌握一定数量的股份，具有监督的动力和能力。股权制衡是股权相对集中才比较明显的，它是公司股权集中其中的一种情况。

管理层持股是股权结构的重要方面，它与普通股东持股有本质的不同。管理层经营企业获得利润，企业盈利能力影响股价，股价波动又会影响到管理层自身的利益。这是一个自激励的循环，把管理层利益与企业绑定，促使企业管理者为企业发展做出实实在在的努力。

在一般的现代企业中，股东拥有股份数量的多少是其参与收益分配和企业决策权的基础，虽然一般而言股东享有相同的收益权和投票决策权，但股份多少与投资者拥有的企业的决策权和控制权并不总是一致。目前在美国有一种常见的双层股权结构，企业创始人为了不至于使其辛苦建立的企业控制权旁落，公司章程规定其投票权并非一股一票，此时企业控制决策权与其获得收益不是一致的。本文只针对单一的股权结构，也就是探讨在一股一票规则下股权结构对企业经营绩效的影响。

股权大小是股东大会投票权的基础，体现了股东意志的实现程度。股东大会基于股权份额投票选举董事会，董事会选聘经理人。股权结构影响公司治理模式，最终决定公司治理的效率。董事会确定公司的发展方向和战略，经理人负责组织实施和企业的日常管理，企业绩效就是战略实施和经营管理的结果，这就是企业股权结构影响企业绩效的逻辑。此文通过选取某个行业实证研究，分析股权结构与企业绩效的具体关系，为我国的公司并购与企业治理提供一些理论指导，助力中国企业优化企业效率而走向世界。

## 第二节 股东行为和企业经营绩效

### 一、股东行为

股权结构对公司绩效的影响是通过董事会决策和职业经理人的经营而间接起作用的。股份占比不同的股东，根据按比例分红的原则公司的发展的好坏与前

景对其影响大小是不同的。不同的影响，加上不同的动机，就有了股东的不同行为方式，进而影响到企业绩效。本文舍弃投资主体和流通性分类，而从股权结构的视角来研究股东行为，按持股比例将股东分为大股东、次大股东和中小股东。

大股东多是战略型投资人，较多关注企业的发展前景。大股东往往主导公司的重大决策，对公司的发展有举足轻重的影响。持股 50%以上为绝对控股股东，低于 50%则为相对控股股东。在股权较为分散时，大股东可能持股比例较低但因为有力竞争对手，在实际的企业运行中能够绝对掌控企业。通常的情况下，大股东都能根据自己的意愿管理和经营公司。

次大股东是除开第一大股东外，有较高的持股比例的其他股东，而不仅仅指第二大股东。次大股东对公司的决策有较大的影响，他们能够进入董事会。只要大股东不是绝对控股，次大股东对重大事项表决有显著影响，在某些情况下，次大股东甚至可以联合其他中小股东否定大股东的决策。

中股东持股量不在少数，虽说不能像大股东那样主导重大决策，但是公司的发展与他们的利益息息相关，参加股东大会的成本相对或得收益占比较少，因而他们会投票来表达自己的意见，争取按自己认可的方向影响公司发展。他们在董事会中有相当的发言权，对大股东的决策和行为起着一定的制约作用。小股东基本上就是股民或散户，他们持股比例小对公司的决策影响有限。对于小股东来说，参加股东大会或者花费很大精力监督职业经理人的行为往往得不偿失，理性的行为是“搭便车”。小股东一般不会太关注公司的长远发展，逢低买入、高位卖出赚取收益是他们的主要目的。中小股东持股量有限，各自行动时对公司的决策影响有限，在公司发展的问题上所起的作用也有限。

## 二、股东行为影响企业绩效

在常见的一股一票的规则下，持股量的多少决定了股东在规划公司战略、选择经理人和经营管理上影响力的大小。各股东基于手中的投票权博弈，博弈的结果就是企业的实际经营状况。

公司的股权集中，大股东受到的制约较少，他基本可以按照自己的意愿而确定公司的发展方向，事实上大股东选择了企业经营。这种情况下，大股东的决策往往可以迅速的付诸实施，效率高，执行力强。但缺点是，大股东受到的制约少，经营决策可能得不到充分的讨论，董事会变成“一言堂”。公司的发展太依赖于

大股东的个人判断与眼光，英明的大股东可以带领企业迅速成长壮大变强，但大股东的个人错误稍有不慎可能会导致整个公司毁于一旦。此外，大股东侵害小股东的利益也是一个问题。

股权太过分散，由于小股东的监督成本巨大，“搭便车”现象突出，经理人得不到有效的监督，给了他们可乘之机，委托代理问题严重，容易出现内部人控制，此时所有权与经营权完全分离，实际上是管理层掌控着公司。职业经理人员一般不占有公司大的股份，由于不同的激励，其行为与股东自己显著不同，由此委托代理双方存在利益不一致，有可能经理人员为了追求自身的威望、地位、权利甚至在职消费和享受而损害股东的利益。公司的绩效收到损害，价值没有最大化，此时经理人员的激励问题也就显得尤为突出。

股权相对集中时，有可能克服股权高度集中和太过分散的弊端，有助于企业效益的提升和公司价值的最大化。拥有相当数量股份的股东，付出监督企业经营及经理人行为的成本相比收益而言微不足道，是值得的，“理性”的选择的结果就是各股东从不同方面提出各自的关切和质询，这使任何经理人都不能掉以轻心，实际上起着监督作用。股权相对集中时，任何股东都没有随心所欲的实力，各项关乎公司长远规划的决策，至少得到几个大股东的充分讨论和认可才有可能被批准执行，没有“一言堂”的条件，这些决策有可能更理性务实，相对较强的监督也能保证经理人兢兢业业为企业价值的最大化而努力。当然，股权相对集中，不利的一面是遇上比较有争议的决策，也可能有旷日持久的讨论而错过及时的实施而耽误企业的发展。

综上所述，股权相对集中应该是一种较好的股权结构，它能够规避大股东的为所欲为和不利的监督，委托代理理论也能够较好的发挥作用，是一种能够尽量实现股东价值最大化的安排。

### 第三节 民营企业及其股权结构

#### 一、民营企业及其特点

在西方发达市场经济国家，私有企业或者家族企业是整个市场经济活动的绝对的主体，没有把它作为一个特别的形式加以归类，甚至没有专有的词汇对应。

在我国，由于国家没有对民营企业有个权威的界定和与其对应的统计指标体

系，理论界和实业界对其概念一直有较大的争议。本文中的民营企业定义如下：

民营企业就是在我国境内由其他民营企业或者自然人所控制的企业，它包括其他民营企业或者自然人作为发起人所建立的企业，或者他们控股的企业。具体判断一个企业是否是民营企业，主要看它的第一大股东的性质。

我国的民营企业是随着国家改革开放而发展起来的。新中国成立后，国家对私营企业进行改造，民营企业几乎消失殆尽。改革开放初期，民营企业以各种方式出现，但由于受到观念和法律的影响，发展受到限制。之后国家认为民营企业能够促进生产，扩大就业，是对公有经济的有益补充，后来人大修法消除法律障碍，我国的民营企业开始走向蓬勃发展。随着改革开放的实践，民营企业已经是社会主义市场经济不可或缺的组成部分。现在我国民营企业的总量和规模都得到了极大的发展，它吸纳了社会很大部分的就业，占国民生产总值的比值不断的提高，它的经济作用与影响力越来越显著。2013 年民营企业对中国 GDP 总量的贡献已经超过 60%。

2006 年至 2013 年中国民营企业的基本概况

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
户数 (万)	544.1	603.1	657.4	740.2	845.2	967.7	1085.7	1253.9
户数 增长率	15.3%	10.8%	9.0%	12.6%	14.2%	14.5%	12.2%	15.5%
就业 (万)	/	7253. 1	7904. 0	8607. 0	9407. 6	10353. 6	11296. 1	12521. 6

数据来源：中国民营经济发展报告

民营企业相对我国其他性质的企业，有以下特点：一是企业的实际控制人大多具有创业精神。我国的民营企业从无到有，发展时间短，企业实际控制人就是其创始人，目前还没有到大规模传承的时候。二是家族持股和管理层持股普遍。民营企业大部分是在家人的支持下成长起来，创始人的家人拥有企业股份并在企业内部任职成为高管。三是民营企业灵活高效，民营企业完全靠自身在市场竞争



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.