

The Impact of Corporate Governance Structure Upon Listed Company's Market Value

Management Effect——Based on Factor Analysis

by

Jicheng Zhang

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved March 2020 by the  
Graduate Supervisory Committee:

Pei-yu Chen, Co-Chair

Wu Fei, Co-Chair

Xinlei Chen

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2020

上市公司股权结构对市值管理效果的影响—基于因子分析的实证研究

张继成

全球金融工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
于 2020 年 3 月批准：

陈佩瑜，联席主席  
吴飞，联席主席  
陈歆磊

亚利桑那州立大学

二零二零年五月

## ABSTRACT

Market value management is a unique concept in China. In essence, the content of market value management in China is actually the value management in western countries. The concept of value management (VBM) appeared in the American business community in the 1980s. Compared with the previous management concepts, the management mode of value management mainly focuses on maximizing the value of the enterprise, and takes it as the ultimate goal of the enterprise to guide the functional departments of the enterprise to cooperate with each other and maximize the efficiency of each department, and all departments of the company are integrated into an efficient management system to maximize the value of the company. The concept of "market value management" in China was put forward after the reform of share structure. In the process of the listed company's share gradually realizing the full circulation, all participants in the capital market began to pay attention to the relationship between the share price of the listed company and its real value, and further gave birth to the management concept of "market value management". After expounding the relevant research literature of equity structure, value management and market value management, the paper introduces the relevant concepts of equity structure and market value management in detail, mainly based on the three main contents of market value management: value creation, value realization and value relevance. The listed company's value management ability is divided into three main links above for discussion and

analysis. On this basis, the paper comprehensively evaluates the market value management ability of listed companies, discusses the relationship between the ownership structure and the company value, and the relationship between the market value management and the value management. What's more, the paper empirically analyzes the impact of the ownership structure on the market value management of listed companies. The paper further studies the different effects of ownership concentration, equity balance and shareholding management on listed companies, and try to find out the shortcomings of Chinese listed companies in the process of market value management. Finally, the paper puts forward corresponding countermeasures and suggestions, which are of great significance to how to effectively manage market value of listed companies in China.

## 摘要

市值管理是中国特有的概念，从本质上来讲，我国的市值管理所描述的内容其实是西方国家所讲的价值管理。最早，价值管理（VBM）的概念出现于上世纪 80 代的美国企业界，这个概念与以往的管理理念相比，差别主要在于：价值管理的管理模式主要着重于实现企业价值最大化，并将此作为企业的最终目标来引导企业的各个职能部门相互协作、配合，最大化各部门的效率，使得公司的所有部门有机结合为一个以实现公司价值最大化为最终目的的高效管理系统。

中国的“市值管理”概念是在股权分置改革后提出来的，在上市公司股份逐步实现全流通的过程中，资本市场中的各个参与者们开始将目光投向了上市公司的股价与其真实价值之间的关系，更进一步诞生了“市值管理”的管理理念。

本文在阐述并归纳国内外股权结构、价值管理与市值管理等相关的研究文献之后，详细阐述了股权结构、市值管理的相关概念，主要基于市值管理三个主要内容——价值创造、价值实现以及价值关联度作为最基础的研究框架展开本文的相关论述：文章将上市公司的市值管理能力分为这三个主要环节进行探讨的分析，以此为基础来综合评价上市公司的市值管理能力，论述股权结构与公司价值之间的关系以及市值管理与价值管理之间的关系，并以此为理论基础，实证分析了股权结构对上市公司市值管理的影响。进一步细分研究了股权集中度、股权制衡度以及管理层持股程度对上市公司管理效果的不同影响，并试图发现中国上市企业在市值管理的过程中存在的不足之处，在此基础上提出相应的对策与建议，这对于我国上市公司如何进行有效的市值管理具有十分重要的意义。

## 目录

	页码
表格列表 .....	vii
图表列表 .....	viii
<b>章节</b>	
一、绪论 .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.1 研究意义 .....	3
1.3 论文创新 .....	4
1.4 研究思路与方法 .....	5
1.4.1 研究思路 .....	5
1.4.2 研究方法 .....	6
二、理论基础与文献综述 .....	7
2.1 理论基础 .....	7
2.1.1 股权结构相关理论 .....	7
2.1.2 市值管理相关理论 .....	8
2.2 文献综述 .....	11
2.2.1 市值管理理论文献综述 .....	11
2.2.2 股权结构与市值管理关系文献综述 .....	13
三、上市公司市值管理效果的度量 .....	17

章节	页码
3.1 市值管理评价指标 .....	17
3.1.1 价值创造 .....	17
3.1.2 价值实现 .....	18
3.1.3 溢价因素 .....	18
3.2 因子分析 .....	20
3.2.1 因子分析概述 .....	21
3.2.2 可行性分析 .....	22
3.2.3 因子提取 .....	23
3.2.4 因子命名 .....	25
四、股权结构对市值管理效果的实证分析 .....	29
4.1 实证研究设计 .....	29
4.1.1 研究假说提出 .....	29
4.1.2 指标选取 .....	30
4.1.3 实证计量模型的建立 .....	32
4.2 样本描述性统计 .....	33
4.2.1 数据来源及样本选取 .....	33
4.2.2 变量描述性分析 .....	33
4.3 股权结构对市值管理影响的实证分析 .....	36
4.3.1 单变量分析 .....	36

章节	页码
4.3.2 多变量回归模型.....	37
4.3.3 实证结论.....	40
4.3.4 稳健性检验.....	42
五、对于上市公司改善市值管理的建议.....	46
六、研究总结及展望.....	49
6.1 结论.....	49
6.2 不足与展望.....	50
参考文献.....	52

## 表格列表

表格	页码
1 市值管理指标综合选取 .....	20
2 KMO 和 Bartlett 的检验结果 .....	22
3 因子提取结果.....	24
4 成分矩阵 .....	26
5 公因子得分系数矩阵 .....	27
6 指标符号及定义.....	32
7 变量描述统计 .....	34
8 相关分析 .....	37
9 多重共线性检验.....	38
10 OLS 回归结果 .....	39
11 是否国企回归结果.....	42
12 是否家族控股回归结果.....	44

## 图表列表

图表	页码
1 股权集中度年度变化趋势 .....	35
2 股权制衡度年度变化趋势 .....	35
3 管理层持股比例年度变化趋势 .....	36

## 一、绪论

### 1.1 研究背景

股权分置改革以前，为了减少国外资金对国内产业的冲击，尤其是为了保护一些支柱型产业，我国对国有股和法人股等受限制股票的流通问题采取了搁置的办法，使其与社会公众股在流通制度上产生差异，便形成了特有的“股权分置”现象。从数量上看，非流通股占大多数，流通股数量相对较少，这对股票市场的流通问题产生了负面影响；从股权结构来看，持有非流通股的股东多为上市公司经营管理的决策者，而流通股股东为普通的散户投资者，他们很难参与上市公司的经营管理；就股权集中度而言，非流通股股东持有的股票较为集中，能够完全控制上市公司的话语权，而流通股股东持有的股票通常比较分散，无法形成合力。以上种种因素形成股权分置时期“同股不同权、同股不同利”的矛盾状况，使不同类型的股东在利益诉求上产生分化。流通股股东期望自己持有的股票在市场上能有出色的表现，通过股票价格的上涨获得投资收益，价格变化成为其关注的焦点。非流通股股东持有的股票无法在二级市场自由交易，股票价格变化对其利益不产生显著影响，他们没有动力去关注上市公司在股票市场的表现，特别是当时国有控股上市公司占比较大，经营管理者更关心绩效考核的完成情况，将企业的经营重点主要放在利润追逐和资产规模的快速增加上。所以股权分置问题一直以来都为市场所诟病，其存在也一直被认为严重阻碍了中国股市的健康发展。

为了促进我国股票市场的可持续发展，中国于 2005 年 5 月开始进行股权分置改革，随着改革的逐步推进，中国上市企业的角色定位也发生了根本的变化：在股权分置改革之前，大多数上市公司所扮演的角色偏向于作为一种再融资工具；而在股权分置改革后，全

体股东的利益开始趋同，上市公司的目标也开始逐步变成追求公司价值最大化，事实上，在成熟的西方资本市场，这一点已经是企业早已公认信奉的企业管理理念。20 世纪 50 年代中期，企业价值的概念被明确提出，并逐步发展为企业管理理论中一个十分重要的概念，以企业价值为基石的新型管理方式也逐渐流行并成为主流之一。2005 年年末，相关管理及监管部门皆提出要将市值纳入上市公司的考核体系中。2006 年，中国上市公司市值管理研究中心在北京成立，是中国第一家专门从事上市公司市值管理相关研究的民间学术机构。2007 年 5 月，第一届中国上市公司市值管理高峰论坛首次明确定义了市值管理的核心概念。就在这段时间内，中国 A 股市场从 1000 多点，一路上升到了 5000 多点，A 股上市公司的容量和质量都有了十分明显的提升，为市值管理的大规模发展提供了契机，市值管理在中国又迈入了一个新的台阶。在这样的一个宏观背景之下，中国资本市场的参与者们越来越意识到市值管理的重要性以及必要性，追逐公司价值的最大化越来越多的成为了众多上市公司的最终目标，研究并实施正确的市值管理战略也成为了上市公司的必然选择。

2017 年下半年，受金融去杠杆等因素影响，上市公司融资渠道缩紧，融资成本越来越高。然而，随着企业规模越做越大，所需资金也越来越多。为配合企业发展所需，不少上市公司控股股东、股东通过质押股权进行融资贷款，从而引起股权质押潮。2018 年，政府开始出招解困股权质押危机问题，安排了数百亿专项资金，以降低民营企业包括上市公司的股权质押风险。与上市公司股权结构设置相关带来的股权质押“强平风波”，也造成了资本市场的巨幅波动。在这种宏观背景下，市值管理更是引起资本市场的热议和关注。

## 1.1 研究意义

随着我国股票市场股权分置改革的进行、资本市场股份全流通的逐步实现，市值及市值管理对于上市公司的经营与发展越来越重要。上市公司的经营能力与发展前途与市值管理能力及维护等方面的关系越来越密切。市值管理并不是简单的一味追求市值越大越好或者是越小越好，倘若上市公司只是一味的追求市值的增长，认为市值管理就是使得公司市值越大越好，这种做法很容易使得市值无法真实的反映上市公司的内在价值，从而很有可能埋下将来市值下跌的隐患；反之，若市值管理水平不足，会使得股价远低于公司的内在价值，从而公司被恶意收购的可能性加大，公司的控制权变更的风险也随之增加。

换句话说，市值若无法准确恰当的反映上市公司的内在价值都存在着风险，有可能损害到企业及企业投资者的切身利益。因此，上市公司都必将需要提升自己的市值管理能力，市值管理水平的高低不仅关系到上市公司自身的发展，也是构建有效、有序的资本市场所必须的。因而，无论是从理论或者是实践的角度出发，来对市值管理进行研究或者完善是非常有必要的，因为良好的市值管理能力可以通过提升上市公司的价值，进而提高整个资本市场的有效性。市值管理对于上市公司有如此重要的理论意义和现实意义，下一步便是解决市值管理如何进行的问题，学术界对于这个问题在理论及概念方面有较多的文献，但是关于上市公司市值管理水平的影响因素研究比较少，所以本文试图从股权结构的角度切入来探究影响市值管理能力高低的公司内部因素，可以为上市公司提升市值管理水平提供一定的借鉴意义。

### 1.3 论文创新

目前现有的关于市值管理的研究，实证方面比较欠缺。国内学者对股权结构的研究也大都局限在股权集中度以及股权制衡度这两方面。一般情况下，股权高度集中的情况下，公司自身经营业绩与公司本身大股东的自身利益有紧密的影响。大股东依靠自身的价值的最大化，通过对公司内部决策层的监督，特别是通过公司股权分置的完成，董事会以及股东大会起作用，资本市场便进入全流通的时代，将公司内部股东的利益一致化。大股东对公司自身价值的关注程度影响了公司市值，同时提高了公司本身市值管理的可靠性。

在市场上，对影响市值管理的因素的研究还在起步的阶段，通过对于一些研究成果的概述，市值管理的研究大部分还处在理论的阶段，不能用大量的事实和数据进行分析和印证。市值管理的影响因素较为复杂，既有来自资本市场的因素，也有源于公司内部的因素。本研究选择股权结构对上市公司市值管理的影响进行实证研究，主要是出于以下考虑：一是当前众多关于市值管理的研究文献中研究股权结构和市值管理关系的非常少，很少文献将三者作为一个整体即股权结构来分析其与市值管理之间的关系，主要是这一研究课题较新，理论体系的匮乏也是主要的原因之一，导致了此方向的研究与论证十分稀少。二是通过研究可以明确股权结构与市值管理之间的关系，从而为上市公司进行市值管理提供一定的参考并促使上市公司、政府决策或其他机构能够为上市公司完善治理提出更优化更科学的政策建议。三是本文在通过传统的因子分析得到市值管理效果后，以 2005 年股权分置改革事件为切入点，针对股权改革前的样本和改革后的样本分别进行了最小二乘回归估计，以此分析市值管理效果与其他变量之间的关系，此前其他文献中都没有采用该模型研究，所以本文为市值管理与股权结构的关系研究提供了一个新的思路。

## 1.4 研究思路与方法

### 1.4.1 研究思路

由于“市值管理”是中国的本土概念，国际上与之内涵概念一致的是“价值管理”，因此本文先从后者的相关理论入手，介绍并阐述了西方“价值管理”理论及模式。在了解了西方价值管理概念理论之后，进一步介绍了中国“市值管理”概念产生的时代背景及中国资本市场提出并重视市值管理的意义。在结束了相关概念的界定及阐述之后，本文进一步对上市公司市值管理的三个主要内容分别进行了分析和探究，并以此为基础的研究框架上介绍了上市公司市值管理的评价指标的构建，并进一步通过因子分析与构建模型进行回归分析来探讨股权结构对上市公司市值管理效果的影响，随后提出了上市公司如何加强市值管理的相关建议。文章的主要创新点在于使用因子分析模型计算出了综合得分  $F$ ，并以之作为衡量上市公司市值管理效果的指标，进行后续的实证分析。

本文的结构安排如下：

第一章为绪论部分。包括研究背景与研究意义、论文创新和研究思路与方法这大部分，主要介绍了相关概念的界定及理论基础，并罗列了本文的基本研究思路和主要的研究方法。

第二章则是介绍了中国股权结构的演变及发展理论，然后从中国上市公司市值管理产生的必要性及主要内容这两个方面对中国上市公司市值管理的发展及现状进行了梳理与分析，并梳理了市值管理理论与股权结构相关理论的国内外相关文献。

第三章对上市公司市值管理的评价指标的构建进行了阐述，并采用 1997 年至 2016 年的数据进行了因子分析，完整地构建了上市公司市值管理效果的评价体系。

第四章是在已经得到上市公司市值管理效果数据的基础上，以市值管理效果为被解释变量，上市公司股权结构为解释变量，建立 OLS 回归模型来探讨股权结构对上市公司市值管理效果的影响，并得出相关结论。

第五章根据研究结论提出了关于加强上市公司市值管理的意见以及建议。

第六章总结了本文的研究内容，并解释了文章的不足之处以及未来展望。

#### 1.4.2 研究方法

本文通过多种研究方法相结合来深度研究上市公司市值管理效果与股权结构之间的影响关系，研究方法主要包括以下几个：

文献研究法：搜集相关研究成果，并加以评析，为本文的研究提供理论借鉴和支持。

定性研究和定量研究相结合：采用定性研究法，阐述市值管理的目标和内容，辨析市值管理与价值管理，在此基础上着重分析资本结构对市值管理的影响。采用定量分析法，将上市公司资本结构指标进行量化，为后面的实证检验做好准备。

实证分析法：以中国上市公司为样本，以平均市值为因变量，将资本结构量化后的指标作为自变量，其他影响因素作为控制变量，搜集样本公司 1997 年至 2016 年的面板数据并做相应处理，进行回归分析，再对回归结果进一步分析。

## 二、理论基础与文献综述

### 2.1 理论基础

#### 2.1.1 股权结构相关理论

股权是上市公司的财产产权属性被赋予的一种形式，拥有公司的股权就意味着持股者对公司拥有相应的控制权，股权构成（不同性质的股东持有的数量和比例）及股权集中度（股权集中的程度）是股权结构的两个重要组成部分，股权结构决定的不只是股东的成分，还决定了公司的内部运行机制，因为股东决定了谁来管理这个公司，即决定了公司的管理层，而管理层又决定这公司组织结构人员如何分配，治理结构规章制度如何制定，以及具体的执行制度等等，这些都构成了公司合理有效运转的秩序，影响着公司的正常运行，最终体现到公司价值中去，所以说股权结构对于上市公司而言是一个非常重要以及必不可少的组成部分。在我国，股权构成通常按股东的性质来划分，股权集中度则表达了关于公司控制权配置的结果，一般大股东的持股的比例为 50%左右，对上市公司有一定的控制权；中小股东一般持股比例在 30%以下，在上市公司中充当监管的作用。上市公司的股权结构对公司整体经营管理以及价值创造等方面来说是非常重要的，作为上市公司控制权的一种分配方式，股权结构清晰可以有效保证产权得以实施，股东可以设计各种对经营者的监督激励机制以及有效的管理控制系统来对公司实施治理。

在中国进行股权分置改革后，中国股票市场的有效性逐渐提高，因此提出了市值管理（market value management）的概念。在中国股票市场逐步发展成熟的过程中，学者以及管理者们开始意识到仅靠市场那只看不见的手不能使股价合理体现上市公司的内在价值，因为中国资本市场届时仍是发展很短的新兴市场，与西方的成熟资本市场相比有很大

程度上的不完善，为了减少市场中的非理性投资，提高理性投资者的比例，逐步使得中国股票市场走向成熟，需要通过市值管理来使得公司市值能合理的反应上市公司的内在价值。市值管理的一般定义为“上市公司以公司市值为基础，通过科学合理的组织、战略规划以及经营模式，将公司创造价值、实现价值和经营价值的活动合为一体，以达到公司价值最大化和股东利益最大化的战略管理行为。”该定义在 2007 年第一届市值管理论坛上的一致通过。

中国股票市场在逐步实现股份全流通的过程中，资本市场发展的步伐快速前进，上市公司的重组并购活动不断增加，上市公司为了保持自己在市场的地位，甚至于更上一个台阶，为了在收购及反收购的战争中保持优势，市值管理也势在必行，因为市值直接影响到公司的控制权变更的可能性：高市值是天然的反收购屏障，高市值不仅代表着公司的反收购能力，也同时意味着公司的收购能力也越强。倘若上市公司市值过低，明显低于公司的内在价值，就会引来恶意收购资本的觊觎，公司股价过低，公司被恶意收购的可能性也就越高。因此，出于实施资本运作的需要，上市公司开始重视市值管理的需求。

### 2.1.2 市值管理相关理论

除了实施资本运作的需要之外，有效的市值管理还可以加强上市公司的融资能力，上市公司融资的需求对于自身的战略发展目标实现的重要性是不言而喻的，上市公司若可以以较低成本完成自己的融资需求，即若上市公司的融资能力十分强大，公司便可以在规模扩张的道路上走得比其他公司更快，因为发展所需的资金可以及时有效的到位，融资能力的提升反过来又通过更高的信用评级进一步作用于上市公司的间接融资能力。因此市值管理是上市公司提升自身融资能力、实施资本运作的需要。

除了实施资本运作的需求以及加强上市公司的融资能力之外，市值管理更是上市公司持续发展以及资本市场发展的必然需要。上市公司在进行市值管理的实践中，会实施种种举措使得公司所有职能部门统一配合调动，以此来达到上市公司的内在价值与市场价值相匹配，而不是像以前那样只是单纯的追求利润最大化，在这个过程中必将使得上市公司眼光逐渐长远而不是单单关注眼前利益，会考虑到公司自身的可持续发展而以此建立长期有效的运行机制，使得上市公司的市值与公司股东、管理者的利益高度一致，因此，我们说市值管理是上市公司的可持续发展以及资本市场健康推进的必然需求。

概括来说，在逐步全流通的资本市场中，上市公司为了保持自身优势或提升公司在市场中的地位催生了市值管理的概念，市值管理是上市公司实施资本运作的需要，也是中国资本市场发展需要，更是保持上市公司持续发展的需要。

市值管理的内容主要包含三个方面，第一是价值创造，价值创造是市值管理的核心内容，是后两个内容即价值实现和价值经营的基础。让上市公司实现价值是市值管理的第二个重要内容，进一步实现上市公司的价值经营是市值管理的第三大内容，这三大内容构成了市值管理这项系统管理工程的主要内容。

价值创造就是企业通过各种方法手段来提高公司创造价值的能力，尽可能的为股东创造更多更大的财富。对于实现价值创造上，企业应该从比如衡量企业赚取利润能力的盈利能力指标（营业利润率、净资产收益率等）这些角度切入，通过对这些指标的比较衡量，可以比较清晰的看出公司的利润来源主要是因为公司的正常经营活动盈利丰厚带来的，还是其实是上市公司自身的资产带来的，能清楚的了解这一点，就能知道公司市值的来源，上

上市公司可以据此制定出合理有效的市值管理方案，有质量保障的利润能直接使上市公司市值增加。

价值创造活动的重点在于上市公司的经营管理层面，而在此基础上的价值实现则是更为侧重体现互动层面，价格实现就是让上市公司通过价值创造创造出来的价值得到市场的认可，为了达到这个目的，就需要上市公司与市场加强互动，这个过程就市值管理的第二个重要内容——价值实现，如果光有价值创造而没有价值的进一步实现，那么公司就失去了上市的初衷，市场无法真实体现公司的内在价值。价值实现可以有效的将企业内在价值传递给市场，努力促使上市公司的价值为市场所认可，让市场来检验公司创造的价值。

上市公司在最大化创造价值，以及将价值尽可能合理充分的体现在资本市场之后，上市公司的市值管理仍未结束，还应当通过价值经营活动来寻找和拓展更大范围的发展空间。具体来说，价值经营是指上市公司充分意识到了资本市场的溢价功能之后，根据市场环境通过合理的运作，进一步提升企业内在真实价值在资本市场体现的程度。上市公司在进行价值经营的过程中，需要考虑的因素有很多，对外有市场的运行规律、投资者喜好、国家整体宏观形势等等；对内需要考虑上市公司自身优势、劣势、影响公司价值创造的关键因素等等。通过全方位的了解考察之后，还需整合公司各项职能，强化优势因素，充分发挥资本市场的溢价功能，进而达到进一步增加股东财富的目的。

市值管理在中国资本市场的发展过程中，极大地得到了发展和完善。但不同行业、不同规模、不同地区、不同股权结构的上市公司在市值管理水平能力上还是有很大的差异存在。从行业分布来看，金融业的上市公司市值管理能力最强，接下来是医药行业及采掘行业。这几个行业市值管理能力位居前列的主要原因是市场对于这些行业一致预期的较高盈

利能力以及高于市场平均水平的价值创造和价值实现能力，除这几个行业之外还有化工行业、机械行业、食品饮料行业以及交通运输行业等行业。从区域分布来看，北、上、深等一线城市上市公司市值管理意识及能力等各方面都位居前列，从所有制结构来看，市值管理水平的排名国有企业大于中央企业，中央企业大于民营企业。

## 2.2 文献综述

### 2.2.1 市值管理理论文献综述

“市值管理”这一词是中国特有的，在国外的管理学研究中并未有这一概念，但有一个词从本质意义上来是与“市值管理”是同一概念——价值管理。美国经济学家 **Modigliani** 和 **Miller(1958)**在 20 世纪 50 年代末发表的 *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* 一书中，提出了我们熟知的公司资本结构与市场价值不相干理论（MM 定理），他们认为企业的总价值并不受资本结构的影响。MM 定理的提出将公司价值拉入西方各国家的视线范围中，公司价值开始得到学者与市场人士的关注并且促进了价值管理的产生。**Rappaport (1961)**在其所著的 *Creating Shareholder Value* 这本书中，详细地介绍了在企业进行业绩评估和市值管理时，股东价值方法在其中的主要用途、基本原理以及具体实施方法等，并最早提出了“创造股东价值就是要创造作为社会多数群体的股票持有者的福利”的观点。在他的基础之上，**Knight et al.(1998)**对价值管理进行了明确的概念定义；随后，在前人研究基础之上，**Ameels et al.(2002)**发展出了价值管理理论（VBM），对价值管理进行了更加具体且系统的定义：“价值管理理论（VBM）是一种企业管理概念，其最终目标是实现企业价值最大化，其手段是通过整合企业的资源实现资源最优配置，总的来说是为实现企业价值最大化和股东财富最大化为目的的管理控制系统。”

Monks 和 Minow(1995)以美国的快递公司作为研究对象(因为当时该行业的行业特征十分明显),研究了公司董事会的规模大小与公司价值高低之间关系,并得出两者之间是负相关的关系,即董事会规模的减小会提高公司价值。对于公司董事会规模对公司价值的影响,其他学者也采用不同的研究样本进行了研究,并得出了相似的结论:Yermack(1996)以美国公司为研究样本得出了二者之间呈负相关的凹型曲线关系,而 Eisenberg et al.(1998)以芬兰公司(剔除大规模公司)作为研究样本也得出了二者在满足前提条件时呈负相关关系。

2005年,中国第一次提出关于“市值管理”的定义,关于市值管理内涵被达成共识是在2007年的第一届市值管理高峰论坛上。2008年,施光耀、刘国芳、梁彦军在国内外有关价值管理和市值管理的研究基础之上,首次提出了上市公司市值管理的评价指标体系,并以此为标准对前一年我国上市公司的市值管理水平进行了评价。刘国芳随后对该市值管理的评价结果进行了全面的解析,并在此验证这一评价指标的有效性,并总结了该年我国上市公司市值管理的优缺点。翁世淳(2010)将西方的“价值管理”概念与中国特有的“市值管理”概念进行了清晰的梳理与比较,并提出了市值管理的主要三方面内容,为后续的研究提供了方向与思路。施光耀(2012)从股权激励的角度来研究上市公司市值管理的效果,并得出前者可以有效的通过解决委托代理成本问题进而影响上市公司市值管理效果的结论。

众多学者纷纷从不同角度出发,进一步研究市值管理的内容,拓展市值管理的研究领域,李琦(2014)提出了大股东的市值管理实现模式,并提出大股东在市值管理上的关键作用,该模式的提出有助于在实际应用中加强市值管理的措施和方法;刘翼鹏(2014)和陈浩(2014)则进一步研究和完善了上市公司市值管理的评价体系,前者提出了上市公司

在进行市值管理时应当需要做到有效的理解企业内在价值与其市场价值之间的关系，并处理好市值管理操作与操纵股价之间的界限，充分把握市值管理所面临的整个市场环境。后者则在已有的市值管理评价指标体系上，从广义虚拟经济的视角出发，重新构建了市值管理的评价体系。

### 2.2.2 股权结构与市值管理关系文献综述

#### (1) 股权集中度与公司价值相关关系的文献综述

Grossman 和 Hart(1980)指出，在股权集中度不高“搭便车现象”会非常严重。因为在分散的股权结构下，由于各股东所持有的份额较少，再加之监督成本的存在，会减弱股东自己监督管理层的动机，转而寄期望于其他股东来实施对监管层的监管，这种“搭便车”的现象会大大降低公司的治理效率与效果。Holderness 和 Sheehan(1988)通过实证研究发现，股权越集中，越有利于公司价值的进一步提升，原因在于：在大股东持股比例高于 50%的上市公司中，绝大多数控股股东会自己亲自或者由自己指定的代理人来控制公司，这种做法从代理理论的角度出发可以有效降低代理成本。Claessens(2002)以东亚国家的企业为研究对象，也得出了相同的结论。李亚辉、张建波等人（2012）以中小板上市公司为研究对象，得出适当的股权集中有利于公司价值的提高这一结论。

还有一些学者得出了与之相反的结论，即股权集中度与公司价值负相关：陈飞和牛小叶（2010）提出：过高的股权集中度会损害公司价值，原因是这样的股权结构会导致大股东损害小股东的利益，小股东不倾向于行使自己的监督权，从而进一步损害公司价值。张丽锋（2011）研究表明上市公司的股权集中度的提升会使得企业绩效的波动性上升。除正相关与负相关的结论之外，McConnell 和 Servaes(1990)，张泽刚（2010），陈德萍（2011）

等学者得出了股权集中度与公司价值呈曲线相关关系的结论。除以上三种结论之外，还有一派学者坚持股权集中度与公司价值无关论：Minguez-Vera 和 Martin-Ugedo（2007），Christian 和 Stefan（2012），Demsetz 和 Villalonga（2001），余镜怀和胡洁（2007）等学者分别以不同的研究样本为实证对象，得出了二者之间没有必然联系的结论。

也有部分学者提出新的观点，认为股权集中度与公司价值之间呈倒 U 型关系：刘泉君（2013）运用描述统计和实证研究方法，研究了创业板上市公司的股权集中度和制衡度对公司业绩的影响，并得出结论：创业板上市公司股权集中度与公司业绩呈倒 U 型关系。Mcconnell 和 Servaes（1990）研究了控股股东持股比例对公司价值的影响及相互关系，他们发现公司价值与股东持股比例间存在一种倒 U 型曲线关系，当内部控股股东持股比例接近 40%时，托宾 Q 值表现最好。Thomsen 和 Pedersen（2000）发现欧洲家大型公司的持股集中度与企业绩效之间的关系并不是线性的，在公司发展的初始阶段，股权集中度增加会促进公司业绩的增长，但当股权集中度超过一定点之后，反而会对公司业绩有负向影响表现。

## （2）股权制衡度与公司价值相关关系的文献综述

随着股份制公司的不断发展，许多学者一直着力于探讨股权制衡度与公司价值之间的关系。胡洁指出股权结构对公司绩效的作用，认为不同股权结构安排对公司治理效率和行为将会产生不同的影响。刘玉财（2012）利用模型得出股票预期收益与个股换手率之间的关系，从而建议看重资产未来价值的长期投资者，需要考虑波动持续性因素的影响，从而更好地规避各类风险，指定适合自己的最佳投资策略。易莹（2014）则认为合理的格局体式应该对市值治理进行规范领导，针对例如股权激励、投资者关系治理等进行完善，通过

正确引导上市公司进行市值治理、增强选择性信息披露、黑幕买卖等行为的监管、并进一步放松对长效市值对象的管制进而勉励上市公司实施并购策略，从而达到市值治理目的。

刘国芳（2010）采用了 DEA 模型评价上市公司市值管理绩效，发现使用 DEA 模型有利于对上市公司的市值管理进行完善。但基于我国证券市场具有弱有效性，运用 DEA 会受到外界因素影响导致投入产出无法直接取决于上市公司的努力、财务数据的可信性、不同行业投入产出等不同因素的影响，从而仍会存在一定误差。唐学华等人发现我国现代股份公司产权结构的最大变化表现为人力资本在企业的地位急剧上升，纯粹的物质资源相对而言重要性有所下降。因此，不仅需要公司治理内部对管理层形成有效的监督，同时需要营造良好的资本市场，规范完善制度，积极培养经理人市场，赋予管理层更大的经营管理自主权。

从研究成果得出的结论上来看，学术界关于股权制衡对企公司价值的影响并没有得出一致的结论：大部分学者认为股权制衡有利于公司价值的增长，但是还是有一部分的学者偏向于过高的股权制衡度会对企业价值造成负面影响，近年也有学者提出新的观点，认为二者之间呈 U 型关系。

认为股权制衡度与公司价值呈正相关关系的研究有：Pagano 和 Roell(1998)，Bennedsen 和 Wolfenzon(1999)等学者认为在多元化的股权结构下，即股权制衡度高的情况下，会提高股东对管理层实施监督的动机，同时在这种相对制衡的治理结构下，控股股东的自利行为也会得到抑制，从而对公司价值的提升带来正面作用。国内学者也为股权制衡度与公司价值正相关的观点提供了不少实证研究论据：常贺稳（2007）通过实证分析发现具有较高股权制衡度的上市公司关联交易明显减少，进而为公司价值带来正面作用；刘

星等学者（2007）的研究指出：上市公司的股权制衡度对上市公司市值管理效果的影响与前两大股东的性质有关，性质不同效果越好。

而另一部分学者持有股权制衡度与公司价值负相关的观点：Gomes 和 Novaes（1999）认为，公司股权制衡度越高，越会突出股东之间利益冲突进而对企业产生不利影响；赵景文等人（2005）通过对比研究得出结论：一股独大的上市公司较之股权相对制衡公司提升业绩更快；徐莉萍等人（2006）通过实证研究得出结论：上市公司大股东的股权性质会显著影响股权制衡度对上市公司市值管理绩效的作用，尤其是当大股东是国有企业时，由于国企的监督能力强，会有助于提升上市公司的整体盈利水平，反之会产生负面影响。

阮素梅等人（2015）通过二次模型形式，对提高公司价值提供了几点建议：首先，公司治理时不能盲目追求提高股权制衡度，而应保持在一个最优的规模；其次，在确定最佳股权制衡度时，需要综合考虑多种其他因素的影响；如果上市公司实际股权制衡度远远低于股权制衡度最佳值，说明可以进一步提升上市公司价值创造能力。隋静等人（2006）运用基于非线性异质效应的概念和相应研究假设的新的计量模型方法，应用于我国 A 股上市公司，并通过实证结果表明股权制衡是一种比较有效的公司内部结构治理机制，能够显著影响公司价值。

### 三、上市公司市值管理效果的度量

#### 3.1 市值管理评价指标

随着股权分置的改革，股权得到了进一步流通，市值管理在中国也得到了进一步的发展与实践，但由于我国市场化的程度相比西方成熟市场来说还是比较低，对市值管理的重视并没有达到应有的水准。也正是因为如此，市值管理才越发迫切的需要更深一步的发展，学术界对于对市值管理的研究与论证也逐步增多，目的就是为了给市值管理提供一个充分而可靠的理论基础。本章节使用因子分析方法，构建了完整的上市公司市值管理评价指标体系，为后续的实证研究提供了基础。

在我国，主要以中国上市公司市值管理研究中心所发布的系统作为评价上市公司市值管理能力的标准蓝本。事实上，对市值管理进行评价的其他体系或者系统在中国并不常见，除此之外，一些上市公司会通过比较一些绩效指标来评价市值管理的水平能力的高低，出现这种现象的主要原因是因为相对于西方资本市场，我国资本市场目前还不成熟，市场化程度不高，对于市值管理乃至其他影响资本市场的各种因素的研究仍然处于一个早期不成熟的状态。考虑到市值管理是企业多方面因素共同影响作用的结果，并不单单体现在股价上，所以本文并不是单一地采用股票回报率、市盈率等指标来衡量市值管理。市值管理是企业内在价值的外在表现，体现了企业价值实现的水平，但由于我国资本市场的健全，企业的内在价值和外在价值经常存在差异，所以需要补充对内在价值的衡量和测算。

##### 3.1.1 价值创造

上市公司进行自我价值的创造是公司有序有效运行的基础，也是市值管理最关键的内容之一，上市公司进行价值创造的能力受到公司各个方面的制约，主要有公司的组织架构

设置合理程度，公司的日常营业盈利能力，公司管理层的管理监督水平以及公司的外部融资优势等等各个方面。这些因素整合起来对公司价值创造的能力决定了股东价值实现最大化的程度，因而通过各种手段提升这些因素之间的相互作用进而使得股东的利益最大化便是市值管理的终极目标。因此要评价上市公司的市值管理能力，首先就可以从价值创造的角度着手，根据中国上市公司市值管理研究中心所发布的市值管理评价系统，对于公司的价值创造能力评价可以包括价值创造能力及价值创造成长性两个方面，前者可以体现上市公司自身的各种情况包括盈利能力、经营业务能力等等，后者则可以反映上市公司未来创造营收能力的增长的一个潜力，以此为基础可以制定出上市公司市值管理的基本策略。

### 3.1.2 价值实现

市值管理的第二大内容就是价值实现，众所周知，与西方的资本市场不一样，中国资本市场是一个弱有效市场，绝大多数的上市公司的市场价值并不能很好反应企业的内在真实价值。因此价值实现的衡量指标应该可以反应上市公司市值与自身内在价值相符合的程度，二者的契合度上升也就可以反映市值管理水平的提升。价值实现是建立在价值创造的基础之上的，上市公司只进行价值创造还不够，还应当通过与资本市场的互动完成价值实现，中国上市公司市值管理中心所提出的管理系统对衡量价值实现采用的指标有托宾 Q 值、市场增加值增长率以及市场增加值率来进一步衡量市值管理的价值实现效果。

### 3.1.3 溢价因素

2008 年中国上市公司市值管理研究中心将沪深、股权激励、金牌董秘、公司治理、行业龙头地位、机构增减持等六大市场溢价因素来完善市值管理评价指标体系。市场溢价效应一直是上市公司市值管理关注的焦点，溢价因素从公司内部与外部影响着价值创造的各

个环节。然而，值得关注的是，一方面，由于以股权激励为代表的非财务指标的难以量化性；另一方面，公司治理等指标综合性较强，且公司治理对市值管理的影响是通过价值创造、价值实现、价值经营的三个环节表现出来。因此，本文的评价指标体系中不再涵盖溢价因素，仅从价值经营和价值实现两个方面衡量上市公司市值管理效果。

本文选取上市公司市值管理研究中心发布的市值管理效果评级指标体系，来测量上市公司市值管理的效果。该指标体系从市值管理的两个方面价值创造和价值实现出发，建立三级指标体系，共计 17 个指标。为了能在众多的市值管理基本指标中寻找出一组数目较少、相互独立的主成分来代替相对较多和互相关联的市值管理评价指标，对我国上市公司市值管理效果进行全面考察，以期获得对上市公司市值管理效果的客观评价。本文采用因子分析法对测量市值管理效果的 17 个指标进行公共因子的提取，从而比较客观地衡量了上市公司市值管理的效果，最后通过综合得分函数计算出样本公司市值管理效果的一个综合的分。

综上所述，我们可以得出上市公司市值管理评价指标体系如表 1 所示。

表格 1 市值管理指标综合选取

市值管理要素	指标名称	指标计算公式		
价值创造	基础价值	资产负债率	总负债/总资产	
		销售费用率	销售费用/主营业务收入	
		营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入	
		营业净利率	税后净利润/营业收入	
		资产收益率	净利润/总资产	
		主营业务收益率	营业利润/主营业务收入	
		基本每股收益	净利润/股本总数	
	成长价值	资产负债增长率	(本期余额-上期余额)/上期余额	
		营业毛利率增长率		
		主营业务收益率增长率		
		基本每股收益增长率		
		价值实现	市值	(总股本-境内上市的外资股 B 股)*收盘价+境内上市的外资股 B 股*收盘价*汇率
			市值增加值	市值-资产总额
			市值增加值率	市值增加值/期末总资产
市值增长率	(本期市值-上期市值)/上期市值			
负债权益率	企业总负债/市值			
托宾 Q	市值/期末总资产			

### 3.2 因子分析

在很多科学研究的情形下，我们需要对某一事物的综合属性来进行描述，然后再进行下一步的研究。在进行描述之前我们会尽可能多的去收集所有与该事物相关的变量，这些变量被认为是可以描述该事物的不同属性，在这个过程中我们很有可能会发现这些变量中

的某几个变量之间存在着比较强的相关性，在实际研究中，我们经常会将这些表现为强相关性的变量归为一类，尽管它们表面上看起来是描述该事物的不同属性，但实际上我们将它们归为一类来描述该事物的某一属性，即“某一因子”，这个过程我们就称为“因子分析（Factor Analysis）”。简单的来说，因子分析就是在研究中，将一系列变量中相关性较强的归为一类（一个因子），由此将众多的观测变量用少量的几个相互独立的因子来该概括，同时又能包含绝大多数的信息（较少的信息丢失），以这种方式来抽象概括出事物的综合属性。

### 3.2.1 因子分析概述

因子分析模型可表示为  $Y=AX+e$ 。其中， $Y = (Y_1, Y_2, \dots, Y_p)^T$  为随机变量； $X = (X_1, X_2, \dots, X_m)^T$  ( $m < p$ ) 为提出的公因子向量，向量的均值为 0，协方差为 1； $A = (a_{jk})$  是因子载荷矩阵， $(a_{jk})$  为因子载荷，其中， $a_{jk}$  是第  $j$  个向量与第  $k$  个因子的相关系数，反映了第  $j$  个变量在第  $k$  个因子上的载荷，也就是第  $j$  个变量相对于第  $k$  个因子的重要性程度。通过因子分析方法得到的几个因子并不能全面反映原有变量的所有信息，因此那些不能通过因子反映的部分，一并归集为特殊因子  $e$ 。

所以因子分析模型也可以表示为：

$$\begin{aligned}
 Y_1 &= a_{11}X_1 + a_{12}X_2 + \dots + a_{1m}X_m + e_p \\
 Y_2 &= a_{21}X_1 + a_{22}X_2 + \dots + a_{2m}X_m + e_p \\
 &\dots \\
 Y_p &= a_{p1}X_1 + a_{p2}X_2 + \dots + a_{pm}X_m + e_p
 \end{aligned}
 \tag{式 1}$$

### 3.2.2 可行性分析

并不是所有原变量都适合进行因子分析，因为进行因子分析就是为了要将相关性较强的变量提取出来。所以，显而易见，要想进行因子分析，就需要一个前提条件，那就是原变量之间必须要有一定的相关性。倘若原变量之间的相关性很差甚至乎是根本没有，那么就无法提出一个公因子出来，自然而然也就没有必要进行因子分析了。

在实证中，我们通常使用 KMO 检验（Kaiser-Meyer-Olkin 检验）以及 Bartlett 球形检验来检测多个变量之间的相关性：对于 KMO 检验，检验结果中 KMO 的值越大越好，一般来说，在实际研究中 KMO 的值大于 0.5 时，我们就认为原有变量可以进行因子分析，当 KMO 的值更大一些（大于 0.9）时我们认为原有变量非常适合进行因子分析；对于 Bartlett 检验也是一样，得出结果的统计量越大，P 值越小（小于给定的显著性水平），则认为通过了因子可行性检验，可以继续进行下一步骤。

本文选取指标检验结果如表 2 所示，其中  $KMO=0.597>0.5$ ， $sig<0.05$ ，Bartlett 的球形度检验的近似卡方值为 2495.378，以上数据均表明本文的指标通过可行性检测，所以可以用因子分析进一步提取主成分。

表格 2 KMO 和 Bartlett 的检验结果

取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量	0.597	
Bartlett 的球形度检验	近似卡方	2495.378
	df	136
	sig.	0.000

### 3.2.3 因子提取

因子提取这一步骤是在确认变量可以进行因子分析后的第一个步骤，该步骤是为了确定因子，是因子分析最基础最关键的所在，而因子提取这一步最关键的点则在于确定因子个数。若因子的方差贡献率累计值越大，提取的因子对原有变量的解释能力就越强，我们通常选择累计方差贡献率大于 85%的特征根个数作为因子个数。

在确定了样本适合进行因子分析后，就要进行因子的提取。文章主要按照以下两个规则进行因子的提取：（1）提取的方法为主成分分析法；（2）提取的原则为特征值大于提取结果如表 3 所示：

表格 3 因子提取结果

成分	初始特征值			提取平方和载入			旋转平方和载入		
	合计	方差贡献率%	累计贡献率%	合计	方差贡献率%	累计贡献率%	合计	方差贡献率%	累计贡献率%
	1	3.462	18.825	18.835	3.462	19.935	19.936	2.496	14.574
2	2.683	13.511	32.336	2.683	13.511	33.646	2.321	13.553	28.328
3	1.856	12.838	45.174	1.856	9.837	43.383	2.097	12.335	30.553
4	1.192	11.585	56.759	1.192	7.777	61.068	1.748	9.793	50.358
5	1.106	10.555	67.314	1.106	7.555	67.714	1.184	7.977	57.325
6	1.069	9.805	77.119	1.069	7.407	74.020	1.110	7.527	73.852
7	1.015	9.325	86.444	1.015	5.927	79.947	1.037	7.094	79.947
8	0.952	3.553	89.997						
9	0.901	2.301	92.298						
10	0.808	2.053	94.351						
11	0.728	1.633	95.984						
12	0.693	1.312	97.296						
13	0.479	1.226	98.522						
14	0.348	0.563	99.085						
15	0.178	0.452	99.537						
16	0.133	0.301	99.838						
17	0.003	0.162	100.000						

从表 3 的数据我们可以很清楚的看出前 7 个因子的特征值大于 1，累计方差贡献率为 86.444%，这表明这 7 个公共因子对总体信息的概括比较充分，所以我们选取这七个指标来描述上市公司市值管理效果。

### 3.2.4 因子命名

提取公因子后，我们需要对因子命名，命名之前我们需要通过对原本的因子载荷进行一个加工，以便我们可以比较清楚的看出哪些变量在哪个因子上载荷更大，这个操作我们称之为：因子载荷矩阵旋转。旋转的方法有很多种，主要有正交旋转法和斜交旋转法，以及最大方差正交旋转法。旋转之后，各个因子载荷平均值开始两极分化，大的更大，小的更小，这样，原本无法判断的载荷分布情况变得清楚，我们就可以根据分布情况看出所代表的经济含义并以此对公因子进行命名。

为了使各因子所代表的意义更加明确，本文对初始主成分载荷矩阵采用方差最大化的正交旋转方法进行因子旋转，旋转后的各因子的载荷情况如表 4 所示：

表格 4 成分矩阵

指标名称	公因子						
	1	2	3	4	5	6	7
资产负债率	0.018	0.009	0.094	0.031	0.110	0.011	0.219
销售费用率	0.265	0.040	0.822	0.041	0.821	0.018	0.318
营业毛利率	0.829	0.939	0.072	-0.059	-0.021	0.007	0.478
营业净利率	0.922	0.182	0.561	0.781	0.086	0.260	0.179
资产收益率	0.372	0.912	0.671	0.671	0.078	0.721	0.672
主营业务收益率	0.873	0.811	0.162	0.362	0.082	0.671	0.166
基本每股收益	0.612	0.672	0.861	0.089	0.912	0.562	0.81
资产负债增长率	0.782	0.278	0.922	0.058	0.821	0.971	0.027
营业毛利率增长率	0.322	0.162	0.368	0.626	0.261	0.175	0.681
主营业务收益率增长率	0.216	0.782	0.367	0.082	0.028	0.627	0.771
基本每股收益增长率	0.891	0.816	0.675	0.016	0.614	0.278	0.562
市值	0.918	0.671	0.614	0.186	0.328	0.637	0.699
市值增加值	0.971	0.861	0.513	0.627	0.711	0.752	0.171
市值增加值率	0.451	0.614	0.156	0.327	0.621	0.327	0.688
市值增长率	0.891	0.816	0.573	0.748	0.632	0.861	0.451
负债权益率	0.612	0.152	0.682	0.321	0.382	0.827	0.573
托宾 Q	0.154	0.826	0.911	0.081	0.045	0.015	0.012

从旋转后的各因子的载荷情况结果看，在公因子 F1 上有较高载荷的指标主要是代表公司成长性的指标，所以将 F1 命名为“价值成长因子”；在公因子 F2 上有较高载荷的指标主要是代表公司创造利润能力的指标，所以我们将 F2 命名为“价值创造因子”；在公因子 F3 上有较高载荷的指标主要是代表公司市场表现的指标，所以我们将 F3 命名为“市场表现因子”；在公因子 F4 上有较高载荷的指标主要是代表公司经营成果的指标，所以我们将 F4 命

名为“公司经营因子”；在公因子 F5 上有较高载荷的指标主要是代表公司收益及市值增长指标，所以我们将 F5 命名为“市场成长因子”；在公因子 F6 上有较高载荷的指标主要是代表公司市值情况指标，所以我们将 F6 命名为“公司市值因子”；在公因子 F7 上有较高载荷的指标主要是代表公司收益增长情况指标，所以我们将 F7 命名为“价值增长因子”。

### 3.2.5 因子得分

因子分析的最后一个是通过计算因子得分来对样本个体进行评价，计算出各因子得分的计算公式如下：

$$Y_j = U_{j1}X_1 + U_{j2}X_2 + \dots + U_{jm}X_m \quad (j = 1, 2, 3 \dots p) \quad (\text{式 2})$$

然后按照以下公式计算样本个体的综合得分：

$$Y = W_1Y_1 + W_2Y_2 + \dots + W_pY_p \quad (\text{式 3})$$

其中  $W_i (i = 1, 2, 3 \dots m)$  为旋转后各因子的方差贡献率与累积方差贡献率之比。

在进行因子提取与因子命名之后，可以根据因子得分系数矩阵使用 SPSS 软件算出各因子的得分，因子得分系数矩阵（见表格 5），我们用各标准化指标观测值序列乘以因子得分系数序列得到因子得分序列，具体计算如公式 4 所示，然后将其和方差贡献率一起代入公式 5，从而得到各样本的综合得分 F。后续的实证分析中用到的度量上市公司市值管理效果的指标 DEP，其值就等于 F。

$$F_{pi} = \sum W_{pj}Z_{ji} \quad (\text{式 4})$$

$$F = \frac{\lambda_1}{\lambda} F_1 + \frac{\lambda_2}{\lambda} F_2 + \dots + \frac{\lambda_m}{\lambda} F_m \quad (\text{其中：} \lambda = \lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_m) \quad (\text{式 5})$$

表格 5 公因子得分系数矩阵

指标 代码	公因子						
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7
I1	-0.063	0.178	0.281	-0.291	0.091	0.718	0.067
I2	0.66	-0.098	0.126	0.192	0.186	0.51	-0.137
I3	-0.056	0.017	-0.171	-0.179	-0.617	-0.126	-0.003
I4	0.024	-0.617	-0.816	-0.998	-0.832	-0.091	0.862
I5	-0.058	-0.156	-0.762	-0.451	-0.617	0.078	-0.167
I6	0.067	-0.561	-0.781	0.561	0.982	-0.126	-0.167
I7	-0.137	0.971	-0.762	0.419	0.068	-0.171	0.611
I8	-0.003	-0.016	0.172	-0.091	-0.083	-0.816	0.241
I9	0.862	0.0918	-0.981	-0.055	-0.187	-0.762	-0.091
I10	-0.167	-0.078	0.216	0.099	-0.615	0.024	-0.611
I11	-0.781	-0.004	-0.127	-0.167	0.861	-0.078	0.241
I12	0.162	-0.198	-0.176	-0.611	-0.671	-0.004	-0.091
I13	-0.782	-0.861	-0.145	0.241	0.684	-0.198	-0.419
I14	0.152	-0.821	0.51	-0.091	-0.872	0.238	0.091
I15	-0.452	0.919	-0.126	0.614	0.047	-0.21	-0.055
I16	-0.152	-0.175	-0.091	-0.863	0.021	0.187	0.099
I17	0.019	0.061	0.078	0.628	0.138	0.912	0.167

## 四、股权结构对市值管理效果的实证分析

### 4.1 实证研究设计

#### 4.1.1 研究假说提出

虽然众多学者对股权结构与公司市值之间的关系结论不一致，但通过对大量文献的筛选、总结和回顾，并结合实际经济背景，本文在众多学者的研究基础之上从股权集中度、股权制衡度以及管理层持股这三个方面来实证分析股权结构对上市公司市值管理效果的影响，并提出以下假说。

假说 1:股权集中度与上市公司市值管理的效果存在 U 型曲线关系

国外学者 Mcconnell et al.(1990)在研究上市公司股东持股比例与公司价值之间的关系时发现：二者之间的关系并非简单的线性关系，而是先负相关后正相关的关系，这也符合我们现实中的情况，大股东对公司自身价值的关注程度影响了公司市值，同时一定程度的提高了公司本身市值管理的可靠性，但当大股东的持股过大，则很容易造成一股独大，衍生出腐败的现象，损害公司的价值，因此我们提出假说 1。

假说 2：股权制衡度与上市公司市值管理的效果正相关。

这个结论是符合常理的，上市公司大股东之间若存在合理的制衡关系，一方面可以制约一股独大带来的弊病，保护小股东的利益，另一方面制约关系会提升公司信息的透明度，便于各方对公司进行监督，长远看来有利于公司的合理运行。

Maury 和 Pajuste(2015)发现了大股东之间的平衡关系与公司自身的价值是相关的，大股东之间的平衡关系与公司自身的价值越相关，那么公司的合理性就越多。从长远来看，家族控股公司表现得更加的突出，家族控股公司在没有其他的制约政策的影响下，会逐渐

的失去公司的活力，或者非法的获取利益。虽然随着股权制衡的体系的建立，可能会使大股东之间的相互监督的效率降低，但是建立了股权制衡体系，可以有利于市值管理。所以我们提出假说 2。

假说 3:管理层持股与上市公司市值管理的效果存在正相关关系

股权激励是解决相互之间的代理问题的一个行之有效的措施，在我国上市公司实行了股权激励制度之后，由于起步较晚，发展出现了很多的问题。但是，随着资本市场的逐渐发展和健全，股权激励在公司内部越来越发挥出了极大地效率。通过股权激励制度，决策层能够通过持股与公司自身的利益相结合，也就是提高了管理层的管理热情。将决策层融入公司自身的文化当中，而不仅仅是一个单一的职业经理人。通过对表现较好的管理人员的激励，提高了公司的活力以及自身的价值。部分委托代理问题可以管理层持股解决，通过管理层持股，经营层可以通过持股的方式与公司的拥有者的利益相一致，给予管理层提升公司价值的原动力，所以我们认为上市公司决策层的持股比例越高，公司的表现与决策层的关系也就越紧密。因而我们提出假说 3。

#### 4.1.2 指标选取

##### (1) 被解释变量

本文研究的是公司治理结构对市值管理效果的影响，那模型的被解释变量即市值管理的效果，本文通过对市值管理指标体系进行因子分析，算出上市公司市值管理效果的一个综合得分 DEP，来度量被解释变量市值管理效果。

##### (2) 解释变量

本实证研究的是股权结构对市值管理效果的影响，因而解释变量就应当为能合理描述股权结构变量，在前文对于股权结构的概念及理论梳理中，我们提到了股权集中度、股权制衡度以及管理层持股比例这三个可以代表股权结构的关键变量，在本实证研究中，就选取这三个变量作为解释变量。另外，因为本文假设股权集中度与市值管理效果呈倒 U 型曲线关系，为使模型能体现出这种曲线关系，在实际的模型分析中还加入了股权集中度的平方作为解释变量。

有关股权结构的描述，文章选择从股权集中度与制衡度两个角度进行。股权集中度描述的是股权分布情况，通常用大股东的持股比例（指数）来衡量，表示前大股东持股比例之和，本文选取来衡量上市公司的股权集中度。股权制衡度是指其他大股东对第一大股东或者控股股东的制衡作用，通常用指数和指数来衡量，指数是一个相对数指标，指数则是一个绝对数指标，本文选取指数来衡量股权制衡度，指数越大，股权制衡度越大，反之，越小。

### （3）控制变量

为了提高模型精度，我们在模型中加入了控制变量，影响上市公司市值管理效果的变量除了股权集中度、股权制衡度、管理层持股之外，还同时受到许多其他因素的影响，比如公司规模，公司债务水平及现金流变化等等。有学者研究表明，相比较规模较大的上市公司而言，规模小的上市公司在获取超额收益的方面上会更加具有优势；能及时偿还债务的上市公司可以通过有效控制经理人滥用现金的可能，在增强公司的管理能力的同时还可以督促管理人更加敬业以便获取更充裕的现金流。因此，本文为提高模型精度，引入企业财

务杠杆、公司规模、是否股权质押三个控制变量。其中，企业股东是否存在股权质押是二分类变量，即“是”取值为 1，“不是”取值为 0。指标的选择及含义如表 6 所示：

表格 6 指标符号及定义

变量名称	符号命名	定义
市值管理	DEP	上述因子分析综合得分
股权集中度	Share <sub>1</sub>	上市公司第一大股东持股占公司总股本的比例
股权制衡度	Share <sub>2-10</sub>	第二大股东至第十大股东所占公司股份的比例之和
管理层持股	Manage	报告期期末上市公司全体董事、监事及高级管理人员所持股 份总数占公司总股本的比重
公司规模	LNsize	公司报告期期末资产总额的自然对数
财务杠杆	LEV	公司年末负债/资产总额
股权质押	PLD	若存在股权质押则取 1，不存在则取 0

#### 4.1.3 实证计量模型的建立

文章先通过分析法建立评价上市公司市值管理效果的综合性指标体系，再利用数据分析各个上市公司的市值管理效果，得到具体的得分 DEP，最后与公司的股权结构的变量因子回归计算。

本文首先对各个变量进行相关性分析，然后再将所有股权结构因子纳入模型中，以便综合所有因素，检验假设 1、2、3。然而，回归系数显著并不能完全说明是股权结构直接影响到市值管理的效果。本文以 2005 年的股权分置改革事件，把样本分为股权分置改革前和股权分置改革后两个时期。以股权分置事件为结点，再次建立新的回归模型，分析股权分置改革事件是否会影响股权结构对市值管理的效果。

最后，考虑到中国上市公司类型众多，导致股权结构、管理模式、财务状况等存在较大差异，所以不同企业之间，股权结构对市值管理的效果可能会不同，所以我们进行了稳健性分析。

## 4.2 样本描述性统计

### 4.2.1 数据来源及样本选取

本文以 1997 年-2016 年沪深 A 股上市公司作为研究对象，并按照研究设计方案的需求剔除其中不符合要求的公司：①剔除 ST 类上市公司；②剔除当年新上市的公司；③剔除当年退市的上市公司；④研究变量数据缺失的上市公司也一并剔除公司，经过筛选之后，得到最终的样本数据。

本文有关上市公司财务数据及其他相关数据均来源于 Wind 和 Csmar 数据库。其中，市值方面数据来源于股票市场交易数据库，因子分析指标来源于财务报表以及指标分析数据库，股权结构数据来源于股东研究数据库。

### 4.2.2 变量描述性分析

在进行实证研究之前，文章对模型中涉及的各变量进行了描述性统计分析，进而分析股权结构现状。解释变量、被解释变量以及控制变量的描述统计分析均见表 7。

#### (1) 被解释变量

由上文构建的市值管理评价系统得出的各上市公司市值管理的综合得分，其最小值为-5.704，最大值为 6.341，说明上市公司的市值管理效果存在较大的差别，发展不均衡。平均值甚至为-0.0029，说明中国上市公司的市值管理效果普遍较差，还有待通过不断完善股权结构和内部控制以提高市值管理效果。

## (2) 解释变量

从表 7 可以看出,我国上市公司的股权结构比较集中,第一大股东持股比例最高达到了 73.65%,均值为 33.97%,介于 20%-50%之间所占比重较大。股权制衡度最高达到 36.19%,平均水平为 3.85%,说明第二至第十名大股东对第一大股东存在一定的制衡关系。管理层持股比例的最大值达到 14.32%,但均值为 2.11%左右,说明上市公司管理层持股比例总体偏低。

表格 7 变量描述统计

变量名称	最小值	最大值	平均值	标准差
市值管理	-5.704	6.341	-0.0029	0.279
股权集中度	0.0647	0.7365	0.3397	0.1596
股权制衡度	0.0052	0.3619	0.0385	0.0231
管理层持股	0.0091	0.1432	0.0211	0.0514
公司规模	6.489	12.381	9.564	0.574
财务杠杆	-1.8E+11	7.7E+10	2.3E+07	3.4E+09
股权质押	0	1	0.173	0.385

另外,本文对各变量观测值在 1997 年-2016 年的变化趋势进行了一个初步的描述性分析。从图 1 可以看出,股权集中度在股权分置改革前维持平稳的较高的水平,在 2005 年股改后逐渐下降并在近几年趋于平稳。

从图 2 可知,股权分置改革后,上市公司第二至第十大股东的持股比例呈现明显下降趋势,股权制衡程度减弱了,但由于第一大股东在股改后持股比例下降幅度明显高于第二至第十大股东的持股比例,所以股权制衡关系实际上得到加强。

由图 3 可知，上市公司管理层持股比例在股权分置改革前维持较低的水平，在 1%-2% 左右；在 2005 年股改时有较大幅度地增长，随后依旧维持较低的水平，但在 2012 年后增长速度相对较大。

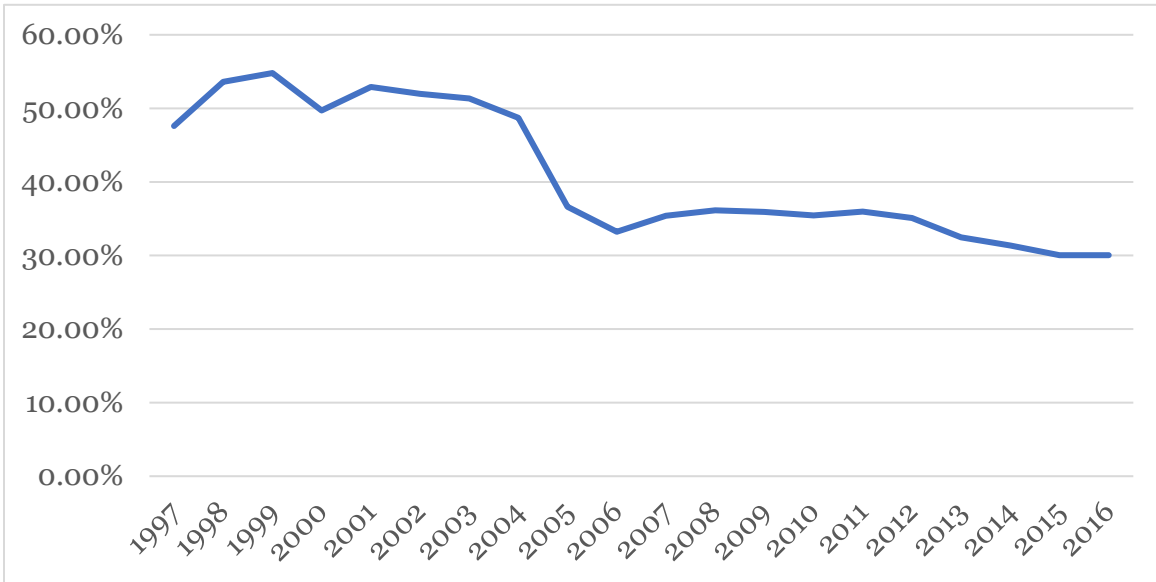


图 1 股权集中度年度变化趋势

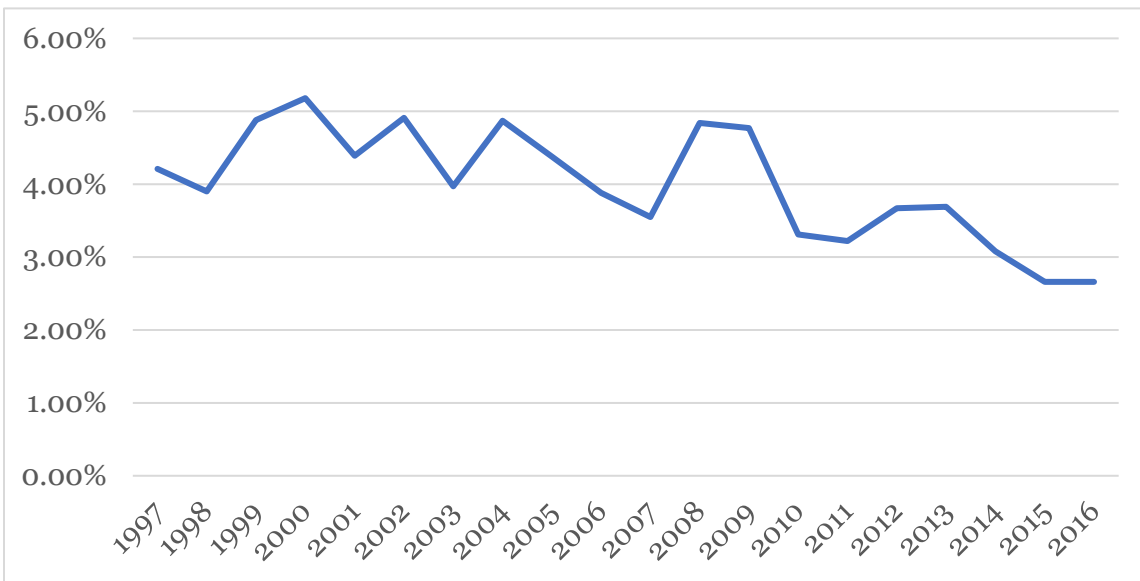


图 2 股权制衡度年度变化趋势

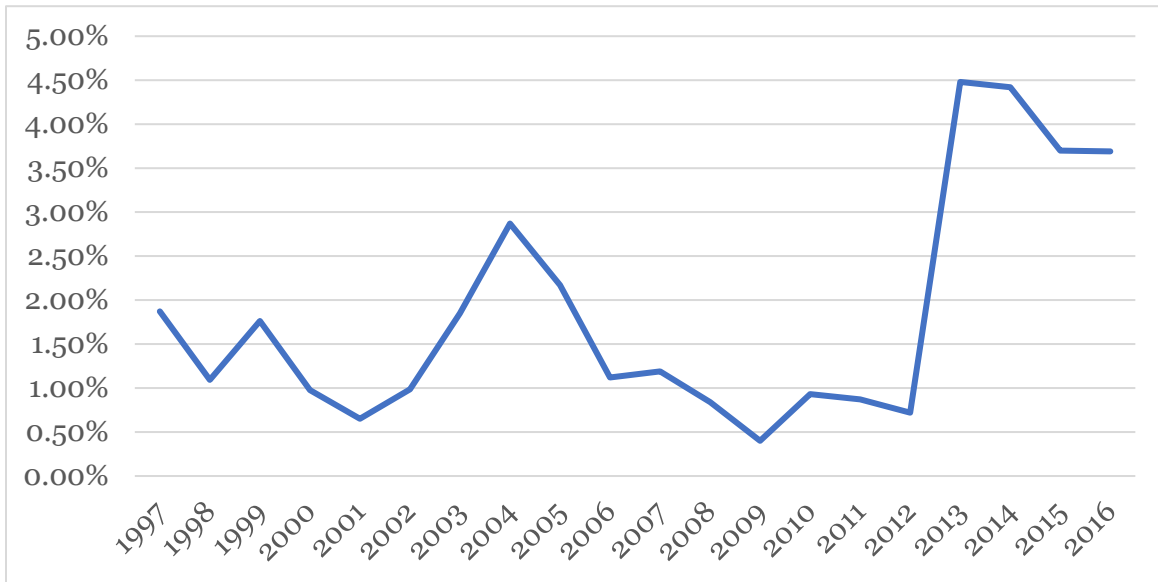


图 3 管理层持股比例年度变化趋势

### 4.3 实证分析

#### 4.3.1 单变量分析

先对各变量进行 Pearson 相关分析，结果如表 8 所示。由表 8 可知，第一大股东持股比例越高、公司规模越大、负债越低，市值管理效果越好，这与假说 1 是一致的；对于股权制衡度来说，股权制衡度越低，市值管理的效果越好，与假说 2 相矛盾，有待进一步研究。

表格 8 相关分析

		DEP	Manage	LNsize
Share <sub>1</sub>	Pearson Correlation	0.100**		
	Sig.	0.000		
Share <sub>2-10</sub>	Pearson Correlation	-0.129*		
	Sig.	0.046		
Manage	Pearson Correlation	0.006**		
	Sig.	0.000		
LNsize	Pearson Correlation	0.176**	-0.039	
	Sig.	0.006	0.486	
LEV	Pearson Correlation	-0.048**	-0.216**	0.121
	Sig.	0.000	0.000	0.076
PLD	Pearson Correlation	0.219	0.103	0.028
	Sig.	0.063	0.071	0.192

注：\*\*表示在 0.01 水平上显著相关；\*表示在 0.05 水平上显著相关

#### 4.3.2 多变量回归模型

在进行多变量回归分析前，先对各解释变量进行多重共线性检验，结果如表 9 所示。

可知，公司股权结构的各个变量不具有严重的多重共线性，因为这些变量的 VIF 值都处于 1-2 之间，因而，这一情况在回归分析中可以忽略。

表格 9 多重共线性检验

Variable	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
Share <sub>1</sub>	0.676	1.437
Share <sub>2-10</sub>	0.690	1.372
Manage	0.916	1.068
LNsize	0.893	1.081
LEV	0.911	1.074
PLD	0.928	1.065

考虑到股权分置改革事件极大地影响了中国上市公司的股权结构，所以接下来，本文以 2005 年的股权分置改革事件，把样本分为股权分置改革前和股权分置改革后两个时期。然后建立回归模型，回归模型中包含之前用的股权结构解释变量，另外加入代表事件后样本的哑变量 Reform（事件后=1，事件前=0），以及哑变量与解释变量的交互项，通过回归结果检验交互性是否显著。

以上文得出的上市公司市值管理效果指标 DEP 作为被解释变量，第一大股东持股比例（Share1），第一大股东持股比例的平方（Share1Square），第二到第十大股东持股比例总和（Share2-10），管理层持股比例（Manage）为解释变量，公司规模的对数值（LNsize），公司财务杠杆（LEV），股东股权质押（PLD）作为控制变量，进行多变量回归模型的建立。另外，考虑到解释变量的滞后项可能与被解释变量存在因果关系，所以同时在回归模型中加入每个解释变量的 1-2 期滞后项。回归结果如表 10 所示，为简化回归结果，表 10 中仅列出回归系数显著的滞后项。

调整  $R^2$  是用来判断模型拟合优良的指标，取值范围是 0-1，越接近 1 表明模型拟合效果越好。一般认为，经济做的模型中调整  $R^2$  大于 0.2，就可以认为模型拟合结果是可以接受的。本次研究中调整  $R^2$  为 0.318，表明模型拟合效果较好。F=19.935，在 1%水平显著，表明模型拟合成立。

表格 10 OLS 回归结果

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
Reform=0:				
c	-0.416	0.287	-1.629	0.112
Share <sub>1</sub>	-1.032	0.361	-2.974	0.001**
SquareShare <sub>1</sub>	0.896	0.368	2.430	0.014*
Share <sub>2-10</sub>	1.176	0.441	3.121	0.002**
Manage	0.616	0.305	3.491	0.000**
Manage-1	0.575	0.271	3.057	0.001**
LNsize	0.031	0.018	2.008	0.032*
LNsize-1	0.178	0.168	3.681	0.009**
LEV	-0.147	0.086	-1.623	0.143
PLD	-0.241	0.091	-2.172	0.029*
Reform=1:				
c	-0.328	0.167	-1.737	0.109
Share <sub>1</sub>	-2.103	0.231	-3.714	0.000**
SquareShare <sub>1</sub>	0.998	0.389	2.930	0.002**
Share <sub>2-10</sub>	1.491	0.531	3.311	0.001**
Manage	0.693	0.319	4.101	0.000**

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
Manage-1	0.595	0.242	3.179	0.001**
LNsize	0.029	0.019	2.115	0.022*
LNsize-1	0.198	0.240	3.292	0.005**
LEV	-0.162	0.091	-1.717	0.191
PLD	-0.239	0.103	-3.228	0.010**
F	19.935			
R <sup>2</sup>	0.365			
AdjustedR <sup>2</sup>	0.318			
D.W	1.730			

注：\*\*表示在 0.01 水平上显著相关；\*表示在 0.05 水平上显著相关

由表 10 可知回归方程为：

Reform=0:

$$\begin{aligned}
 DEP = & -0.416 - 1.032 \text{ Share}_1 + 0.896 \text{ SquareShare}_1 + 1.176 \text{ Share}_{2-10} + 0.616 \text{ Manage} \\
 & + 0.575 \text{ Manage}_{-1} + 0.031 \text{ LNsize} + 0.178 \text{ LNsize}_{-1} - 0.147 \text{ LEV} \\
 & - 0.241 \text{ PLD}
 \end{aligned}$$

Reform=1:

(式 6)

$$\begin{aligned}
 DEP = & -0.328 - 2.103 \text{ Share}_1 + 0.998 \text{ SquareShare}_1 + 1.491 \text{ Share}_{2-10} + 0.693 \text{ Manage} \\
 & + 0.595 \text{ Manage}_{-1} + 0.029 \text{ LNsize} + 0.198 \text{ LNsize}_{-1} - 0.162 \text{ LEV} \\
 & - 0.239 \text{ PLD}
 \end{aligned}$$

### 4.3.3 实证结论

对比股权分置改革前后的回归系数及其显著性可知，股权分置改革后的数据的绝对值普遍大于股权分置改革前，且系数显著性明显增强。所以可以得出结论：因为股权分置改革事件影响了上市公司的股权结构，所以股权结构影响到市值管理的效果在股权分置改革

之后的样本更加明显。但股权分置改革并没有影响系数是否显著，比如 LEV 在股权分置改革前不显著，股权分置改革后仍然不显著。所以，为简化文章，我们可以只就股权分置改革后的数据讨论三大假说的验证。

### （1）股权集中度

上市公司第一大股东持股比例与市值管理效果呈显著负相关，系数为-2.103，而上市公司第一大股东持股比例的平方与上市公司市值管理效果呈正相关关系且显著，这两个结果综合验证了我们提出的假说 1：股权集中度与市值管理效果呈 U 型关系。即上市公司积极大股东的存在对于上市公司的有效市值管理具有一定的益处。

### （2）股权制衡度

另外，变量 Share<sub>2-10</sub> 的回归系数为 1.491，P 值为 0.001，表明上市公司股权制衡度与上市公司市值管理效果显著正相关，表明公司股权制衡度平均增加一个单位，公司管理效果增加 1.491 单位。这表明股权制衡度越高，上市公式的市值管理效果越好，验证了假说 2。所以，提升除第一大股东外前十大股东的股权比例可以对公司管起到促进作用，同时对股权集中有制衡作用。

### （3）管理层持股

此外，变量 Manage 的系数为 0.693，P 值为 0.000，表明上市公司管理层持股比例与市值管理效果在 0.01 的水平上显著正相关，表明公司股权制衡度平均增加一个单位，公司管理效果增加 0.693 单位。这表明管理层持股越高，上市公司的市值管理效果越好，验证了假说 3。另外，我们还发现，管理层持股的一期滞后变量是显著的，说明管理层持股对市值管理的效果不仅有当期的影响，还存在滞后效应。

而且，公司规模及其一期滞后项的系数为正数，且 P 值小于 0.01，说明公司规模与市值管理效果呈显著正相关，且公司规模对市值管理效果有显著的滞后影响。PLD 的系数为 -0.239 且 P 值小于 0.01，说明是否股权质押与市值管理效果呈显著负相关，即若该公司存在股权质押则市值管理效果比不存在股权质押的同类公司差。

#### 4.3.4 稳健性检验

考虑到中国上市公司类型众多，导致股权结构、管理模式、财务状况等存在较大差异，所以不同企业之间，股权结构对市值管理的效果可能会不同，所以我们进行了稳健性分析。

对原有的样本数据进行划分，按照不同维度将原样本划分为若干个子样本：（1）以国有企业、民营企业划分；（2）以是否家族控股划分。回归结果见表 11 和表 12。

表格 11 是否国企回归结果

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
<b>Station=0:</b>				
c	-0.831	0.341	-4.319	1.414
Share <sub>1</sub>	-1.032	0.521	-2.984	0.010*
SquareShare <sub>1</sub>	0.996	0.467	3.430	0.018*
Share <sub>2-10</sub>	1.590	0.441	3.121	0.000**
Manage	0.476	0.305	3.491	0.000**
LNsize	0.043	0.086	2.389	0.027*
LEV	-0.690	0.176	-1.678	0.781
PLD	-0.392	0.173	-2.561	0.018*
<b>Station=1:</b>				
c	-0.781	0.167	-1.651	0.162

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
Share <sub>1</sub>	-2.103	0.202	-3.765	0.000**
SquareShare <sub>1</sub>	1.786	0.898	4.930	0.001**
Share <sub>2-10</sub>	1.781	0.531	3.311	0.001**
Manage	0.681	0.319	4.101	0.000**
LNsize	0.098	0.019	2.115	0.017*
LEV	-0.981	0.075	-1.717	0.534
PLD	-0.561	0.434	-3.228	0.010**
F	41.654			
R <sup>2</sup>	0.536			
AdjustedR <sup>2</sup>	0.412			
D.W	1.792			

表格 12 是否家族控股回归结果

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
Family=0:				
c	-0.721	0.342	-4.525	0.817
Share <sub>1</sub>	-1.751	0.955	-2.657	0.000**
SquareShare <sub>1</sub>	0.451	0.213	3.865	0.001**
Share <sub>2-10</sub>	2.765	0.659	3.132	0.000**
Manage	1.278	0.423	3.734	0.001**
LNsize	0.892	0.085	2.356	0.043*
LEV	-0.576	0.488	-1.514	0.786
PLD	-0.451	0.437	-2.653	0.015*
Family=1:				
c	-0.432	0.459	-1.965	0.218
Share <sub>1</sub>	-1.103	0.856	-1.737	0.015*
SquareShare <sub>1</sub>	0.369	0.345	2.930	0.001**
Share <sub>2-10</sub>	1.754	0.313	2.311	0.001**
Manage	0.534	0.745	2.101	0.002**
LNsize	0.064	0.746	2.115	0.034*
LEV	-0.162	0.091	-1.717	0.191
PLD	-0.239	0.103	-3.228	0.010**
F	37.645			
R <sup>2</sup>	0.455			
AdjustedR <sup>2</sup>	0.368			
D.W	1.520			

由回归结果可知，对比国有企业和民营企业的回归系数及其显著性可知，国有企业的系数及方程显著性大于民营企业，说明若某公司是国有企业则市值管理效果比不是国有企业的同类公司好。

由回归结果可知，对比是否家族控股企业的回归系数及其显著性可知，非家族控股企业的系数及方程显著性大于家族控股企业，说明若某公司是家族控股则市值管理效果比不是家族控股的同类公司差。

## 五、对于上市公司改善市值管理的建议

上市公司的股权结构是公司治理的基本内容，因为股权结构决定了公司管理层架构、经营决策内容等等，对公司整理治理的影响可见一斑，因此研究股权结构对上市公司市值管理效果的影响有十分重要的现实意义，对上市公司提升自身市值管理水平能力，改善市值管理方法有相当的参考价值，本小结就上市公司提升市值管理能力提出了以下建议：

### (1) 充分认识市值管理概念，明确科学的市值管理目标

市值管理是我国资本市场特有的管理概念，是股权分置改革深化的产物，市场中的参与者、上市公司的管理层都应该充分的认识市值管理概念的重要性，并且树立明确的市值管理目标。需明确市值管理的目标并不是要将公司的市值做的越大越好，而是要让市值充分体现上市公司自身的内在价值，让投资者充分认识、认可上市公司的价值。上市公司通过价值实现将自身的经营水平和盈利能力创造的价值合理的在资本市场反应，并通过价值经营充分利用资本市场溢价来不断增加股东的利益，也就是说市值管理的最终落脚处还是在于公司的价值创造能力，而不是一味的盯着市值的增长。若没有正确的理解市值管理的目标与最终落脚点，反而做一些不合法、不正当的行为增加市值，其实是本末倒置，不符合市值管理的初衷的，因为市值管理是服务于公司的可持续发展的，而不是只顾眼前的利益罔顾其他。基于此，上市公司在进行市值管理时，应该制定好市值管理的流程以及最终的管理目标，市值管理旨在提升公司的整体的价值创造能力而非单纯的数字游戏。

在市值管理概念的传播以及正确方法、目标的普及上，政府等相关管理和监管部门可以组建官方平台进行传播，并配以专业的人员进行定期培训及宣讲等活动。对于市场中的市值管理行为，相关监管部门应当严格的进行监管并加以引导，对市场中假借市值管理之

名，实则实行股价操作行为、扰乱市场秩序的违法行为应当严厉处置，并在处置违法行为过程中保证公开、透明，接收市场其他参与者的监督。相关监管部门在处置违法行为的同时，还应当对投资者进行教育，对违法行为进行大量的宣传，提高投资者的风险意识。

上市公司在充分认识了市值管理的概念，并树立了正确的市值管理理念之后，企业应当完善自身市值管理方法，可以从改善公司的股权结构来优化公司的治理结构，建立合理的股权激励策略来、完善独立董事的体系提高上市公司市值管理的效果。

### (2)改善市值管理实施环境

中国资本市场目前从政府干预上来说，确实相较西方资本市场来说是比较常见的一个现象，尤其是当上市企业时国企的时候，现象更甚。中国国企上市公司的经理人的任命往往带有强烈的行政色彩，这样没有经过公司内部决策和竞争就上任后的上市公司经理人无法有效的满足公司的发展需求，公司的发展缺乏动力。这带来的后果是很显而易见的，缺乏一定竞争机制选拔上任的经理人，受到压力较小，股权激励对其的作用也不明显，市值管理的实施就缺乏强有力的动力，因此规范职业经理人市场对现在中国的资本市场的重要性不言而喻。相关管理部门应采取相应的措施来规范职业经理人市场，鼓励上市公司（无论国企还是非国企）建立公开、公平、公正、透明的管理能力考核标准，以此来选择具有专业技能知识和素养的、被市场所认可的职业经理人，从而为上市公司的市值管理提供有效的实施环境。

### (3)进一步完善市场有效性

中国资本市场的属于弱有效市场，在这样一个市场中充斥着大量的资本投机交易，上市公司的市值远远偏离公司内在价值的现象比比皆是，这对于有效的市值管理是一个非常

大的障碍。因为市值管理的目标就是为了让市值合理的体现公司的内在价值，这样市场中的其他参与者（投资者）可以认识并认可企业的价值创造能力，所以一个成熟的资本市场对于公司的市值管理体系的完善有非常好的促进作用。相关管理部门可以通过有效的监督、完善市场的退出制度来进一步加强市场的有效性，随着一些资质差、经营不规范、财务作假、职能机构不完善的机构退出市场，可以使得资本市场的竞争制度更加完善，也能使得上市公司更加重视公司的经营能力以及市值管理水平。上市公司内部也应当制定完善的公司内部信息传导体系，确保公司的拥有者和管理者之间的信息能够获得充分有效的沟通，避免市场的一些不正当的投机行为，达到进一步完善市场有效性的目的。

## 六、研究总结及展望

### 6.1 结论

本文主要论述上市公司股权结构对市值管理效果的影响，包括了理论与实证分析两大部分，理论研究部分梳理了国内外学术界关于股权结构以及市值管理的相关文献，并加以归纳总结，实证分析部分以按照研究设计方案的需求筛选后的中国上市公司 1997 年-2016 年的财务数据为研究样本，基于因子分析对股权结构影响上市公司市值管理进行了实证研究，得出以下结论：

(1) 在上市公司的股权集中度与其市值管理效果并非是线性的正相关或者负相关关系，而是呈现出一种倒 U 形的关系，当上市公司第一大股东的持股比例与公司市值管理的效果某一水平之下时，股权集中度越高，上市公司的市值管理效果越差；但当第一大股东的持股比例与公司市值管理的效果超过某一值时，股权集中度越高，上市公司的市值管理效果反而越好。

(2) 股权制衡度与上市公司市值管理效果之间的关系与实施公司管理层持股和后者之间的关系表现出了一致性，实证结果均表明呈现了明显的正比例关系。也就是说股权的制衡程度越高，上市公司的管理层持股比例越高，上市公司的市值管理效果越好。综合各个方面考虑，上市公司可以通过提升股权制衡度或者提高决策层的持股比来优化公司内部股权结构进而优化上市公司的市值管理水平。

(3) 管理层持股与上市公司市值管理效果之间呈显著的正相关关系，即公司管理层持股比例越大，市值管理效果越好。通过查阅文献和合理分析，本文认为这是因为管理层

是对上市公司运营和管理最了解和熟悉的人群，因此若由管理层控股，管理层能合理利用并支配股权，从而为公司创造并实现更多的价值，即使得市值管理效果更好。

（4）除了本文重点关注的股权结构外，影响公司价值的因素有很多，其中，公司规模与市值管理效果呈显著正相关；是否股权质押与市值管理效果呈显著负相关；是否家族控股与市值管理效果呈显著负相关；是否国有企业与市值管理效果呈显著正相关。

（5）本文考虑的股权结构和其他控制变量都只是众多因素中的一部分，其对公司价值的作用不能仅从股权结构的集中或分散程度一刀切的得出利弊结论，需要结合其他方面来综合考虑股权结构对上市公司价值的影响究竟几何比如公司的管理机制，管理层人员素质，公司的监督职能平衡与计策机制等等，都会影响到这两者之间的关系。

## 6.2 不足与展望

因笔者专业知识层面较窄，理论基础比较单薄，虽然所在的公司本身在做市值管理，有一定的实践经验，但文章中可能会出现一些不足的地方。市值管理是在我国实施股权分置改革后才出现的概念，在我国还不够成熟的资本市场中，对于市值管理的相关理论还不成熟，笔者仅仅是通过对以往相关文献的研究才总结出自己的观点，难免对市值管理的认识不够全面和透彻。

其次，在研究样本及其相关的财务数据选择上存在一定的局限性，文章选以中国 A 股上市公司作为研究对象，当中大多数的上市公司为中小盘股，同时市场中还存在着大量的大盘股以及蓝筹股，因此数据选取并不能完全体现市场的真实面目。样本数据的缺乏可能导致实证的结果具有一定的偏颇，不能完全代表我国资本市场中的所有上市公司现状。

另外，在实证中选取的指标难免局限，目前在我国市值管理的计算当中，经济增加值这一指标并不在市值管理等相关的经济领域当中出现，这是由于经济增加值的计算相当的复杂，所需数据量太多，而且国内并没有出现统一而标准的计算体系，因此本文在计算当中，并没有采用经济增加值这一数据。此外，一些其他数据，比如政策影响、公司的周转率等，都是关联性极强的指标，并没有进行选取。因此本文指出了一些标志性的清晰的指标进行了计算和分析，并对上市公司的股权结构与市值管理之间的相互影响进行了例证和分析。研究的范围具有一定的局限性，没有对公司治理的其他方面进行研究。

在今后的研究中有望将公司治理的各个方面纳入研究的范畴，共同探讨对市值管理的影响及作用。随着我国资本市场的日渐完善以及市值管理相关理论的不断深入探讨，相信在以后的研究和学习中能够克服以上的研究局限。未来的研究方向可能聚焦于加入更多的自变量，如经济增加值等影响因素来研究其对市值管理的影响；另外还会丰富研究的样本，将研究扩展到整个资本市场中，更加真实客观地反映市场的现实状况。

## 参考文献

- Ameels, Anne & Bruggeman, Werner & Scheipers, Geert. (2002). Value-based management control processes to create value through integration: a literature review. Vlerick Leuven Gent Management School, Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series.
- Antonio Minguez-Vera and Juan Francisco Martin-Ugedo, (2007), Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market, *International Review of Financial Analysis*, 16, (1), 81-98.
- Benjamin Maury and Anete Pajuste, (2005), Multiple large shareholders and firm value, *Journal of Banking & Finance*, 29, (7), 1813-1834.
- Bennedsen, Morten & Wolfenzon, Daniel. (2000). The Balance of Power in Closely Held Corporations. *Journal of Financial Economics*. 58. 113-139.
- Christian Weiss, Stefan Hilger. 2012. Ownership concentration beyond good and evil: is there an effect on corporate performance? *Journal of Management & Governance*.
- Clifford G. Holderness and Dennis P. Sheehan, (1988), The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, (1-2), 317-346.
- Eisenberg, Theodore; Sundgren, Stefan; and Wells, Martin T., "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms" (1998). Cornell Law Faculty Publications. Paper 393.
- Gomes, A.R., Novaes, W., 1999. Multiple Large Shareholders in Corporate Governance. Working Paper. The Wharton School, Philadelphia, PA.
- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart. "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation." *The Bell Journal of Economics* 11, no. 1. (1980): 42-64.
- Harold Demsetz and Belen Villalonga, (2001), Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance*, 7, (3), 209-233.
- Jeffrey L. Coles, Naveen D. Daniel, 2013. Lalitha Naveen. *Journal of Financial Economics*.
- Knight, J. A. (1998), *Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill, New York: USA.

- McConnell H, Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*.
- MC Jensen, WH Meckling. 1976. *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and capital structure*. Springer Netherlands.
- MJ Mauboussin, AR appaport. 2015. Transparent Corporate Objectives—A Win-Win for Investors and the Companies They Invest in. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- MK&Amp, C Inc., T Copeland, TKoller. JMurrin. 2010. *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review* 48, no. 3.(1958):261-97.
- Monks, Robert & Minow, Nell. (2001). *Corporate Governance*.
- Pagano, M. and Roell, A. (1998) The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public. *Quarterly Journal of Economics*, 113, 187-225.
- Rosenstein S, Wyatt JG. 1990. Outside directors, board independence and shareholder wealth. *The Journal of Finance*.
- Sanjai Bhagat, Bernard Black. 2012. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*.
- Stijn Classens, Joseph.P.H.Fan. *Corporate Governance in Asia: A Survey*. *International Review of Finance*, 3:2, 2002: pp. 71-103.
- Thomsen, Steen, and Torben Pedersen. "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies." *Strategic Management Journal* 21, no. 6 (2000): 689-705.
- Yermack, D. (1996) High Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.
- 白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜.中国上市公司治理结构的实证研究[J].*经济研究*,2005(02):81-91.
- 陈德萍,陈永圣.股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009年中小企业板块的实证检验[J].*会计研究*,2011(01):38-43.

陈飞,牛小叶.股权集中度、股权制衡与公司价值实证研究[J].市场论坛,2010(11):37-38+18.

陈浩.基于二元价值容介态的市值管理:评价与实证[J].广义虚拟经济研究,2014,5(02):58-64.

常贺稳.股权制衡、关联交易与公司价值的关系研究[D].北京化工大学,2007.

陈小悦,徐晓东.股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J].经济研究,2001(11):3-11+94.

杜莹,刘立国.股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析[J].管理世界,2002(11):124-133.

冯根福,韩冰,闫冰.中国上市公司股权集中度变动的实证分析[J].经济研究,2002(08):12-18+93.

冯根福,吴林江,刘世彦.我国上市公司资本结构形成的影响因素分析[J].经济学家,2000(05):59-66.

顾斌,周立烨.我国上市公司股权激励实施效果的研究[J].会计研究,2007(02):79-84+92.

黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析[J].经济研究,2001(11):12-20+27.

李琦.大股东市值管理理论和模式研究[J].管理现代化,2014(01):126-128.

刘国芳.上市公司市值管理动因模型研究[J].当代经济,2010(24):152-153.

刘泉君.创业板公司股权集中度及股权制衡度对业绩的影响[D].北京交通大学,2013.

刘翼鹏.关于上市公司建立市值管理制度的思考[J].当代经济,2014(18):64-65.

李亚辉,耿浩,张建波.股权集中度及股权制衡对公司价值影响的研究——以深圳证券交易所中小板上市公司为例[J].商业时代,2012(12):73-75.

刘玉财.我国上市公司大股东增持的发展特征与市场意义研究[J].中国证券期货,2012(01):17-18.

阮素梅,杨善林,张莉.公司治理与资本结构对上市公司价值创造能力综合影响的实证研究[J].中国管理科学,2015,23(05):168-176.

施光耀.中国上市公司分红状况分析[J].中国金融,2012(06):67-68.

余镜怀,胡洁.上市公司股权结构与公司绩效关系的实证分析[J].当代经济科学,2007(01):99-107+127-128.

- 翁世淳.从价值创造到市值管理:价值管理理论变迁研究评述[J].会计研究,2010(04):74-81+96.
- 王克敏,王志超.高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究[J].管理世界,2007(07):111-119.
- 王克敏,陈井勇.股权结构、投资者保护与公司绩效[J].管理世界,2004(07):127-133+148.
- 王华,黄之骏.经营者股权激励、董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析[J].管理世界,2006(09):101-116+172.
- 王鹏,周黎安.控股股东的控制权、所有权与公司绩效:基于中国上市公司的证据[J].金融研究,2006(02):88-98.
- 徐莉萍,辛宇,陈工孟.控股股东的性质与公司经营绩效[J].世界经济,2006(10):78-89+96.
- 徐晓东,陈小悦.第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J].经济研究,2003(02):64-74+93.
- 夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J].经济研究,2005(05):40-51.
- 俞鸿琳.国有上市公司管理者股权激励效应的实证检验[J].经济科学,2006(01):108-116.
- 易莹.市值管理:首要把握核心理念[J].证券市场导报,2014(11):1.
- 张丽锋.股权结构、董事会特征与企业绩效波动[D].南京财经大学,2011.
- 朱红军,汪辉.“股权制衡”可以改善公司治理吗?——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究[J].管理世界,2004(10):114-123+140-156.
- 赵景文,于增彪.股权制衡与公司经营业绩[J].会计研究,2005(12):59-64+96.
- 张泽刚.上市公司股权特征、董事会特征与公司价值研究[J].煤炭经济研究,2010,30(04):47-49.
- 郑江淮,何旭强,王华.上市公司投资的融资约束:从股权结构角度的实证分析[J].金融研究,2001(11):92-99.