

# 上市银行股权结构对EVA和EVAR的影响

吕飞 杨立社(教授)

(西北农林科技大学经济与管理学院 陕西杨凌 712100)

**【摘要】** 本文以股权结构为解释变量,以经济增加值(EVA)和经济增加值增长率(EVAR)为被解释变量,实证研究了上市银行股权结构与EVA、EVAR之间的关系,为上市银行通过股权结构调整提高EVAR进而提升公司价值提供了理论依据。

**【关键词】** 上市银行股权结构 公司价值 EVA EVAR

## 一、引言

股权结构是上市公司治理中最具有代表性的问题,不同的股权结构决定了不同的公司治理结构,并最终决定公司的经营战略和公司价值。国内外学者对股权结构与企业经营绩效之间的关系问题已经做了许多有益的探索。Shleifer和Vishny(1997)在研究了大股东持股比例与企业绩效的关系后发现,大股东酝酿的潜在接管计划作为一种有效的监督机制对公司治理能够发挥积极的作用。因此,Shleifer和Vishny预言在其他条件相同的情况下,大股东的存在对公司价值具有正效应。Pedersen和Tomsen(1999)在考察了欧洲12个国家的435家大公司后认为,股权集中度与公司净资产收益率(ROE)存在着显著的正相关性。Johnson(2000)认为,在外部股权结构比较分散且缺乏完善的监督管理机制的情况下,大股东非常容易吞噬小股东利益,大股东的控制权愈高,公司价值就愈低,所以股权相对分散公司的经营绩效和公司价值要优于股权集中的公司。

许小年(1997)的分析结果表明:国有股比重越高的公司,经营绩效越差;法人股比重越高的公司,经营绩效就越好。周业安(1999年)研究发现,国有股和法人股的比例与企业ROE之间也存在着显著的正相关性。张国林、曾令琪(2005)在分析大量上市公司的股权结构与公司价值、治理效率之间的关系后得出结论:国有股的比例与公司价值存在显著的负相关性,而法人股比例与公司价值存在显著的正相关性。王昱升(2008)通过对沪深两市283家上市公司研究发现:国有股比例与公司绩效存在着负相关性,但并不显著;而法人股持股比例与公司绩效则存在着负相关性;而流通股的比例与公司绩效并不相关。

可见,目前的研究对于股权结构与公司价值之间关系的看法并不一致。为进一步探究银行的股权结构对其经济增加值(EVA)的影响,本文以上市银行为例,运用经济增加值增长率(EVAR)这一指标来衡量公司价值,研究我国上市银行股权结构与公司价值之间的关系,进而对我国上市银行的经营绩效、公司价值的改善提出参考性建议。

## 二、变量的选取与模型的设计

### 1. 变量的选取。

(1)解释变量。本文选取股权结构作为解释变量。股权结构包含两方面的内容,即股权属性与股权集中度。其中,股权属性指标包含国家股(GJG)、法人股(FRG)、流通股(LTG),股权集中度指标包含第一大股东持股比例(CR1)、前五大股东持股比例(CR5)、第二大股东持股比例与第一大股东持股比例之比(Z1)、第二至第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比(Z2)等。

(2)被解释变量。国内外学者多以会计指标和市场指标来考核上市公司的价值,但是都存在一定的缺陷:①大多数指标仅反映经营效率,忽视了权益资本的成本;②并未将风险因素剔除在外,不能反映获得该经营成果所支付的风险成本。而EVA是从税后净营业利润中扣除包括股权和债务的所有资金成本后的真实经济利润,是综合损益表和资产负债表得出的公司业绩指标,可以较为直观地帮助投资者判断企业是否在当期真正为股东创造了价值。但考虑到EVA是绝对值指标,很大程度上取决于公司的资本规模,因此本文选择EVA的另一种表现形式即EVAR这一相对指标来反映公司创造价值的能力,两者的关系可表示为:EVAR=EVA/全部投入资本。

在参考相关文献及银行负债经营的特性基础上,本文得到适用于银行业的EVA的计算公式如下:

$$EVA = \text{税后净营业利润} - \text{资本成本} = \text{税后净营业利润} (\text{NOPAT}) - \text{资本总额} \times \text{资本成本率} (\text{TC} \times \text{WACC})$$

$$\text{税后净营业利润} (\text{NOPAT}) = \text{净利润} + \text{资产减值准备本年变化数} (\text{贷款呆账、坏账准备、长短期投资减值准备、待处理抵债资产准备、其他资产减值准备}) \pm \text{递延税款贷方变化数} (\text{借方}) \pm \text{营业外支出} (\text{收入}) \times (1 - \text{企业所得税税率})$$

$$\text{资本总额} (\text{TC}) = \text{权益资本} + \text{资产减值准备本年余额} (\text{贷款呆账、坏账准备、长短期投资减值准备、待处理抵债资产准备、其他资产减值准备}) \pm \text{递延税款贷方余额} (\text{借方})$$

$$\text{资本回报率} (\text{WACC}) = \text{无风险收益率} + \beta \times \text{市场风险溢价}$$

本文中的 $\beta$ 系数借鉴刘永涛的研究成果,即我国金融

行业β系数采用1.089。无风险利率参考中国人民银行公布的三个月存款基准利率。考虑到市场风险溢价反映整个股票市场相对于无风险收益的溢价,我国股票市场溢价通常在2%~9%之间,故本文所采用的市场风险溢价为7%。

(3)控制变量。在本文的研究模型中,由于资本结构、公司规模较大差异可能造成研究模型与实际情况的偏差,所以本文定义了控制变量。就银行业来说,资本充足率作为一项重要的监管指标,是反映企业整体偿债能力和抗风险能力的标尺,其对银行资本结构及经营绩效的影响作用巨大,这里我们引入资本充足率(CAR)作为控制变量。

相关变量定义具体如表1所示:

	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	经济增加值增长率	EVAR	经济增加值/总资本
	国家股比例	GJG	国家股股数/股本总数
解释变量	法人股比例	FRG	法人股股数/股本总数
	流通股比例	LTG	流通股股数/股本总数
	第一大股东持股比例	CR <sub>1</sub>	第一大股东持股数/股本总数
	前五大股东持股比例	CR <sub>5</sub>	前五大股东持股总数/股本总数
	第二大股东持股比例与第一大股东持股比例之比	Z <sub>1</sub>	第二大股东持股总数/第一大股东持股总数
	第二至第五大股东持股比例与第一大股东持股比例之比	Z <sub>2</sub>	第二至第五大股东持股总数/第一大股东持股总数
控制变量	资本充足率	CAR	总资本/加权风险资产

2. 模型设计。由于各解释变量之间存在一定的相关性,因此本文将分别用各解释变量对EVAR构造回归模型,以避免多重共线性问题。

股权属性与EVAR:

$$EVAR = \beta_0 + \beta_1 GJG + \beta_2 CAR + \varepsilon$$

$$EVAR = \beta_0 + \beta_1 FRG + \beta_2 CAR + \varepsilon$$

$$EVAR = \beta_0 + \beta_1 LTG + \beta_2 CAR + \varepsilon$$

股权集中度与EVAR:

$$EVAR = \beta_0 + \beta_1 CR_1 + \beta_2 CAR + \varepsilon$$

$$EVAR = \beta_0 + \beta_1 CR_5 + \beta_2 CAR + \varepsilon$$

$$EVAR = \beta_0 + \beta_1 Z_1 + \beta_2 CAR + \varepsilon$$

$$EVAR = \beta_0 + \beta_1 Z_2 + \beta_2 CAR + \varepsilon$$

其中,β<sub>0</sub>代表待回归常数项,β<sub>1</sub>代表待回归自变量系数,β<sub>2</sub>代表待回归控制变量系数,ε代表随机误差项。

### 三、实证研究

本文选取2007~2010年在我国A股市场流通的14家上市银行面板数据进行研究,研究的数据均来源于各家银行的统计年报及国泰安数据库,采用OLS最小二乘法进行回归分析,结果如表2所示。

表2 股权属性与EVAR统计回归结果

变量	模型1	模型2	模型3
C	0.112*** (7.634)	0.111** (7.163)	0.129** (5.627)
GJG	-0.059*** (2.854)		
FRG		0.026** (3.215)	
LTG			-0.017** (-1.038)
CAR	-0.153*** (-1.369)	-0.045** (-0.369)	-0.146** (-1.154)
R <sup>2</sup>	0.144	0.042	0.032
F	4.455	3.548	0.876

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著;括号内数值为t检验值,下同。

由表2可以看出,三个模型的拟合优度都较低,这与本文选取平衡面板数据导致样本数据的局限性有关。但模型1通过了相关性检验,自变量系数通过显著性检验,反映了银行EVAR值与国有股比例存在负相关性;模型2同样通过了F检验,自变量系数通过t检验,反映了银行EVAR值与法人股存在正相关性;模型3没有通过相关性检验,说明银行EVAR与流通股比例的相关性并不显著。结果如表3所示:

表3 股权集中度与EVAR统计回归结果

变量	模型4	模型5	模型6	模型7
C	0.094*** (5.789)			
CR <sub>1</sub>	0.059*** (2.600)			
CR <sub>5</sub>		0.065** (4.248)		
Z <sub>1</sub>			0.005* (1.288)	
Z <sub>2</sub>				0.10*** (3.291)
CAR	-0.083*** (-0.75)	-0.126** (-1.229)	-0.109* (-0.864)	-0.039*** (-0.329)
R <sup>2</sup>	0.124	0.263	0.064	0.109
F	3.753	9.468	2.373	5.954

由表3可以看出,四个模型的拟合优度都较低,这也与本文选取平衡面板数据导致样本数据的局限性有关。模型4通过了相关性检验,变量系数通过t检验,反映了银行EVAR与第一大股东持股比例存在正相关性;模型5通过了t检验,自变量系数通过t检验,反映银行EVAR与前五大股东持股比例存在显著正相关性;模型6未通过F检验,说明银行EVAR与第二大股东与第一大股东的持股比例不存在显著相关性;模型7通过了F检验,自变量系数通过t检验,反映银行EVAR与第二大至第五大股东持股比例和与第一大股东持股比例之比存在显著的正相关性。

此外,通过对CR<sub>1</sub>与EVAR的进一步曲线模拟(图略),

# 关系型信贷“软信息”与中小企业融资绩效

## ——基于广西中小企业样本数据的实证分析

杨毅(博士)

(广西工学院财经学院 广西柳州 545006)

**【摘要】**我国中小企业主要通过银行贷款这一途径进行融资。本文通过对广西 207 家获得贷款的制造业中小企业进行实证研究,分析企业资质、财务结构及“软信息”对中小企业融资绩效的影响。

**【关键词】**中小企业融资绩效 企业资质 财务结构 关系型信贷

中小企业创造了大量的就业机会、促进了经济的发展和技术的创新,因而具有无可比拟的重要地位。但中小企业所获得的融资却与其在经济中的重要地位不匹配。在现金为王的时代,中小企业融资绩效低下,无疑成为制约中小企业发展的一大瓶颈。究其原因,主要有两方面:一是中小企业规模普遍较小,资产较少,可提供的抵押品、担保品不足,运营年限普遍较短,可供市场分析的信息有限,内部管理较不规范,财务不透明,监督机制不健全;二是中小企业经营的外部环境恶劣,日益高昂的原材料、人工成本,紧缩的信贷政策,以及对中小企业而言相对有限的直接融资渠道,加大了其融资难度,降低了融资绩效,造成了中小企业经营的不稳定性。针对中小企业融资现状,基于“软信息”的关系型信贷被认为是解决中小企

发现上市银行 EVAR 与第一大股东持股比例的二次模型模拟效果更为显著,CR<sub>1</sub> 二次回归结果如表 4 所示:

**表 4** CR<sub>1</sub> 二次回归结果

变量	C	CR <sub>1</sub>	CR <sub>1</sub> <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>	F
模型	0.008*** (0.590)	0.660*** (6.418)	-0.795*** (-5.926)	0.468	23.268

从回归结果可以看出,模型通过了 F 检验,自变量系数在 1%的水平上显著,但固定变量显著性较差,由此可得到回归模型为:

$$EVAR=0.008+0.66CR_1-0.795CR_1^2$$

由此可知,上市银行 EVA 与第一大股东持股比例呈倒 U 型关系,在达到最优比例之前,EVAR 随 CR<sub>1</sub> 的提高而增加,但超过该最优比例后,EVAR 随 CR<sub>1</sub> 的继续提高而降低。

此外,从各个模型中还可以看出上市银行 EVAR 与资本充足率 CAR 之间存在一定的负相关性。

#### 四、政策建议

1. 各上市银行应进一步优化股权结构,可以考虑逐渐适当减少国家股比例,降低国家股权的内部垄断性,提高银行管理的有效性;同时,在保证国家金融安全和稳定的前提下,应积极引进各种民营资本或海外资本等法人股参与到我国银行

业融资难的一大手段。“软信息”能否有效提高中小企业融资绩效,是本文要探讨的问题。

#### 一、文献回顾

一般认为,影响中小企业融资绩效的因素有三类,即资金成本、时间成本和融资风险。

刘克、王岚(2010)以关系网络为出发点,研究了产业集群中中小企业的融资绩效,得出网络合法性对提高中小企业融资绩效有促进作用的结论。

张楠(2011)运用 DEA 模型和 CCR 模型,结论认为我国绝大多数中小企业融资既没有达到规模有效也没有达到技术有效,融资效率处于较低的水平。

马媛(2010)对西安市大企业和中小企业的融资效率进行领域,从而在整体上提高我国银行业的市场竞争力。

2. 上市银行应维持第一大股东持股比例在一定合理水平的条件下,均衡其他大股东的持股比例,适当地分散股权,保证大股东之间的相互制衡,增强银行内部的监督和管理,从而最大化我国上市银行的公司价值。

3. 为了保证资本的最优配置,发挥最大的作用,各上市银行资本充足率应在保证满足巴塞尔协议基本要求(8%)的前提下,尽量充分运用自有资金,发挥最大价值,从而提升公司的价值。

#### 主要参考文献

1. Shleifer A., Vishny R.. A Survey of Corporate Governance. Journal of Finance, 1997;6
2. 许小年.以法人机构为主体建立公司治理机制和资本市场.改革,1997;5
3. 周业安.金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究.经济研究,1999;2
4. 张国林,曾令琪.股权结构与公司业绩、治理效率关系的实证.重庆大学学报,2005;7
5. 刘永涛.上海证券市场β系数相关特性的实证研究.管理科学,2004;2