

行业特征与企业绩效实证研究

——基于我国民营企业香港上市的数据

李 娜

(陕西师范大学 国际商学院, 陕西 西安 710062)

摘要: 本文以在香港上市的中国民营企业为研究样本, 选用 2004—2013 年间的相对指标数据, 实证研究了行业特征对上市后企业绩效表现的影响。结果表明, 工业、消费品制造业类的民营企业在港上市后企业绩效表现较好, 而消费者服务业、能源类的企业绩效表现相对较差。因此, 中国民营企业必须针对行业特征的差异, 谨慎选择在香港的资本市场上市, 尤其是消费者服务业和能源业类的企业。已经上市的企业, 应该在适应香港资本市场的前提下, 不断完善公司治理机制, 进而提升企业绩效。

关键词: 民营企业; 境外上市; 行业特征; 企业绩效

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1672-6049(2015)03-0064-06

一、引言

随着我国经济的加速发展, 民营企业的发展异常迅猛, 在我国国民经济中占据着极为重要的地位。在资本全球化时代, 企业国际化突破了传统的产品市场, 促进了中国的证券市场与国际接轨, 加之我国民营企业始终面临着严峻的融资问题, 因此众多民营企业选择在境外资本市场上上市。截止到 2012 年, 我国共有 814 家民营企业在境外上市, 其中在香港上市的有 428 家。民营企业境外上市的动因、经济后果以及境外上市后的公司治理和监管等问题已成为经济全球化背景下我国民营企业面临的巨大挑战。民营企业境外上市的目的是借助国际上成熟的金融市场, 利用外资获得大量流动性较好的长期资本, 在一定程度上缓解融资困境, 从而提升公司的偿债能力和获利能力, 改善资本结构状况。因此, 境外上市后企业绩效能否改善是民营企业选择境外上市的关注点。行业是影响企业行为和企业绩

效的一个重要因素之一。但是回顾以往文献, 较少涉及企业所属行业因素对公司绩效的影响, 大多数仅是把行业特征作为控制变量进行研究。究竟什么样的民营企业适合境外上市? 行业特征对此是否有影响? 不同的行业境外上市后企业绩效表现是否有差异? 本文以中国在香港上市的民营企业为研究样本, 选用相对指标数据, 实证比较分析不同行业的民营企业在香港上市后企业绩效的表现, 解析不同行业特征会有不用绩效表现的原因, 以期为我国民营企业特别是投资者保护程度较弱的民营企业到国际资本市场上市的选择效果提供经验证据。

二、理论分析与假设提出

经典“结构—行为—绩效”分析认为, 不同的产业结构决定不同的产业行为, 而不同的产业行为最终会表现为不同的企业绩效。这也是传统产业组织理论。很多研究表明, 行业对企业的战略决策、运营绩效有至关重要的影响。国外学

收稿日期: 2014-03-25

作者简介: 李娜(1990—), 女, 山东济南人, 陕西师范大学国际商学院硕士研究生, 研究方向为财务管理。

者在早期就已研究证明了不同行业中股权结构、资本结构与企业绩效的关系不同。杨鑫^[1]认为,不同行业的行业特征,比如行业增长速度、行业利润率、市场容量以及资本密集度等因素,从不同角度影响到企业的多元化战略决策,进而作用于企业绩效的表现。公司治理的权变理论说明,股权结构对公司绩效的差异影响取决于具体的行业特征。已有的一些研究证实,行业特征对股权集中股以及公司绩效是有影响的。吴国鼎^[2]基于中国上市公司的实证数据研究,得出竞争性行业中的企业第一大股东持股比例与企业绩效呈正相关,并且这种相关关系相对于非竞争性行业来说要显著的多;轻资产行业的企业的的第一大股东持股比例与企业绩效呈负相关,其显著性高于重资产行业。随着我国民营企业不断去海外上市,其行业特征也愈发显著。每类行业的规模、主营业务、资本结构、治理结构、增长速度、市场结构、第一大股东持股比例、经营行为等等都不同,都会使其企业绩效有明显差异。

由此提出假设 1: 行业特征对在港上市后民营企业的公司绩效有显著影响。

已经有研究证明所处不同行业的企业,企业的特征以及所处行业的竞争状况、政府相关政策等都会对企业的绩效产生影响,尤其是行业特征显著的企业。按恒生行业对上市民营企业分类,主要有地产建筑、工业、公用事业、金融业、能源、消费品制造业、消费品服务业、原材料、资讯科技业、综合企业十大类。消费者服务业是第三产业,是以满足社会公共需要为基本,以提高人民群众物质文化生活为目的,其最显著的特点是具有较强的地方性,由于各地的自然条件和社会条件不同导致经济、文化的发展有一定差别,因此我国消费者服务业类的民营企业到海外上市,相对于当地的同行业需要较长的时间融入当地市场。并且消费者服务业是竞争性较强的行业,加之我国民营企业对投资者的保护程度较低,海外上市后竞争市场更加激烈,相对于竞争性弱的企业来说业绩会较低。对消费品制造业来说,第一大股东持股比例和股权集中度都较高,其在企业的利益越大,就越忠诚于企业,进而经营效果就越好,绩效表现也就相对较好。工业是第二产业,在中国是支柱性产业,国内市场已发展趋于成熟,相对国有工业企业来说,在境内融资较为

困难,海外上市后,与海外的工业基础和产业特点形成对接和互补,得到海外资本市场的支持,有利于民营工业类企业更好的发展,进而有较好的营业绩效。但是对于能源类等企业是受制于能源所在地的,并且在大多数能源类企业的股权与投资主体多元化的同时,控制权高度集中。虽然有研究证明非国有上市公司的所有权与其公司绩效呈正相关关系,两权分离在一定程度上降低了其绩效,但显著性水平较弱。

由此提出假设 2: 消费者服务业、能源业类的民营企业香港上市后的绩效表现差; 假设 3: 工业类、消费品制造业类的民营企业香港上市后绩效表现好。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文主要分析的是民营企业境外上市的公司绩效,由于香港资本市场对于我国企业来说兼具本土性优点,是我国企业境外上市的重要聚集地。因此选取 2004 ~ 2013 年间赴香港上市的民营企业作为研究样本。2004 ~ 2013 年间共有 460 家民营企业在香港上市^[3],剔除金融行业和综合类企业^[4],剔除同时在 A 股上市的企业和有缺失值的个案后共有 2250 个样本数据。为了可以比较不同行业间企业的绩效,本文选用的数据都是相对指标。本文研究数据来自同花顺数据库。

(二) 变量定义

1. 被解释变量。本文采用会计绩效的方法来衡量企业绩效。评价公司绩效的指标最具代表性的就是总资产报酬率(ROA)、净资产收益率(ROE)和托宾 Q 值。考虑到在香港上市后民营企业的托宾 Q 值的获取性,本文只选用总资产报酬率(ROA)和净资产收益率(ROE)两个指标。总资产报酬率表示企业运用全部资产获利能力,是评价企业利用债权人和所有者权益总额获取盈利的重要指标。总资产报酬率越高,说明企业资产运营能力越强,经营管理水平越高。净资产收益率是从股东投资者的角度反映股东的权益报酬,用来评价公司运用自有资本的效率,指标值越高,说明股东资金的使用效率越高。

2. 解释变量。民营企业境外上市的数量逐年增多,行业也趋于多样化,行业特征以及所处行业的竞争状况、所有权及控制权的集中度、政

府政策、公司治理、经营行为等都会对企业的绩效产生影响,尤其是特征显著的企业。本文研究的就是行业特征对民营企业境外上市后的企业绩效表现是否有影响。因此本文设立行业虚拟变量来检验境外上市后不同行业的民营企业的绩效表现是否有差异。本文采用恒生行业的分类,设计了8个行业虚拟变量,分别是地产建筑类($Industry_0$),工业类($Industry_1$),公用事业类($Industry_2$),能源类($Industry_4$),消费品制造业($Industry_5$),消费者服务业($Industry_6$),原材料业($Industry_7$),资讯科技业($Industry_8$)。若企业属于哪个行业,表示该行业的变量值就是1,否则是0。

3. 控制变量。企业规模会影响到企业的价值,同一行业中不同企业的规模也有差异,因此本文把企业规模(*size*)作为一个控制变量,用总资产的对数表示。已有研究表明行业会影响公司的最优资本结构,资本结构越合理,企业通过财务杠杆获益越高,因此也要对其加以控制,本文选用年末资产负债率来表示财务杠杆。企业的成长性也会影响到企业绩效,境外上市不仅为民营企业解决了融资约束问题,也促使了民营企业的成长,因此为了控制成长性这个变量本文采用营业收入的同比增长率来衡量成长性。

(三) 模型构建

借鉴孔宁宁^[5]所作研究,结合我国上市民营企业的特点,根据上述的变量设计,构建以下模型来分析不同行业对境外上市的民营企业企业绩效的影响

$$\text{模型 I: } ROA_m = \alpha_0 + \alpha_1 Industry_m + CV_1 + \varepsilon_1$$

$$\text{模型 II: } ROE_n = \beta_0 + \beta_1 Industry_n + CV_2 + \varepsilon_2$$

其中 ROA 表示总资产报酬率、 ROE 表示净资产收益率, $Industry$ 表示企业所属行业, CV_1 、 CV_2 表示控制变量, ε_1 、 ε_2 表示误差。控制变量包括资产负债率、营业收入的同比增长率和公司的规模。

四、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计分析

本文对2004—2013年间上市的450家民营企业按照行业分组进行描述性统计分析后,结果发现我国在港上市的民营企业的行业分布明显

不均匀,主要集中在消费品制造业和地产建筑业、工业、资讯科技业。分析结果还表明不同行业的民营企业,其各个研究变量在极大值、极小值、均值和标准差上存在一定的差异。其中从总资产报酬率来看,消费者服务业的均值(-9.15%)明显低于其他行业且为负值,而工业的均值(15.92%)、消费品制造业的均值(10.21%)明显高于其他行业。从净资产收益率来看,工业的均值(46.66%)、消费者服务业的均值(23.28%)较高,而公用事业(-3.38%)、消费品制造业(-2.96%)的明显较低且为负值(能源业呈现负值是因为优派能源发展集团有限公司2007年的净资产收益率为-31170.67%导致的)。消费者服务业的ROA是负的,而ROE的均值却很高,出现这种现象的原因可能是消费者服务业类的行业中第一大股东持股比例过大,使其权利也过大,造成其独断专行,或是使其他股东没有发挥作用进而消极作业,从而影响到公司运用全部资产获利的能力,致使ROA值较低。此外,不同行业的民营企业的资产负债率、营业总收入(同比增长率)以及规模也存在明显的差异。

表1 检验统计量 a, b

总资产报酬率 ROA%	
卡方	85.332
df	8
渐近显著性	.000

a. Kruskal Wallis 检验
b. 分组变量: 所属恒生行业

表2 检验统计量 a, b

净资产收益率 ROE(摊薄) %	
卡方	40.539
df	8
渐近显著性	.000

a. Kruskal Wallis 检验
b. 分组变量: 所属恒生行业

考虑到均值可能会受到极值的影响,本文采用多独立样本的Kruskal-Wallis检验方法分析在港上市的民营企业的不同行业对其企业绩效是否存在显著差异。

由表1和表2可知,不论用总资产报酬率还是净资产收益率来衡量企业绩效,每个行业表现出来的平均秩差异在1%的显著性水平下是显著的。因此本文研究行业特征对民营企业到港

上市后企业的绩效表现有影响是可行的,假设 1 也得到初步验证。

表 3 行业特征与企业绩效(ROA)的回归模型

	总资产报酬率(ROA)								
	模型 I(0)	模型 I(1)	模型 I(2)	模型 I(4)	模型 I(5)	模型 I(6)	模型 I(7)	模型 I(8)	模型 I(9)
截距	-8.720	-10.034	-7.513	-7.584	-10.403	4.397	-7.750	-5.641	-7.596
Industry ₀	-8.99								
Industry ₁		9.719							
Industry ₂			-1.821						
Industry ₄				-6.556					
Industry ₅					4.172				
Industry ₆						-15.886			
Industry ₇							-1.047		
Industry ₈								-1.783	
Size	2.072	2.052	1.933	2.421	2.103	0.784	1.967	1.753	1.938
Debt	-0.056	-0.055	-0.056	-0.056	-0.056	-0.054	-0.056	-0.056	-0.056
Growth	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
观测值	2299	2299	2299	2299	2299	2299	2299	2299	2299
调整 R 方	0.005	0.007	0.005	0.005	0.005	0.008	0.005	0.005	0.005
F 值	3.845	4.798	3.845	4.021	4.148	5.532	3.846	3.867	3.837

(二) 回归分析

为了保证回归分析模型的一致性和无偏性,本文按照行业分类,把行业因素纳入回归分析模型,运用回归分析得到的结果如表 3 所示(行业特征与 ROE 的回归分析与表 3 列所示一致,考虑到表格重复性本文不再列示)。两个模型的 DW 值都近似等于 2,说明回归模型不存在明显的自相关,因此本文选用的这两个模型是合适的。从表 3 中可以看出,回归分析模型 I(6)的调整 R 方值为 0.008,F 值为 5.532,在 5% 的显著性水平上,模型的解释力和显著性都相对较好。该模型显示,虚拟变量消费者服务业的回归系数为 -15.886,在 1% 的显著性水平上与企业绩效(ROA)负相关,说明消费者服务业类的民营企业在香港上市后的企业绩效显著较差。同样的分析模型 I(4),显示能源类的民营企业在港上市后的绩效水平仅好于消费者服务业。在模型 I(1)中,调整 R 方值为 0.005,F 值为 3.845,在 5% 的显著性水平上,模型的解释力和显著性也都相对较好。该模型显示,虚拟变量工业的回归系数为 9.719,在 10% 的显著性水平上与企业绩效(ROA)正相关,说明工业类的民营企业在香港上市后的企业绩效水平相对较高。从模型 I(5)中也可以说明,消费品制造业类的民营企业在港上市后的绩效水平也相对较高,仅次于工业类的。综合分析上述四个模型可知,中国民营企业在香港上市后,不同行业之间的企业

绩效表现有显著差异,消费者服务业和能源业的绩效水平较差,而工业和消费品制造业的绩效表现相对较好。因此,假设 1、假设 2 和假设 3 都得到了验证。

中国民营企业在香港上市后之所以会出现这种情形,可能因为:一是消费者服务业、能源业、工业、消费品制造业类行业本身的特征。行业的特征,比如资本密集度,行业所处的市场竞争程度以及政府的扶持程度等最终都会影响到企业的绩效表现。资本密集度高的行业,其企业多元化程度低,进而企业绩效表现差。竞争激烈程度越高的行业,行业内的企业越趋向于拓宽经营范围,海外上市后短期内竞争力不如当地市场的企业,长期的绩效表现会相对较好。二是香港不同于境内的资本市场和产业结构。香港的产业结构是以金融服务、贸易及物流、旅游和工商支援及专业服务业为主的,进军香港市场,只有进行行业整合才有利于市场效率的提高,优化产业结构,进而提高企业本身的竞争力,才会有高的企业绩效。因此境外上市的民营企业的行业要适应香港的资本市场,否则不会有好的经营环境、企业绩效。三是股权集中度的影响。不同行业中企业的股权集中度对企业绩效的影响是有差异的,相比较非竞争性行业来说,竞争性行业中的企业的第一大股东持股比例与绩效的正相关关系更显著;相比较重资产行业来说,轻资产行业的企业的第一大股东持股比例与企业绩效

的负相关关系更显著。

模型Ⅱ(1)的调整R方值为0.001,F值为1.386,在企业绩效(ROE)的回归模型中解释力和显著性相对较好,说明工业类的民营企业在香港上市后,在10%的显著性水平上与企业绩效(ROE)呈正相关关系。模型Ⅱ(4)说明了能源类的在1%的显著性水平上与企业绩效(ROE)呈负相关关系。这与表1模型Ⅰ(1)、模型Ⅰ(4)得出的结论一致。可见,假设2中关于能源类的假设和假设3中关于工业类的假设都得到了验证。而模型Ⅱ的其他行业虚拟变量对企业绩效(ROE)的解释力较低。模型Ⅱ(5)的回归系数是6.45,说明消费品制造业境外上市后的企业绩效表现是好的,但是解释力和显著性都不高。对于控制变量,模型Ⅰ(0)~Ⅰ(9)均显示在10%的显著性水平上企业的规模与企业绩效呈正相关关系,说明企业规模与企业绩效呈正相关。因为企业规模越大,其拥有的可控资源和社会资本就越多,越有利于企业的营运和盈利。资产负债率与企业绩效在1%的显著性水平上呈显著的负相关关系,因为资产负债率越高说明企业因债务契约需要支付的本息就越高,会降低企业现金流。两个模型的研究结果都说明营业收入的同比增长率对企业绩效没有显著的影响。

三、研究结论与局限性

随着世界经济一体化进程的加快,全球化资本市场的迅速发展,加之我国正处于转轨过程中,投资者保护程度低与政府干预构成了当前民营企业处于特定的制度环境这一现状,而境外上市能解决民营企业当前处在融资约束困境下的问题。但民营企业选择境外上市不仅仅是要解决融资问题,更重要的是利用境外上市机会,从制度上完善规范、从管理上加强治理,使其具有核心竞争力,实现更好的企业绩效。本文以中国在香港上市的民营企业为研究样本,实证分析了行业特征对民营境外上市企业的企业绩效的影响。研究表明,行业特征不同,民营企业到香港资本市场上市后企业绩效表现会有明显差异,消费者服务业、能源业类的民营企业在香港上市后的绩效表现差,而工业类、消费品制造业类的民营企业在香港上市后的绩效表现好。研

究民营企业境外上市后行业特征对绩效表现的影响,对于即将境外上市的或是已经境外上市的民营企业来说具有重要的意义。一是民营企业因其特殊性应谨慎选择境外上市。企业在进入新领域之前,必须对其深入了解和把握,明确企业自身所处的行业特征是否适合新领域的产业结构和市场竞争。尤其是消费者服务业、能源业类的民营企业。二是已经在境外上市的民营企业,要根据行业的不同特征以及企业自身具备的条件,在注重经营绩效的同时应该不断完善公司治理机制,在获得产品市场的成功的同时,又获得资本市场的支持,为公司的长远发展奠定良好的基础。

本研究的局限在于,虽然选择了2004—2013年间在香港上市的符合研究的民营企业,但毕竟时间跨度较大,且本文在研究时没有考虑到上市时间长短的影响。另外在分行业研究企业绩效时,没有把具体的行业特征作为解释变量。因此,后续研究时可以考虑把行业特征作为解释变量并且把上市时间作为控制变量,进一步深层次分析具体是行业的哪些特征影响到境外上市的民营企业的绩效表现。

参考文献:

- [1]杨鑫,金占明,李鲲鹏.多种行业因素与多元化战略的关系研究——基于中国上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2010(6):41-49.
- [2]吴国鼎,叶扬.股权集中度、行业特征与企业绩效——基于中国上市公司的实证分析[J].北京工商大学学报(社会科学版),2013(5):90-98.
- [3]王仰光,马耀坤.1999~2012年我国民营企业境外上市的总结与未来展望[J].湖北经济学院学报,2013(2):21-25.
- [4]郭鹏飞,孙培源.资本结构的行业特征:基于中国上市公司的实证研究[J].经济研究,2003(5):66-73+93.
- [5]孔宁宁,闫希.交叉上市与公司成长——来自中国“A+H”股的经验证据[J].金融研究,2009(7):134-145.

(责任编辑:黄明晴)

An Empirical Research on the Comparison of Performance of Chinese Private Enterprises Listed in Hong Kong

Li Na

(International Business School , Shaanxi Normal University , Xian 710062 , China)

Abstract: The paper empirically inspects the relationship between the industries of the private enterprises listed abroad and the corporate performance , in China's private enterprises listed in Hong Kong as samples. The results show that the private enterprises of the industry manufacture and the consumer goods manufacture listed in Hong Kong share better performance , while the consumer service and the energy are relatively poor. Therefore , China's private enterprises must be careful to choose capital market of Hong Kong for IPO , especially the consumer service and the energy companies. Under the premise of Hong Kong capital market , the listed companies should improve their performance in the way or improving the level of corporate governance.

Key words: the private enterprises; listed abroad; industry-classified; the corporate performance



(上接第 21 页)

A Research on the Determination of Market Dominant Position and Abuse of Market Dominant Position of the Internet Enterprises

Li Yao¹ , Yan Ge²

(1. School of Criminal Law and Justice , China University of Political Science and Law , Beijing 100088 , China;

2. School of International Law , China University of Political Science and Law , Beijing 102249 , China)

Abstract: The cyber economy has been consistently booming worldwide , leading to giving rise to internet enterprises' abuse of market dominant position and monopoly dispute. As the Internet industry has its characteristics different from the traditional industry such as two-sided markets , free services , the internet externality , user lock-in effect and etc. , determining the standards on relevant market , market dominant position and abuse of market dominant position tend to perplex and be of pluralism. The characteristic of the Internet industry should get deep researched , and so should its affect on the determination of relevant market and market dominant position of the Internet industry. According to practical situation , thereafter we should analyze and determine the specific behavior of the Internet enterprises' abuse of market dominant position.

Key words: internet enterprises; two-sided markets; internet efficiency; market dominant position