

CITY UNIVERSITY OF HONG KONG
香港城市大學

**Research on the Influencing Factors of
Market Capitalization of Chinese Listed
Companies**
中國上市公司市值影響因素研究

Submitted to
College of Business
商學院
in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Business Administration
工商管理學博士學位

by

Fan Bin
范斌

February 2018
二零一八年二月

摘要

自從 2005 年開許多新問題、新挑戰，對中國上市公司管理者提出挑戰，也吸引眾多學者對這些問題進行研究探討。本文基於股權結構和高管變更視角，從理論和實證兩方面就股權結構與高管變更對中國上市公司市值的影響進行研究，試圖尋求其中隱始股權分置改革以來，市值成為考核上市公司業績的新標杆。由於我國資本市場起步較晚，有許多地方需要探索並借鑒國外成功經驗，基於公司價值的價值管理理論在中國發展出新的理論—市值管理理論。股權分置改革後，出現含的深層次關係，一方面豐富中國股票市場的研究理論，另一方面也為其他學者和企業提供參考借鑒。

本文通過研讀和歸納國內外股權結構、價值及市值影響因素等相關研究文獻，在詳細闡述股權結構、市值、高管變更等相關概念的基礎上，結合股權結構、價值理論、委託代理理論、公司治理理論以及計量經濟學理論等相關理論，分析中國上市公司股權結構、高管變更與公司市值之間的理論關係。以托賓 Q 值作為衡量公司市值的指標，並以第一大股東持股比例、第二大至第五大股東持股比例、第六大至第十大股東持股比例以及相應的 H 指數、第一大股東持股比例與第二至五大股東持股比例的 Z 指數、高管是否變更、公司淨資產收益率等與公司市值的關係作為研究目的。探尋中國上市公司市值的影響因素及影響作用機制，為中國上市公司和其他學者提供參考和建議。

第一章緒論，主要闡述本文的研究背景、研究意義、國內外文獻綜述、研究方法、研究內容和創新點；

第二章研究文獻綜述，主要從市值、股權結構以及高管變更三者之間的關係出發，對國內外的已有研究進行歸納總結，為實證研究提供參考；

第三章相關概念及理論基礎，首先對市值、股權結構、高管變更等概念進行界定，其次以價值理論、委託代理理論、計量經濟學理論等理論為理論基礎，具體分析股權結構、高管變更對上市公司市值的作用影響機制，為實證研究奠定理論基礎；

第四章中國證券市場發展概況，簡單回顧了中國百年證券市場的發展歷程以及目前中國股票市場存在的一些問題；

第五章市值影響因素，主要分析股權結構、高管變更對市值的影響作用

機制，之後簡單分析其他影響因素；

第六章研究假設及樣本選擇，對實證研究所需要的研究假設以及資料來源進行說明並建立研究模型，資料樣本選擇時間段為 2005—2016 年；

第七章中國上市公司市值影響因素實證分析研究。這一部分主要分為兩步，第一步利用已建立的計量經濟學模型，首先對各參數進行描述性統計，並研究其特點，其次利用回歸模型對已有資料求出模型各參數；第二步針對軟體分析結果，對影響因素進行剖析；

第八章研究結論及建議，通過實證分析結果得出結論，並依據各影響因素的驅動效果提出改善或者提高中國上市公司市值的可行性建議，為其他學者提供借鑒參考。最後，闡述了本文的研究局限和研究展望。

研究結果表明：股權結構與高管變更都會顯著影響上市公司市值。第一大股東持股比例、第二至五大股東持股比例與上市公司市值之間存在顯著負相關關係，而第六至十大股東持股比例與上市公司市值之間存在顯著的正相關關係；高管變更與市值之間存在正相關關係。

關鍵字：股權結構；高管變更；市值；實證

Abstract

Since the split share structure reform started in 2005, the market value has become a new benchmark for evaluating the performance of listed companies. As China's capital market started late, many places need to explore and learn from the successful experience of other countries. Based on the value management theory of the company's value, a new theory of market value management is developed in China. After the split share structure reform, many new problems and new challenges appeared, which challenged the managers of Chinese listed companies and attracted many scholars to study and discuss these issues. Based on the view of ownership structure and the change of executives, this dissertation studies the impact of ownership structure and executive change on the market value of Chinese listed companies in both theoretical and empirical aspects, trying to find out the deep-seated relations between them and enriching the Chinese stock market Research theory, on the other hand, it also provides reference for other scholars and enterprises.

Based on the related research literature such as the ownership structure, value and the influencing factors of the market value, this dissertation elaborates the relative concepts of the ownership structure, the market capitalization and the change of the senior management, combining with the ownership structure, the value theory and the principal-agent theory, Governance theory and econometrics theory and other related theories, analyzes the theoretical relationship between the ownership structure of Chinese listed companies, the change of executives and the market value of the company. To Tobin Q value as a measure of the company's market value of the index, and the largest shareholder of the shareholding ratio, the second largest shareholder to the fifth largest shareholder, the sixth largest shareholder to the tenth largest shareholder, executives have changed , The company's return on net assets and the company's market value as a research purpose. Explore the influencing factors of the market value of listed companies in China and their influence mechanism, and provide references and suggestions for listed companies and other scholars in China.

The first chapter is the introduction, which mainly expounds the research background, the significance of the research, literature reviews at home and abroad, research methods, research contents and innovations;

The second chapter summarizes the research literature, mainly from the relationship between market capitalization, ownership structure and executives change, summarizes the existing research both at home and abroad, and provides reference for empirical research;

The third chapter related concepts and theoretical basis, first of all, the definition of market value, ownership structure, the change of executives and other concepts are defined, followed by the theory of value, principal-agent theory, econometric theory as the theoretical foundation, the specific analysis of ownership structure, executives The mechanism of changing the effect on the market value of listed companies, laying a theoretical foundation for empirical research;

Chapter IV overview of the development of China's securities market, a brief review of the history of China's securities market and the current development of China's stock market some of the problems;

The fifth chapter mainly discusses the influencing factors of market capitalization, mainly analyzes the ownership structure and the mechanism of the effect of the change of the executives on the market capitalization, and then simply analyzes other influencing factors.

The sixth chapter studies the hypothesis and sample selection, explains the research hypotheses and data sources needed for empirical research, and establishes the research model. The data sample selection period is from 2005 to 2016;

Chapter VII Empirical Analysis and Research on the Determinants of the Market Capitalization of Chinese Listed Companies. This part is mainly divided into two steps. In the first step, the econometrics model has been established. Descriptive statistics and characteristic of each parameter are first studied. Secondly, the regression model is used to calculate the parameters of the model. Second Step analysis of the results of software analysis of the impact of factors;

Based on the conclusion and suggestion of Chapter 8, this dissertation draws the conclusion through empirical analysis, and puts forward the suggestion of improving or raising the market capitalization of listed companies in China according to the driving effect of each factor, so as to provide reference for other scholars. Finally, the research limitations and research prospects of this paper are expounded.

The result shows that ownership structure and executives change will significantly affect the market value of listed companies. There is a significant negative correlation between the shareholding ratio of the largest shareholder and the shareholding ratio of the second largest shareholder to the fifth largest shareholder and the market capitalization of the listed company while there is a significant positive correlation between the shareholding proportion of the sixth largest shareholder and the market capitalization of the listed company ; There is a positive correlation between executive change and market capitalization.

Key words: ownership structure ; executives changes ; market value; empirical analysis

目錄

摘要	i
Abstract	iii
Qualifying Panel and Examination Panel	vi
致謝	vii
第一章 緒論	1
1.1 研究背景、目的及意義	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的	3
1.1.3 研究意義	4
1.2 國內外研究綜述	5
1.3 研究方法	5
1.4 研究內容及結構框架	6
1.5 研究創新	7
第二章 市值研究綜述	9
2.1 股權結構	10
2.2 高管（管理層）	11
2.2.1 國外研究理論綜述	11
2.2.2 國內研究理論綜述	14
2.3 其他可能影響因素	15
2.3.1 上市公司規模與市值之間的關係	15
2.3.2 資產負債率與市值之間的關係	16
2.3.3 公司成長性及淨資產收益率與市值之間的關係	16
2.4 本章小結	17

第三章 相關概念及理論基礎	18
3.1 相關概念	18
3.1.1 公司價值的界定	18
3.1.2 股權結構的界定	20
3.1.3 高管及高管變更的界定	21
3.1.4 股權激勵 (Equity Incentive) 的界定	22
3.1.5 委託代理 (Agency by Agreement) 的界定	22
3.1.6 面板數據 (Panel Data) 的界定	22
3.2 理論基礎	22
3.2.1 價值理論 (Value Theory)	22
3.2.2 委託代理理論 (Principal Agent Theory)	24
3.3 公司治理理論 (Corporate Governance Theory)	26
3.3.1 公司治理理論概述	26
3.3.2 公司治理的理論基礎	27
3.3.3 公司治理的特點	27
3.4 激勵理論 (Incentive Theory)	28
3.5 計量經濟學理論 (Econometrics Theory)	29
3.6 本章小結	31
第四章 中國證券市場發展歷程及中國股票市場的現狀	32
4.1 中國證券市場發展歷程	32
4.1.1 清朝晚期 (1872-1911 年)	32
4.1.2 民國時期 (1912-1949 年)	32
4.1.3 解放區、革命根據地時期 (1927-1949 年)	34
4.1.4 建國初期 (1949-1966 年)	34

4.1.5 改革開放至今（1978 年至今）	35
4.2 中國股票市場現狀	41
4.3 中國股票市場的主要作用	42
4.4 中國股票市場存在的主要問題	42
4.5 本章小結	43
第五章 市值影響因素分析	44
5.1 股權結構對市值的影響	44
5.1.1 中國股權結構比例現狀	44
5.1.2 股權制衡度	50
5.1.3 股權結構與公司市值的關係	51
5.2 管理層變更對市值的影響因素分析	52
5.2.1 中國上市公司管理層（高管）變更情況現狀	52
5.2.2 我國上市公司高管變更原因分析	54
5.2.3 我國上市公司高管變更對公司市值的影響分析	56
5.3 其他可能影響因素	59
5.3.1 公司規模	59
5.3.2 資產負債率	60
5.3.3 公司成長性和淨資產收益率	60
5.4 本章小結	60
第六章 研究假設及樣本和模型選擇	62
6.1 研究假設	62
6.2 樣本選擇	63
6.3 變數選擇及模型	64
6.3.1 變數設計及代碼	64

6.3.2 回歸檢驗模型	66
6.4 本章小結	67
第七章 中國上市公司市值影響因素實證分析	68
7.1 各變數描述性統計	68
7.1.1 托賓 Q 值.....	68
7.1.2 股權結構 (CR1, CR2-5, CR5, CR6-10, CR10)	69
7.1.3 高管 (CEO) 變更情況	73
7.1.4 平均成長性 (GR)	75
7.1.5 資產負債率 (LEV)	76
7.1.6 淨資產收益率 (ROE)	76
7.1.7 公司規模 (LALL)	77
7.2 實證及模型結果分析	78
7.2.1 各變數解釋	79
7.2.2 回歸模型總體擬合度	85
7.2.3 探索性研究	88
7.3 本章小結	88
第八章 結論與研究展望	89
8.1 主要結論	89
8.2 研究展望及研究局限	89
參考文獻	91

表目錄

表 5-1：2005-2016 年第一大股東持股平均值統計表	46
表 5-2：2005-2016 年前五大股東持股平均值統計表	47
表 5-3：2005-2016 年前十大股東持股平均值統計表	48
表 5-4：2005-2016 年中國上市公司 Z 指數統計一覽表	50
表 5-5：2005-2016 年中國上市公司高管變更統計表	54
表 6-1：變數名稱、代碼及變數定義或計算方式	64
表 7-1：2005-2016 年中國上市公司 TBQ 值變化統計表	68
表 7-2：2005-2016 年第一大股東持股平均值變化統計表	69
表 7-3：2005-2016 年第二至五大股東持股平均值變化統計表	70
表 7-4：2005-2016 年前五大股東持股平均值變化統計表	71
表 7-5：2005-2016 年第六至十大股東持股平均值變化統計表	72
表 7-6：2005-2016 年前十大股東持股平均值變化統計表	73
表 7-7：2005-2016 年中國上市公司高管變更情況一覽表	74
表 7-8：2005-2016 年中國上市公司平均成長性一覽表	75
表 7-9：2005-2016 年中國上市公司資產平均負債率情況一覽表	76
表 7-10：2005-2016 年中國上市公司淨資產收益率情況一覽表	77
表 7-11：2005-2016 年中國上市公司平均規模一覽表	78
表 7-12：固定效應模型回歸結果統計表	82
表 7-13：隨機效應模型回歸結果統計表	82
表 7-14：按股權結構分別回歸結果統計表	83
表 7-15：考慮 H 指數分類回歸結果統計表	83
表 7-16：按企業所有制情況回歸結果統計表	86

圖目錄

圖 1-1：研究框架	7
圖 5-1：2005-2016 年第一大股東持股平均值變化趨勢圖	46
圖 5-2：前五大股東持股平均值變化趨勢圖	47
圖 5-3：前十大股東持股平均值變化趨勢圖	48
圖 5-4：第一大股東、前五大股東、前十大股東持股平均值變化趨勢圖 ..	49
圖 5-5：2005-2016 年中國上市公司 Z 指數變化趨勢	51
圖 5-6：2005-2016 年中國上市公司高管變更比例變化趨勢圖	54
圖 7-1：TBQ 值 2005-2015 年平均值變化趨勢圖	68
圖 7-2：2005-2016 年第一大股東持股平均值變化趨勢圖	69
圖 7-3：2005-2016 年第二至五大股東持股平均值變化趨勢圖	70
圖 7-4：2005-2016 年前五大股東持股平均值變化趨勢圖	71
圖 7-5：2005-2016 年第六至十大股東持股平均值變化趨勢圖	72
圖 7-6：2005-2016 年前十大股東持股平均值變化趨勢圖	73
圖 7-7：2005-2016 年中國上市公司高管變更趨勢圖	74
圖 7-8：2005-2016 年中國上市公司平均成長性變化趨勢圖	75
圖 7-9：2005-2016 年中國上市公司資產平均負債率變化趨勢圖	76
圖 7-10：2005-2016 年中國上市公司淨資產平均收益率情況一覽表	77
圖 7-11：2005-2016 年中國上市公司平均規模變化趨勢	78