

## 摘要

实施股权多元化是我国产权制度改革和所有者结构调整的重要内容之一。其重要手段之一是将符合条件的国有大中型企业尤其是优势企业推向资本市场，通过上市吸引和组织更多的社会资本，利用市场机制的作用，规范上市公司的治理结构。那么，如何推进股权结构多元化改革？股权多元化能否改善公司治理机制，提高公司绩效？为什么要减持国有股？股权多元化的过程中是不是应当防止出现非国有股东股权的集中？这些都是有关股权结构、公司治理和公司绩效的问题。本文尝试通过对我国沪、深两市上市公司 2002-2004 年数据的实证分析，给出上述问题的答案，为我国产权制度改革提供理论依据与经验依据。

上市公司的股权结构与公司绩效之间的关系是本文的研究重点。文中把我国上市公司股权结构分为股权集中度和股权构成，再把股权构成细分为股权控制类型和股权结构类别，通过对 822 家上市公司共 2466 个样本的平板数据（panel data）进行实证分析，归纳出各股权结构变量和经营绩效变量之间的关系。

研究发现：（1）国有控股或参股企业的总资产收益率低于相应的法人控股和非国有参股公司，为国有股减持提供了理论与经验依据。（2）国家股持股比例与公司绩效之间的关系是一条左低右高、先降后升的 U 型曲线，因此，国有股减持不应采取渐进方式，尤其是当国有股是公司控股股东时更是如此。要力求避免国有股减持的底部价值陷阱。如果减持，可以考虑使用休克疗法——一次性退出企业。（3）股权集中度与公司绩效呈正相关关系。因此，在股权多元化改革的过程当中要注意保持适当的股权集中度。控股股东的存在对公司治理及公司绩效是有积极意义的。

**关键字：**股权结构 公司绩效 公司治理 股权集中度 股权构成

**中图分类号：**F832.5

## Abstract

This paper is focused on studying the relationship of shareholders' governance and the performance of the listed companies, including the shareholders right' centralization and shareholders structure (state-owned shares, corporate-owned shares and the circulating shares).

Firstly, from the results we find that the relation between the shareholders right' centralization and ROA present shape U. It shows quadratic curve for the relations between ROE and the biggest shareholder's proportion and cubic curve for the relations between ROE and the biggest five shareholders' proportion. Secondly, we find that, there is a nonlinear, rather than a linear relationship between corporate performance and the state-owned shares proportion, the corporate-owned shares proportion and the state-corporate shares proportion. It shows shape U. Thirdly, it presents that corporate share is better than state share and nonstate share is better than state share.

[key words ] equity ownership structure ;ownership concentration; ownership type ;corporate performance; corporate governance.

[Catalog Number ]F832.5

## 第一章 引言

### 1.1 研究背景与选题意义

我国的市场经济改革走的是市场化的道路，即认为如果能够建立运作良好的产品市场、要素市场和公司控制权市场，即使不对所有权进行实质性的变革，国有企业的效率也会大为改善。然而在这种渐进式改革的过程中，也出现了很多问题：为了不动摇公有制的主导地位，我国在股权结构上引入了以国有股为控股地位的，包含法人股和社会流通股等多形式的股权制度，其中国有股处于绝对控股地位，从而实现了公有制属性在证券市场上的成功移植。但国有股、法人股和社会流通股以股权主体来分割市场并享有不同流通状况目前已经成为推动我国市场与国际接轨的主要障碍。其缺陷主要表现在以下两个方面：

1、流通股与非流通股并存，导致同股不同权，流通股股东的权益不同程度受到非流通股股东的侵害。以国家股为主导的上市公司内部人控制严重，上市公司代理成本上升，侵蚀中小股东的权益。

2、国有股比例过高，无法有效地实施政企分开与公司体制的转变。国有股东习惯于用政府的行政命令来代替股东的权力，国有股东的权力甚至可以超越《公司法》，这严重地影响了其他股东的利益。由于国有股、法人股占上市公司总股本比重较大，且不能上市流通，因此占总股本比重较小的流通股在二级市场上的买卖很难形成公司控制权的转移。

在此背景下，为了进一步推进国企改革，中共十五届四中全会通过的《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》指出：“选择一些信誉好、发展潜力大的国有控股上市公司，在不影响国家控股的前提下，适当减持部分国有股。股权多元化有利于形成规范的公司法人治理结构，除极少数必须由国家垄断经营的企业外，要积极发展多元投资主体的公司”。实施股权多元化的重要手段之一是将符合条件的国有大中型企业尤其是优势企业推向资本市场，通过上市吸引和组织更多的社会资本，利用市场机制的作用，规范上市公司的治理结构。至此产权制度改革和所有权结构的调整开始涉及如下理论问题：如何推进股权结构多元化改革？股权多元化能否改善公司治理机制，提高公司绩效？为什么要减持国有股？公司化为什么不能解决国有企业的根本问题？股权多元化的过程中是不是应当防止出现非国有股东股权的集中？这些都是有关股权结构、公司治理和公司绩效的问题，也正是本文的

探讨的问题。

本文尝试通过对我国沪、深两市上市公司 2002-2004 年数据的实证分析，给出上述问题的答案，为我国产权制度改革提供理论依据与经验依据。

## 1.2 研究内容与研究框架

### 一、研究内容

上市公司的股权结构与公司绩效之间的关系是本文的研究重点，因此，理论与实证研究将始终围绕着这个主题展开。文中把我国上市公司股权结构分为股权集中度和股权构成，再把股权构成细分为股权控制类型和股权类别，通过对 2002-2004 年度我国沪、深两地 822 家上市公司共 2466 个样本的平板数据（panel data）进行实证分析，归纳出各股权结构变量和经营绩效变量之间的关系。

### 二、研究框架

论文结构安排如下：

第一章，引言。分析了本文的研究背景与选题意义，研究内容与研究框架、研究方法和技术路线，最后概括总结了本文得出的结论及可能的创新之处，提出不足之处和有待深入研究的问题。

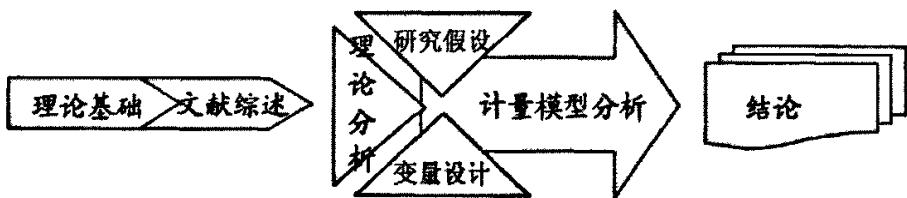
第二章，理论基础与文献综述。本章首先介绍了股权结构的内涵，进而阐述了关于股权结构与公司绩效关系的两种理论假说：代理理论下的有效监督假说和代理理论下的自然选择假说。紧接着，根据此理论基础对国内外学者的相关文献进行了回顾与归纳。

第三章，计量模型分析。首先分析了我国上市公司股权结构的现状；接下来对样本选择和变量设计加以说明；然后分别建模、对股权集中度、股权结构与公司绩效的关系进行实证研究，并给出实证结论。

第四章，结论与建议。根据前文的分析结果给出结论与建议。

## 1.3 研究方法与技术路线

本文以相关文献资料为先导，以新制度经济学、现代公司理论、实证会计学以及计量经济学理论为指导，运用规范研究与实证分析相结合、定性研究与定量分析相结合、比较研究与综合分析相结合的方法。公司股权结构与公司绩效问题不仅是一个理论问题，更是一个实践问题。正如弗里德曼所言，经济学主要是一门实证科学，因此，本文除了必要的规范分析以外，更注重试图通过实证分析来检验一些结论。



## 1.4 本文的结论与创新之处

### 1.4.1 本文的结论与创新之处

#### 一、股权集中度与公司绩效关系

总体而言，股权集中度与公司绩效呈正相关关系。研究表明，第一大股东持股比例与前五大股东持股比例之和均与公司绩效呈正相关关系，下面分而诉之。

第一大股东持股比例与总资产收益率呈左低右高的不对称的“U”型关系，当  $CR1=25\%$  时，ROA 达到最低值。这意味着：当公司中股权较为分散、不存在控股股东（第一大股东持股比例小于 25%）时，随着第一大股东持股比例的上升，公司总资产收益率会呈下降趋势；当公司中存在控股股东（第一大股东持股比例大于 25%），即股权相对集中时，两者存在正相关关系。

但第一大股东持股比例与净资产收益率则呈正相关的二次曲线关系，即随着第一大股东持股比例的上升，公司的净资产收益率也加速上升，不存在先降后升的过程。

前五大股东持股比例与总资产收益率也呈左低右高不对称的正“U”型，且当  $CR5=37.5\%$  时，总资产收益率达到最低值。即前五大股东持股比例小于 37.5% 时，两者呈负相关，此时降低股权集中度对提高公司绩效有利；当前五大股东持股比例大于 37.5% 时，两者呈正相关，此时提高股权集中度有利于改善公司绩效。

前五大股东持股比例与净资产收益率则呈三次曲线关系，该模型中一元系数与二元系数均为 0，三元系数为正，故两者呈正相关关系。随着前五大股东持股比例的增加，净资产收益率呈加速上升趋势。

#### 二、股权构成与公司绩效关系

##### (一) 控股股东的所有权性质与公司绩效

国内学者研究第一大股东所有权性质与公司绩效关系的较多，但鉴于每个公司股权结构与集中度的不同，第一大股东在公司中未必拥有表决权优势。如果第一大股东持有股份较少，甚至无法达到相对控股的程度，那么，

其对公司业绩的影响很可能十分有限。基于此，笔者将研究对象圈定为在公司中拥有相对或绝对控股地位的第一大股东身上。这是本文可能的创新处之一。

**方法创新：**为了比较不同类控股公司的绩效表现，本文定义了两个二值变量（binary variable）*Corp* 和 *NonState* 来比较和刻画其差别。笔者尚未在我国研究股权结构与公司绩效关系的文章中发现有学者使用此方法进行比较以及给出差异的数量表示。采用此法，本文不但可以对绩效差异进行定性分析，更可以对其进行定量分析。

研究结果表明：在股权集中度、公司规模和成长能力等影响公司绩效的其它因素不变的情况下，法人控股公司的业绩表现整体上要好于国家控股公司；非国有参股公司的业绩表现整体上要好于国有参股控股公司。法人控股公司的总资产收益率要比国家控股公司高出 0.7%（1%显著水平）。非国有控股公司的总资产收益率要比国有控股公司（包括国家股和国有法人股）高出 0.5%（5%显著水平）。而这种差异在净资产收益率上表现得更为明显：前者的净资产收益率要比后者高出 1.9%（1%显著水平）。

## （二）不同产权主体持股比例与公司绩效

### 1、国家股、法人股、国有法人股比例分析

国内学者研究我国上市公司的股权结构与公司绩效的关系时，从此角度研究两者关系的比比皆是。但几乎没有人给出三者中何者占优的定量区间。本文通过模拟绘制三者与总资产收益率的关系曲线，给出了一个量化的区间。研究表明：在持股比例为 [0, 55%] 的区间上，法人参股公司的绩效最优，国有法人参股公司次之，国家股参股公司最差；[55%, 1] 的区间上，国有法人参股公司最优，法人股公司次之，国家股最差。显然，国家参股企业的表现不如法人参股企业，也不如国有法人参股企业。当国有法人股在公司中占据绝对控股地位时，其公司业绩要好过其他法人控股公司；但在法人股不占据绝对控股地位的公司中，国有法人股的表现就要劣于其他法人股。

三者与总资产收益率的关系均为左低右高的 U 型曲线关系，公司绩效随着持股比例的增加而先降后升。通过对其临界点的分析发现只有某一类别的股份比例至少高于 27% 后才会出现正相关关系，也即只有某类股份占有相对控股地位时，其对总资产收益率（ROA）的边际效用才为正。国有法人股规模的临界点最低，为 27%，即只有当国有法人股在公司中占据相对控股地位时，其持股份额的增加才会相应地带来 ROA 值的提高；否则，反之。其次是法人股，其临界点为 30%，即当法人股在公司总股本中高于 30% 以上时，

其持股规模才与绩效指标 ROA 正相关。国家股的临界点最高，其持股比例要到达 34%以上时才会对公司绩效产生正向影响。

国家股比例与公司绩效之所以呈先降后升的 U 型曲线关系，可能是因为政府的双重身份。当国家股所占比例较小时，政府虽可以进行有力地干涉，但却缺乏动力实施政策性的扶持及对公司治理进行投入，此时，企业价值最低，处于企业绩效曲线的底部价值陷阱。但当国家作为企业大的控股股东时，政府则有动力去给与企业政策上的优惠及扶持，这有助于提升企业价值。而且，此时国有股比例越高，政府越有动力利用自己的双重身份去提升企业价值。因此，两者呈正相关关系。

## 2、流通股比例分析

对流通 A 股比例的研究表明，流通股对公司绩效的贡献是低效的，流通 A 股股东对公司治理能发挥的作用十分有限，这与我国 A 股市场的现状是一致的。流通股（这里是指流通 A 股）持股比例与公司绩效指标 ROA 的关系是左高右低的“U”型曲线。相对于没有流通股的公司而言，流通股对绩效的影响是负的。当流通 A 股的比例为 56% 时，ROA 值最低。这表明当公司中不存在绝对控股的大股东时，股权越分散，公司绩效越高，因为，此时股权的分散可以防止非绝对控股股东的利益侵占行为。

### 1.4.2 不足之处和有待深入研究的问题

尽管本文对上市公司股权结构与公司绩效问题进行了理论和实证方面的探索，并取得了一些有价值的研究成果，但由于受条件限制，本文仍遗留了许多问题需要作进一步的探索，至少有以下几个方面：

1、已讨论的问题还有待进一步拓展和深化。可以考虑增加数据年限，包含更多的样本，以全面反映其内在的关系。也可以在研究股权结构时，将多个研究角度进行交叉组合，必定有更多新的发现。

2、对于实证研究而言，变量选择、样本数据和计量模型无疑是非常关键的，往往左右着实证研究的结论。由于国内学者对股权结构的许多问题还存在较大的争议，因此在变量选择、样本数据和计量模型等方面可能都还存在值得商榷的地方，因此本文实证分析得到的一些结论也可能还需要进一步验证。本文的一个最大的不足之处在于未引入行业变量作为控制变量。从前人的研究成果看，行业竞争程度的不同会对股权结股与公司业绩之间的关系有较大影响，但由于笔者未能找到一个科学、客观的分类方法对我国上市公司进行行业竞争性程度的分析，只好作罢。我的导师芮明杰教授曾提出以行业集中度指标来衡量行业竞争程度，但由于业界未有对此数据连贯、权威的

统计，因此并未采用。

3、由于本文主要是实证研究，其质量在一定程度上依赖于数据资料的完整性、真实性和及时性。本文研究所使用的样本数据主要来源于历年的上市公司年报和证券公司的 Wind 数据库。由于统计资料有一年左右的滞后期，使得本研究难以及时反映最近一年的动态。显然，在后续研究中对最新的经验数据进行实证检验是必要的。

## 第二章 理论基础与文献综述

### 2.1 股权结构的含义

股权结构指一个公司股东的构成状况，它包括股东的类型、各类型股东的持股比例、股权的集中度、股东的稳定性以及经营者持股比例等。各国学者研究股权结构主要从以下三个方面：股权集中度、股权制衡度和股权构成。

#### 2.1.1 股权集中度

股权集中度是指股票在股东之间的分配的集中程度。衡量股权集中度的指标主要有三个：

1、CR 指数（Concentration ratio）是公司前 n 位大股东持股比例之和，国内外学者常取前 1、3、5、10 位大股东的持股比例之和作为研究对象。可以用公式表示为：

$$CR_n = \sum_{i=1}^n S_i \quad (S_i \text{ 代表第 } i \text{ 位股东持股比例})$$

2、Herfindahl 指数是公司前 n 位大股东持股比例的平方和，反映大股东之间股权分布的均衡情况。由于股东持股比例小于 1，因此，对其取平方后会出现某种“马太效应”，即大的越大、小的越小，两者差距拉大，从而突出股东持股比例之间的差距。H 越接近 1，则表明前 n 位股东的持股比例差距越大。一般认为，H 大于 0.25 则表明前 n 位股东的持股比例分布不均衡。

$$HERF_n = \sum_{i=1}^n S_i^2 \quad (S_i \text{ 表示第 } i \text{ 位股东的持股比例})$$

3、Z 指数是指公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值。Z 指数越大，第一大股东与第二大股东的力量差异越大，第一大股东的优势越明显，因此它能够更好地界定第一大股东对公司的控制能力。一般认为，Z 若大于 10 则说明第一位大股东在公司决策中具有绝对的优势地位。

#### 2.1.2 股权制衡度

股权制衡是指大股东持股的比例安排。因此，股权制衡度概念的提出是相对于股权集中度来说的，只有当股权集中到一定程度时才会涉及如何对高度集中的股权进行制衡的问题。

股权制衡的股权结构模式，是指由少数几个大股东分享控制权，通过内部牵制，使得任何一个大股东都无法单独控制企业的决策，从而达到互相制

衡、抑制掠夺的效果。股权集中条件下的股权制衡，是抑制大股东掠夺、保护中小股东权益的重要方式。

### 2.1.3 股权构成

公司股权结构的另一个重要方面是其构成，即控股股东的行为特征。控股股东可以是个人、家庭或家族政府、控股公司、银行、机构投资者（如财务公司、保险公司、投资公司、养老基金、投资基金）等，控股股东的身份与公司的治理结构及其经营绩效之间都会存在关联。

美国公司曾经是个人持股的天下，20世纪80年代以后又逐渐转变为养老基金等机构投资者持股为主；日德公司以法人持股为主；东亚公司则以家族持股为主。亚洲发展银行（2000）的研究认为，如果家庭或家族是公司的重要股东，那么他们会同时关注公司的控制权和公司的利润；如果机构投资者是公司的主要股东，那么他们可能主要关心公司利润；当银行担任非金融公司控股股东时固然可以为公司提供投资所需要的资金推动公司的发展，但其中也存在一些严重问题，包括：银行可能会放松贷款担保的条件，难以终止效益差的投资项目和要求公司破产，不利于经济资源的优化配置，不能保证公司的长期经营发展。

## 2.2 股权结构与公司绩效关系的理论分析

诚如 La Porta 等人（1999）所指出的，迄今为止尚无一个研究股权结构及其经济后果的完整理论框架。这反映出目前有关股权结构的研究仍然处于一个起步的阶段。但总体上，可将现有理论其分为两类：

### 2.2.1 代理理论下的有效监督假说

Jensen 和 Meckling（1976）在其关于代理成本的奠基性论文中进一步从理论上发展了 Berle 和 Means（1932）的观点。他们认为当公司管理者同时又是公司唯一股东时，公司不存在代理成本；但是当管理者向社会公众出售公司股票时，就会引发可能的代理行为，因为此时所有代理行为的收益为管理者所独占，而代理行为的成本却为所有股东共同承担，管理者只是根据所持有的股权比例承担部分的成本。理性的中小股东会预期到管理者可能采取的行为，因此在购买股票时会根据其对可能发生的代理成本预期调低对股票的定价结果，导致公司价值的下降。所以，股权分散所引发的监督成本和重新缔约成本、以及由于代理问题所导致的剩余损失都会减少公司的价值。在代理成本的理论研究框架下，当公司的管理者完全不持有公司的股权时，

如果没有其他机制的作用，公司的市场价值将会降到最低水平。

Fama 和 Jensen (1983) 在代理理论研究的基础上提出集中的股权结构必然会强化管理者的地位，使得市场无法通过购并的方式进行资源的有效分配，从而导致公司价值的损失。因此，如果公司的决策者拥有全部的剩余索取权，就不会产生类似的代理成本。当然在这个过程中公司的管理者必须以放弃个人投资组合的有效分散为代价来换取全部的剩余索取权。

Grossman 和 Hart (1980)发现由于可能存在的搭便车现象，因此，分散的股权结构并不有利于股东对管理者实施有效的监督。

Shleifer 和 Vishny(1986)则认为即使是在完善的市场条件下，控股股东仍有存在的必要性。因为控股股东不仅能减轻股权完全分散所引起的搭便车问题，而且有利于公司购并活动的顺利进行，从而增加公司价值。

Stulz(1988)进一步扩展了 Shleifer 和 Vishny(1986)的分析框架分析了管理者控股的最优结构及其影响。在 Stulz 的模型中，如果管理者的持股比例较低，增加管理者持股的比例将会增加公司价值。但是在管理者持股比例很高的情况下，管理者持股比例的增加反而会降低公司价值。

上述各种理论研究都是从代理理论的角度出发，认为通过股权结构的合理安排可以提高公司的价值。因此，最优的股权结构可以使公司价值最大化。相应的实证研究的重点就是要分析各种不同的股权结构下公司价值是否存在差异，希望能够找出使公司价值最大化的股权结构。

### 2.2.2 代理理论下的自然选择假说

虽然上述代理理论下的有效监督假说得到了许多实证研究的支持，但其自身始终面临一个难解的问题：如果不同的股权结构会影响公司价值，在有效市场中市场会自动淘汰公司价值较低的公司。然而，在现实中我们仍能观测到有着显著差异的股权结构。这始终困扰有效监督假说，也是自然选择假说的出发点。与有效监督假说为基础的研究相类似，自然选择假说也承认公司中代理问题的存在，但是后者认为公司股权结构本身并不是一个独立存在的外生变量，而是政治、经济、法律和文化等因素共同作用的结果，它更多地依赖人类社会自发的秩序。

Hayek (1967) 提出：“即使被人们认为极有作用的种种实在制度，乃是某些显而易见的原则经自生自发且不可抗拒的发展而形成的结果，并且，即使那些最为复杂，表面上看似出于人为设计的政策规划亦几乎不是人为设计或政治智慧的结果”。目前很多论文从政治、法律和经济的角度来研究股权结构形成过程。限于篇幅本文主要回顾从经济角度出发的相关理论文献。

有关股权结构形成过程的文献大多认为公司的控制者必须在投资组合分散化的利益和控制权收益之间进行权衡，每个公司特定股权结构的出现都是权衡的必然结果，是一个自然选择的过程。既然股权结构的形成已经包含了对未来公司价值的考虑，那么就不是股权结构决定将来的公司价值，而是相反，对未来公司价值的预期决定了公司现有的股权结构。

Leland 和 Pyle(1977)提出了在信息不对称条件下公司质量的信号模型。他们假定公司上市时企业家知道公司未来的现金流，而外部的投资者对此一无所知。对于企业家来说，持有权益的比例越高，其个人投资组合中不可分散的风险就越大，所以企业家只有在预期到未来的公司价值高于现有价值时，才愿意持有较多的股票。这相应会带来股权的集中，内部人的持股数量就成为公司质量的一个外部信号。所以在 Leland 和 Pyle 的模型中不是公司的股权结构决定了公司未来的现金流量公司价值，而是对公司价值的预期决定了公司现有的股权结构。

Demsetz 和 Lehn (1985) 在 Jensen 和 Meckling(1976)的基础上提出，股权分散化的外部性固然会降低公司价值，但仍会存在一些其他因素抵消股权分散所造成的不利影响，其中包括公司价值最大化所要求的规模水平。他们还认为股权结构既然已经是一个均衡的结果，就不会对公司的盈利能力产生影响。他们的实证发现也支持上述论点。

Admati 等 (1994) 发现即使存在控股股东，投资组合没有实现最优化，市场仍然能够实现均衡。这种均衡实际上是控股股东通过比较控制权收益和分散投资收益来实现的。控制权收益主要来自于控股股东对管理层的监督，实现管理层与股东利益的一致。他们的模型考虑了小股东的搭便车问题，即使大股东初始收益为零，由控股股东实施的监督仍然能够实现均衡。

此后发展起来的理论模型基本上是以上述三篇论文所代表的权衡思想为基础的。总而言之，这些研究认为公司的特征决定了股权的分散化程度，股权结构并不是一个外生的独立变量，而是建立在经济理性基础上的自然选择结果。

## 2.3 股权结构与公司绩效关系的文献综述

### 2.3.1 国外学者文献回顾

20世纪80年代以来，从实证的角度研究股权结构与公司绩效关系的文章已经硕果累累。这些研究所依据的理论主要是代理理论下的有效监督假说和代理理论下的自然选择假说。依据有效监督假说的实证模型将股权结构作

为外生变量来解释公司价值的差异；而依据自然选择假说则将股权结构作为内生变量进行分析。下面分别阐述有效监督假说和自然选择假说下的相关实证研究成果。

### 一、基于有效监督假说的实证研究结果

在有效监督假说的模型中，股权结构与公司业绩的关系是单向的，而且股权结构的现状是一个随机的状态，因此，可以用股权结构来解释公司绩效的差异。西方学者以该理论为依据对股权结构与公司绩效的研究主要沿着两个方向发展：股权集中度与公司绩效的关系；内部股东持股比例与公司绩效的关系。

#### （一）股权集中度与公司绩效的关系

Berle 和 Means (1932) 的《现代公司与私有财产》一书被视为研究股权结构与公司绩效关系的最早的著作。他们首次研究了美国资本市场上分散持股的股东与管理层之间的关系。他们认为由于股权的分散，没有股东能够对公司管理层进行有效制约，管理层就有可能在实际经营公司的过程中损害公司股东的利益，减少公司价值。因此，股权分散化会降低公司的价值。

随后，很多实证文献也认为股权集中度与公司绩效存在着正的相关关系。如：Levy (1983) 等人对美国公司的研究表明，公司股价与股权集中度之间存在正相关性。Loyd et al. (1987) 的研究表明，对于由“所有者控制”的具有集中股权的公司而言，公司市值与销售额的比率是更大的。Zeckhouzer 和 Pound (1990) 发现，在他们划分成容易监控的行业中，股票价格与公司盈余的比率随着股权集中度的提高而增长。Jain 和 Kini (1994) 研究了美国公司的长期市场收益与股权结构的关系，发现股权结构的集中程度与公司的长期市场收益为显著的正相关关。Claessens (1997) 对捷克上市公司的实证研究发现，股权集中度与该公司的盈利能力及在二级市场上的表现存在着正相关关系。Perderson 和 Thomsen (1999) 考察了欧洲 12 国 435 家大公司，认为公司股权集中度与公司净资产收益率显著正相关。

#### （二）内部股东持股比例与公司绩效的关系

Berle 和 Means (1932) 认为，股东对公司经理层的制约能力受到削弱是缘于公司股权结构的分散，经理层如果所持的公司股权较少将会激励他们追求自己的私人利益。而随着经理层所持公司股份比例的增加，他们与股东的利益将趋向一致，他们与企业利益最大化的偏离倾向将会减轻。

正式研究公司价值与经理拥有股权之间的关系则始于 Jensen 和 Meckling (1976)，他们将股东分为两类：一类是内部股东，他们有对经营

管理决策的投票权；另一类为外部股东，他们没有投票权。公司的价值取决于内部股东所占股份的比例，这一比例越大，公司的价值越高。在股权分散的情况下，随着管理者所有权要求的减少，勇于进行管理创新的动力就会减少，其结果会导致公司价值的下降。反过来说，当管理者持股比例增加时，他们采取的背离公司价值最大化的行为，也会使自身股票的价值受到影响。因此，在内部人持有一定股份的情况下，他们的行为会在行使在职消费和最大化公司价值之间取得一个均衡。

在实证研究方面，西方学者采用不同的样本，对内部股东持股比例与公司绩效关系的研究建立了不同的回归模型，其结论也存在较大的差异，有些研究表明内部持股比例与公司绩效有显著相关关系，但同样有另外一些研究表明两者间不存在显著性关系。

Morck Shleifer 和 Vishny (1988) 的研究具有开创性，他们运用分段回归方法分析了不同阶段下的股权结构与公司业绩的关系。他们以美国 351 家大公司为样本，根据公司董事会成员所持有的股份占公司总股份的比例分为 [0%-5%]、[5%-25%] 和 [25%-100%] 三个区段，研究股权结构与公司市场价值 (Tobin's Q) 和会计收益 (重置成本的现金净流量收益率) 的关系。结果发现 Tobin's Q 与公司内部股东所拥有的股权之间具有倒“U”型的曲线关系：即公司的盈利能力在内部人控股比例 [0%-5%] 这个区段显著增加；但是在控股比例为 [5%-25%] 区段上显著下降；在控股比例为 25% 的水平上公司的价值几乎等于控股比率为零的公司价值水平。当内部控股比率超过 25% 时公司的价值随之增加，但是增加的幅度很小。作者将上述发现归结为两方面原因综合作用的结果：有效监督和管理者侵占。作为内部人的公司董事会成员本身就有双重的作用，既可能行使有效监督，也有可能获得更多的代理收益。所以，他们的研究表明内部人持股数量较少时，有效监督处于主要地位，内部管理者的利益和外部股东的利益获得一致；但随着持股数量超过一定界限，内部人就有可能更希望获得代理收益，从而降低了公司的价值。

McConnell 和 Servaes (1990) 通过对纽约证券交易所和美国证券交易所 1976 年的 1173 家样本公司以及 1986 年的 1093 家样本公司 Tobin's Q 比率与股权结构关系进行实证分析，得出了一个显著性的结论，即 Q 值与公司内部股东所拥有的股权之间存在曲线关系。当内部股东所拥有的股权从 0 开始增加时，曲线向上倾斜，至这一股权比例达到 40%-50% 之间时，曲线开始向下倾斜。

Stulz (1991) 认为，随着内部股权的增加，因经营不善而被接管的可能性也会降低，而接管难度的增加反过来会增强股东监控动力的同时，也可

能阻碍公司控制市场机制的有效发挥。另外，对接管市场的分析表明，被接管企业的价值一般在被接管后是上升的（Kay, 1994），而过高的内部持股会降低这种因接管而带来的公司价值增值的机会。

Cho (1998) 使用截面数据和股权信息，首次复制了 Morck et al (1988) 的研究，同样发现，Q 值与管理层持股有近似非单调关系。然而，在他的模型中，使用了三个方程，并假定内部股权依赖于 Q、投资额及一系列控制变量，投资额依赖于内部股权、Q 及一系列控制变量。其回归结果表明，Q 影响股权结构，而其他假定不成立。

Holdemess et al (1999) 同样复制 T Morck et al (1988) 的研究，他们发现公司绩效和管理层持股在 0-5% 区间有显著正相关关系，但与 Morck et al (1988) 不同，没能发现经理持股比例在大于 5% 区间的显著关系。他们的研究将管理层持股看作内生变量，发现经理持股比例与公司规模、公司绩效变化率、变化率的平方及财务杠杆有负相关关系。

Makhija 和 Spiro (2000) 研究了 988 家刚刚完成私有化的捷克企业，发现企业股票价值与外国投资者、内部人持股比例正相关，因为他们更有能力发现高利润公司。

## 二、基于自然选择假说的实证研究结果

以股权结构为自变量研究股权结构对公司业绩的影响都是建立在一个非常重要的假设基础上：即股权结构是一个由系统外生的因素确定的变量。但这个假设一旦不成立，股权结构就会和误差项相关，运用线性回归方法所得到的估计参数的一致性和有效性就不能保证。因此，以有效选择假说为理论基础的实证研究恰恰推翻了前述种种研究成果的假设基础，为股权结构与公司绩效之间的关系研究另辟蹊径。

在有效选择假说的模型中，股权结构是一个内生变量，是包括公司价值在内的多种因素权衡后的结果，本身已经处于均衡状态，因此股权结构对公司业绩的影响应该是不显著的。该类论文通常先研究公司股权结构的成因，然后检验股权结构对公司价值的影响。从结论看，只有少量研究发现股权结构与公司业绩之间存在显著的相关关系，绝大多数的论文发现股权结构对公司业绩不存在显著的影响。

Demsetz (1983) 认为，公司股东关于公司股权由集中转为分散的决策，是在充分了解放松对职业经营者的控制所产生的后果基础上的。所有权控制一旦放松将伴随着成本提高和利润下降。然而，股东之所以选择分散股权，是因为他们能够通过资本兼并的成本降低或者是其他方面的利润增长的促进来补偿这种损失。正是由于这种损失补偿的存在，实际上是公司绩效最大

化的目标在促使公司股权结构的变化，并促使它变得更加分散。因此，Demsetz (1983) 认为，股权结构是股东追求利润最大化的内生约束，与公司利润水平的其他决定因素相比，股权结构的集中其实与利润的增加并没有关系。

Demsetz 和 Lehn (1985) 发现了公司股权结构内生性的经验支持。他们通过对美国 1980 年 511 家公司的会计利润率对各种股权集中度指标（前 5 大股东、前 10 大股东持股比例以及代表股权集中度的 Herfindahl 指数）进行回归，发现当把股权结构作为内生变量时，会计利润率与公司所有权集中度不存在统计上显著的相关关系。

Demsetz 和 Villalonga (2001) 的研究进一步发现股权结构与公司业绩之间没有显著的关系。这表明股权分散尽管会带来一些代理问题，但也会带来一些收益，这些收益会抵消代理问题对公司业绩的影响。Demsetz 因此认为股权结构与公司绩效之间并无内在关系，股权结构的安排是比较各种成本的利弊进行竞争性选择的结果，它与公司价值和资源配置的效率之间并无必然联系。

Holderness 和 Sheehan (1988) 的实证研究是通过对拥有绝对控股股东的上市公司与股权非常分散的上市公司（第一大股东持股比例小于 20%）进行经营业绩比较分析，结果表明它们的会计利润率与托宾 Q 值之间没有显著的差别，因而可以得出公司股权集中度与公司绩效之间无相关关系的结论。

Chung 和 Prutii(1996)以 404 家公司为样本，运用三阶段最小二乘法估计 CEO 持股比率，公司业绩 (Tobin's Q) 和管理人员报酬的联立方程组。他们发现，CEO 持股比率与公司业绩之间存在显著的正相关关系。如果 CEO 是公司创始者的家族成员，其持股比率自然就高。作者对此的解释是，作为公司创始者的 CEO 及其家族继承者拥有较多的股权，仅仅是因为历史环境所造成的。作者还考虑到股权结构与公司业绩之间的非单调变化的关系，但没有发现这种非单调变化关系的存在。

Charreaux (1997) 以法国公司为样本采用同样方法但更多的变量对股权结构与公司业绩的关系进行了检验其中衡量公司业绩的指标有 6 个衡量公司股权结构的指标有 9 个结果发现不能从股权结构的角度来解释公司业绩的差异而且即便考虑到 Morck 等 1988 的结论仍未发现公司价值与股权结构之间存在显著的相关关系反面的声音也有 Prowse 1995 的研究表明日本和德国的银行作为大量上市公司的大股东他们公司治理结构中的作用并不象以往实证研究结果所说的那样显著 Thomsen 和 Pedersen 2000 发现 435 家最大型欧洲公司的股权集中度与公司绩效之间的联系是非线性的以致于

### 股权集中度超出某一点后对绩效有相反的影响

上述研究都首先假定股权结构可以影响公司业绩，然后再检验这种关系是否存在，所以与有效监督假说下采用的研究思路和方法没有差别，只是解释的理论不同。但是 Kole(1996) Agrawal 和 Knoeber 1996 则明确研究了股权结构与公司价值之间的影响关系，他们认为公司价值影响了股权结构而不是相反。Kole(1996)认为，如果股权结构影响了公司价值，那么股权就要在管理者与非管理者之间实现纠正性转移。她得出结论，公司价值在股权结构比例在 0%- 5% 的区间增加，在 5%-25% 的区间下降，在超过 25% 的区间上没有显著性的变化。作为进一步的研究，Kole 以每年的公司业绩为因变量，以 1980 年的公司股权结构与 Morck 等相同的变量定义为自变量，进行分析发现在 1977-980 年间公司业绩与股权结构之间存在显著的相关关系，但是这种显著的关系在 1981-1985 年间就不复存在了。作者认为这种现象的存在意味着管理者的持股比例是根据公司的价值进行调整的，是由公司价值决定的而不是相反。

Agrawal 和 Knoeber (1996) 以美国 400 家大公司为样本，研究了 7 种可能控制代理成本的机制。这些机制包括内部人持有的股份、机构投资者持股比例、外部大股东持股比例、外部董事的比例、负债比例、管理者市场竞争状况和公司控制权市场状况。作者认为采用最小二乘法研究截面上公司业绩与某种治理机制之间的关系可能具有误导性，因为这些机制之间可能存在相互替代关系，采用最小二乘法将公司业绩分别与不同的控制机制进行回归，发现公司业绩与四种控制机制有关，即内部人持股比例、外部董事、负债比例和控制权市场。但在将所有控制机制纳入一个回归方程时，内部人持股比例与公司业绩之间不存在显著的相关关系。在采用联立方程研究公司治理机制之间关系以及与公司业绩之间关系时发现公司业绩与负债比例公司业绩与控制权市场状况之间的显著相关关系也不复存在了作者认为这一发现支持了实际的股权结构由公司价值最大化水平确定的论点

以自然选择假说为基础的实证研究基本上都发现公司业绩与股权结构之间不存在显著的相关关系或者关系很微弱即使发现公司价值与股权结构之间存在相关关系这种关系的具体形式在不同研究中也不尽相同上述发现意味着不存在所谓的适用于所有公司的不变的最优股权结构公司本身的具体特征决定了其股权结构以股权结构为外生变量的研究忽视了这样一个明显的事即公司内部控股股东和外部控股股东都能积极影响公司的股权结构和控制结构。

### 三、对国外学者研究文献的简评

国外学者分析的是一般意义上的股权结构并且其研究对象大多是基于发达的金融市场的，是建立在西方所有制基础之上的，主要体现在两个方面，一是企业的原型是私有企业，改变股权结构的目的主要是为了融资的需要，因此股权结构的设计能够满足原股东的效用最大化；二是在两权分离的条件下，股东尤其是大股东对管理层的监督是有效的，即他们可以以积极的所有者身份出现在公司的治理中。显然，这种股权结构与我国独特的国有股占主导地位的股权结构是不同的。尽管如此国外学者在对股权结构与公司绩效方面的研究成果，尤其是指标选择和计量模型上为我们对我国上市公司进行实证研究提供了有益的指导和借鉴。在实证研究方面西方学者进行了大量实证经验分析，但也没有得出一致的结论。其原因除了样本的不同外，不同学者对股权结构和公司绩效指标的选择以及计量模型的建立等方面差异也是重要原因。

### 2.3.2 国内学者文献回顾

我国有极少数学者认为公司绩效是外生变量，而股权结构是内生变量。如：张宗益、宋增基（2003）对股权结构与公司绩效之间的关系进行的经验分析发现，股权结构是内部生成变量，不支持股权结构影响公司绩效的理论假设。这个发现与 Demsetz (1983) 股权结构的观点相一致。冯根福、韩冰、闫冰（2002）对上市公司股权集中度变动的实证分析也表明，上市公司绩效越好，股权集中度越高。这说明公司绩效是影响上市公司股权集中度变动的一个主要因素。但上市公司绩效与股权集中度二者之间不是互为因果的关系，绝不能反过来说股权集中度越高，上市公司绩效越好。

除此以外，绝大部分学者的研究成果都是以代理理论下的有效监督假说为基础的，即认为股权结构是外生变量。研究结果主要分为两个方面：股权集中度与公司绩效的关系；股权构成与公司绩效的关系。

#### 一、股权集中度与公司绩效

根据研究结论的不同，这类文献可以分成四类：两者存在正相关关系；负相关关系；不显著的相关关系；复杂的曲线关系。

##### 1、股权集中度与公司业绩存在正相关关系

许小年、王燕（1999）选择上市公司前 10 名大股东占有股权的比重以及 Herfindahl 指数来衡量所有权集中度，分别考察了它们与衡量公司业绩的 ROA、ROE、MBR 之间的关系，发现股权集中度与公司业绩(MBR)有显著的正相关关系，但它与利润率的相关关系比较弱。

张红军（2000）对上市公司前十大股东持股比例与 Tobin's Q 的关系进行实证分析，发现股权集中度与公司绩效存在着显著的相关关系。当然，由于前 5 大股东度量的主要是国家股东和法人股东持有的股权集中度比率，流通股所占比例很小，因此他的结论也相应解释为 Tobin's Q 比率与国家股东和法人股东持有的股权集中度比率之间呈显著的正相关关系，而不是和一般意义上的股权集中度比率呈显著的正相关关系。

徐二明、王智慧（2001）对上市公司股权集中度与企业战略绩效关系的研究表明，股权集中度与公司价值成长能力存在密切正向相关关系，大股东可以促进公司相对价值和价值创造能力的提高。

陈小悦、徐晓东（2001）发现在其他条件都相同的情况下，第一大股东持股比例与企业绩效之间的关系随行业的不同而变化，非保护性行业第一大股东的持股比例与企业的经营业绩成正比。适当提高第一大股东的持股比例，能够对企业产生激励和压力，有利于企业经营绩效的提高。

肖作平(2003)的研究表明，Tobin'Q 与股权集中度成显著正相关，与第一大股东持股比例和其他三大股东持股比例之差成显著负相关，说明大股东确实能起一定的作用。股权有一定的集中度，并有其他大股东的存在，对公司治理机制作用的发挥，总体上来说是较有利的。

徐莉萍、辛宇、陈工孟（2006）选取 1999-2003 年 4845 个上市公司的年度观测数据，应用了主成分分析法计算了由公司盈利能力、经营效率、成长性和生产效率等九个指标综合得出的经营绩效指标，研究发现：股权集中度和经营绩效之间有着显著的正向线形关系，而且这种关系在不同性质的控股股东中都是存在的。在中央直属国有企业和私有产权控股的上市公司中股权集中度所表现的激励程度最高，地方所属国有企业控股的上市公司次之，国有资产管理机构控股的上市公司最低。

## 2、股权集中度与公司业绩存在负相关关系

刘国亮、王加胜（2000）选取上市公司前五位大股东拥有的公司股份份额计算衡量股权分散性程度的 Herfindahl 指数，结果证明股权的进一步分散化对公司绩效产生正的效应，即股权集中度与公司业绩存在负的相关关系。

## 3、股权集中度与公司绩效不存在显著相关关系

高明华（2001）以 1999 年度的 473 家上市公司为样本，对三个股权集中度指标（最大股东持股比例、前三位股东持股比例、前五位股东持股比例）分别与净资产收益率和每股收益进行偏相关分析检验，结果显示股权集中度与净资产收益率和每股收益的皮尔逊相关系数都很小，双尾检验不相关的概

率,除了最大股东持股比例与每股收益之间略低于 0.05 外,其他都高于 0.05,这意味着除了最大股东持股比例与每股收益之间呈现极微弱的正相关外,其他基本上不相关。总体上看,股权集中度与公司绩效是基本上不相关的。

张宗益、宋增基(2003)分别采用 Tobin's Q 与 ROE 两个指标来衡量公司绩效,用前十大股东持股比例作为股权结构的代表变量,运用联立方程组对 123 家沪市工业公司在 1996-2000 年的样本数据,就股权集中度与公司绩效之间的关系进行了最小二乘估计(OLS)和二阶段最小二乘估计(2SLS),结果发现集中或分散的股权结构与公司业绩缺乏必然的联系。

董丽、肖红叶(2001)的实证研究发现,股权集中度作为解释变量不能排除在模型中系数为零的假设,因此股权集中度对上市公司业绩没有显著影响。

费鹏、屠梅曾(2002)对电子电器行业第一大股东比例与公司业绩的回归分析结果表明,股权集中度与公司业绩即便有正相关关系,效果也是微乎其微的,这说明股权集中在少数人手中未必增加公司的业绩,关键在于掌握大多数股权的少数人是否具有驱动公司业绩增长的能力,并且是否愿意这样做。

朱武祥、宋勇(2001)以市净率 MBR 为被解释变量,选择 F10(公司前 10 名大股东持股比例之和)、F5(公司前 5 名大股东持股比例之和)、HERF(公司前 10 名大股东持股比例的平方和)、FSL(国家股和法人股比例之和)作为股权集中度的代表变量,实证发现只有 HERF 显示出与公司价值稍微的相关性, F10、F5,、FSL 均不能通过 T 检验,与公司价值无关。

#### 4、股权集中度与公司绩效存在着曲线关系

少数学者认为两者的关系在不同区间上是单调正相关或负相关的。

孙永祥、黄祖辉(1999)对第一大股东占全部股份的比例与托宾 Q 之间的关系进行考察后认为,它们之间存在着倒 U 型关系,有一定集中度、有相对控股股东并且有其他大股东存在的股权结构在总体上有利经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督机制作用的发挥,具有该种股权结构的公司的绩效趋于最大。

杜莹、刘立国(2002)和吴淑棍(2002)也发现股权集中度与公司绩效呈显著的倒 U 型曲线关系,因此适度集中的股权结构更有利于公司治理机制的发挥,使公司治理效率趋于最大化。

李豫湘等(2002)运用综合评分法和相关性检验来分析股权集中与公司治理效率的相关关系。他们将 139 家沪深上市公司按第一大股东的持股情况将公司的股权结构分成三类,一是股权高度集中的上市公司,公司拥有一个

绝对控股股东，其持股比例在 50%以上；二是股权高度分散的上市公司，公司第一大股东的持股比例在 20%以下；三是股权适度集中的上市公司，公司拥有相对控股的股东，公司第一大股东的持股比例在 20-30%之间，同时有少数股东可以与第一大股东制衡。结果发现，第一大股东的持股比例过于集中和过于分散都不利于企业的长期治理效率；而适度集中的股权结构由于前几大股东的制衡作用对公司治理的完善具有较大的促进。

白重恩等（2005）年研究表明第一大股东持股比例与公司价值呈负相关关系，且两者呈正 U 型而不是倒 U 型。

## 二、股权构成与公司绩效

我国学者对股权构成是按照股东的性质分类的，即国家股、法人股和流通股三类<sup>1</sup>。由于我国的上市公司许多是由国家股占控股地位的，以下本文重点对国家股与公司绩效方面的文献进行研究，对法人股和流通股也将进行相应的分析。

### （一）关于国家股（国有股）比重与公司绩效的关系

根据我国学者经验研究结论的不同可以将其分为四类：认为两者呈负相关关系；无显著相关关系；呈正相关关系及呈复杂的曲线关系。

#### 1、国家股比重与公司绩效负相关

绝大部分学者的实证研究表明国家股比重与公司绩效呈现显著的负相关关系，即上市公司的国家股比重越高，公司绩效越低。

许小年、王燕（2000）运用 1993-1995 年上市公司的集合数据（时间序列与横截面数据的集合），以市值与账面价值之比 MBR、股权回报率 ROE 和资产回报率 ROA 等三个比率来衡量公司的业绩，以国有股占总股份的比重为自变量，经实证检验认为三项公司业绩指标均与国有股持股比例呈负相关关系，且在 ROE 和 ROA 中是回归显著的。

陈晓、江东（2000）用相对净资产收益率和主营业务利润率指标来衡量公司业绩，以电子电器、商业和公用事业三个行业的上市公司为样本，通过回归分析和假设检验得出结论：法人股和流通股对公司业绩有正面影响，国有股有负面影响的预期只有在竞争性较强的电子电器行业成立，在竞争性相对较弱的其他两个行业不成立。

<sup>1</sup> 我国有部分学者根据终极产权论的观点建议将国有法人股归类到国有股中进行分析。我们认为，尽管国有法人股的终极产权是国家，但随着近几年我国国有企业的改革，国有法人股已经较多地表现出了与一般法人股相类似的特点，将国有法人股归类到国家股中已不合适。同时，我国绝大多数学者是将国有法人股视作一般法人股进行分析的。因此，如无特别指明，我们均将对国有股和国家股以及国有法人股和一般法人股不加区别地进行分析研究。

刘国亮、王加胜（2000）运用1999年的上市公司数据，分别使用总资产收益率、净资产收益率和每股收益三个指标反映公司绩效，得出公司绩效与国家股持股比例呈负相关关系的结论。

杜莹、刘立国（2002）选取1998年上市的108家公司为研究对象，1999—2001年为样本区间，将企业分成制造业和非制造业两类，以总资产收益率ROA和经过修正的市净率AMBR来反映公司的盈利能力和市场表现。其结论为：国家股比例与公司绩效显著负相关，法人股比例与公司绩效显著正相关，流通股比例与公司绩效不存在显著相关性。更进一步，法人股比例在0%—17.86%之间时，公司绩效下降；在17.86%—64.84%之间时，公司绩效上升；在64.84%—100%之间时，公司绩效又显著下降。

## 2、国有股比重与公司绩效呈不显著的相关关系

张红军（2000）采用Tobin's Q比率作为度量公司绩效的指标，以1998年为研究窗口，结果发现国有股比例与Tobin's Q比率呈现不显著的负相关关系。

施东晖（2000）选取公布1999年财务报告的484家沪市公司为研究样本，运用横截面数据分析股权结构与绩效表现的关系，发现国有股比重与市净率之间没有显著的相关性。

董丽、肖红叶（2001）使用平板数据（panel data）模型，以1996年12月31日以前上市的530家公司为研究样本，研究他们在1996—2000年间所有权结构及其变化对公司业绩的影响，以资产总收益率ROA和净资产收益率ROE为解释变量，考虑了行业因素的影响，其实证结论认为尽管国有股比例的系数为负，但不能排除系数为零的假设，因此国有股比例对上市公司业绩没有显著影响。

朱武祥、宋勇（2001）以家电行业20家上市公司在1994—2001年间的数据为样本，以市净率指标MBR作为企业价值的衡量指标，选择平板数据（panel data）计量经济学模型进行回归。其结果表明，在竞争激烈的家电行业，国家股、法人股或外部公众股对上市公司治理和管理行为及其经营业绩都缺乏影响力，股权结构与企业价值并无显著的相关性。

高明华（2001）以1997年度的375家上市公司为样本，对国家股与净资产收益和每股收益率的关系分别进行偏相关分析和独立样本的T检验，结果均表明国家股比重与公司绩效不相关。

于东智（2002）以1997—2000年的上市公司为研究样本，选择了经行业水平调整后的净资产收益率AROE和经行业水平调整后的主营业务利润率ACFM作为绩效衡量指标进行实证检验。结果表明，国家股比例与经行业水

平调整后的净资产收益率负相关，与经行业水平调整后的主营业务利润率正相关，但都不具有统计上的显著性，所以国家股与公司绩效不存在密切的相关性。

肖作平（2003）以 Tobin's Q 作为公司价值的度量，以 1999 年为数据窗口，选取了在 1994 年 7 月 1 日之前在沪、深上市的 220 家公司为样本，对国家股比例与 Tobin's Q 之间可能存在的线性和非线性关系进行实证检验，结果发现国家股比例对公司价值的影响不甚显著，有国家股的公司，其公司价值与无国家股的公司价值没有显著差异。

胡汝银等（2003）以 1999 年 471 家沪市上市企业的截面数据为样本，以净资产收益率和市净率来表示公司盈利能力和市场表现，得出结论：国有股比重对盈利水平和市场表现没有显著影响，但法人控股型公司的绩效显著要好于国有控股型公司的绩效。

### 3、国有股比重与公司绩效呈正相关关系

我国学者支持这种观点的文献相对较少。

周业安（1999）从 1997 年底的境内 745 家上市公司中随机抽取 160 个样本，用 EV 软件包对国有股比例与净资产收益率 ROE 之间关系进行实证研究，结果发现国有股对净资产收益率有显著的正面影响。

### 4、国有股比重与公司绩效呈现较复杂的曲线关系

田利辉（2005）选取 1998-2003 年 6421 家上市公司的短而宽的不平衡面板数据，用简化的 Tobin's Q 和资产收益率衡量公司绩效，使用稳健最小二乘法和极大似然面板估计法进行计量检验的结果表明：总体而言，国家持股企业的表现不及非国家持股企业；国家股持股规模和公司绩效之间呈现左高右低非对称的 U 型关系，随着国家股持股比例的上升，企业绩效上升，但是当国家持股比例足够大时，随着国家持股比例的上升，企业业绩上升。

## （二）法人股比重与公司绩效的关系

从我国学者的实证研究结果来看，这类文献可以主要分成两类：认为两者存在正相关关系；两者间不存在显著的相关关系。

### 1、法人股比重与公司绩效存在正相关关系

我国大多数学者支持法人股比重与公司绩效存在正的相关关系的结论。如：许小年、王燕（1999）、周业安（1999）、刘小玄（2000）、张红军（2000）等。值得注意的是，我国学者尽管在实证研究时基本是以法人股所占比重作为自变量的，但在选择反映公司绩效的指标时却有较大的差别。如周业安

(1999)、刘小玄(2000)是仅选择净资产收益率作为衡量指标的，而许小年、王燕(1999)等学者选用了 ROA、ROE 以及 MBR 作为衡量公司绩效的指标。

## 2、法人股比重与公司绩效之间不存在显著的相关关系

少量文献认为法人股比重与公司绩效之间不存在显著的相关关系。如：高明华(2001)以 ROE 和 EPS 作为衡量公司绩效的指标，认为法人股比重与公司绩效不相关；刘国亮、王加胜(2000)以 ROA、ROE 和 EPS 作为解释变量，认为法人股比重对公司绩效的影响虽然体现出正的方面的趋势，但在统计上并不显著；陈小悦、徐晓东(2001)则以 ROA、CROA 作为被解释变量，但结果也认为法人股比例与公司绩效之间不存在统计上显著的相关关系。

## (三) 流通股比重与公司绩效的关系

目前我国学者对流通股比重与公司绩效的实证研究结论尚未统一。从我国学者实证研究结果看，这类研究文献有可以分成三类：

### 1、流通股比重与公司绩效存在正相关关系

如陈晓、江东(2000)、刘国亮、王加胜(2000)、张红军(2000)等。

### 2、流通股比重与公司绩效存在负相关关系

如陈小悦、徐晓东(2001)，于东智(2001)等。

### 3、流通股比重与公司绩效不存在显著的相关关系

如高明华(2000)，董丽、肖红叶(2001)等。

## 三、对国内学者研究文献的简要评论

我国学者较多地吸取了国外学者的理论与方法，对股权结构与公司绩效关系的研究取得了很大进展，但其实证研究结果方面却呈现出了较大不同，甚至结论完全相反。主要可能是因为变量设计不同：

### 1、选取不同的公司绩效指标

综合起来，我国学者使用的反映公司绩效的指标主要有如下几类，见表 2-1：

表 2-1 我国学者选取的反映公司绩效的常用指标

分类	表现类别	指 标
单项指标	盈利能力	总资产收益率 (ROA)
		净资产收益率 (ROE)

		主营业务利润率
		现金流资产收益率 (CFROA)
		每股收益
	市场表现	市净率 (MBR)
		Tobin's Q
综合指标	综合绩效	多数采取专家评议和人为定权重的方法。

下面对常用指标加以说明：

### (1) 净资产收益率

已经有部分学者对净资产收益率 ROE 指标提出异议。陈小悦等 (2000) 指出，上市公司对 ROE 指标进行盈余管理 (earning management) 的现象十分严重。孙永祥、黄祖辉 (1999) 也认为，尽管目前使用较多的绩效测量指标为 ROE，但该指标有容易被人为操纵的缺陷，一个明显的例子是，为了符合中国证监会配股公司 3 年净资产收益率必须超过 10% 的要求，许多公司人为地操纵会计利润，使得公司年净资产收益率略超过 10%。此外，净资产收益率的衡量方法还有不考虑资本杠杆、经营风险与税收差异等缺陷。即便如此，该指标还是一个值得参考的指标。

本文将采用和净资产收益率作为表示公司绩效的指标，并辅以总资产收益率。

### (2) 托宾 Q 值与市净率

尽管对于孙永祥、黄祖辉 (1999) 等国内学者所采用的托宾 Q 值或市净率衡量上市公司绩效的方法已经为我国许多学者接受，但我们认为这些指标的选取仍然是值得商榷的。由于我国证券市场的分割性，存在着流通股和非流通股，因此，在计算上市公司的市场价值时存在着较强的主观性；上市公司资产的重置价值因缺乏旧货市场而比较困难，没有足够的数据信息来准确计算上市公司总资产的重置成本。

另外，国内学者计算公司重置价值的方法也是值得探讨的。如孙永祥、黄祖辉 (1999) 对公司的市场价值采用公司股票的市值与公司发行的债券市值来计算，采用公司总资产的会计值代替该重置值。张红军 (2000) 在计算托宾 Q 值时为抑制股价异常波动对权益价值的影响，采用公司股票的月平均价格与同期总股本数乘积计算市值，但由于用股票月平均价格乘以同期非流通股总数未免高估非流通股份的市值，他采用公司月平均价格的二分之一乘以同期非流通股份总数来计算非流通股份的市值。肖作平 (2003) 是采用公司股票的市值与债务的账面价值来计算公司的市场价值，公司股票的市值是采用该公司总股本乘以当年末的收盘价，对于公司的重置价值的计算他采用公司总资产的会计账面价值作为其重置价值的替代。杜莹、刘立国 (2002) 在计算市净率指标时进行了修正，即用每股市价的 1/2 乘以非流通股总数来计算非

流通股份的市值，每股市价采用12月份每周最后一个交易日收盘价的平均值，净资产账面值为该年年末数。朱武祥、宋勇(2001)计算市净率指标时股票市值采用公司股份总数乘以公司年末前7个交易日收盘价的平均值，股权账面值为该年末公司股东权益账面值。因此，由以上可以看出，我国学者受客观条件限制在具体计算托宾Q值的方法是多样的，但由于存在很大的主观性其结果不具有可比性。所以，本文放弃了对这两种国内学者常用的托宾Q值的选择。

## 2、解释变量的不同

我国学者的研究大多是以各种股权所占比例为解释变量。由于有的学者将国有性质的法人股归结到国有股中，而有的学者在实证分析时没有将国有法人股归结到国有股中，而是法人股中。因此实际上在比较我国学者的实证结论时严格说来是不能简单比较的，应注意具体分析，否则就会得出错误的结论。

由于我国学者在实证研究时选取了不同的解释变量，从而可能在对实证结论进行比较分析时受到影响，缺乏一定的可比性，因为不同的变量作为因变量可能使实证结果发生较大的变化。值得注意的是，许小年、王燕(1999)在实证研究时由于选取了不同的变量从而得出了不同的结论，他们分别以 ROA, ROE 以及 MBR 为被解释变量，结论认为个人股占的比重与以 MBR, ROE 衡量的公司业绩没有任何相关关系；个人所持流通 A 股比重在 ROE, ROA 回归中关系不显著，在 MBR 回归中显著负相关。这再一次说明了在对股权结构与公司绩效之间的关系进行实证研究时应该注意解释变量的选择，尤其是进行结论比较时更应如此。

### 第三章 计量模型分析

#### 3.1 研究背景：我国上市公司股权结构概况

股权结构模式作为一项制度选择在不同国家和不同历史时期具有明显的差异。在我国公有制基础上进行的股份制改革，作为一项史无前例的制度创新，无论背景、起点、制度环境均呈现出浓郁的中国特色，就我国沪、深两地上市公司而言，尽管在股本规模、行业属性、股东数量、股权设置上千差万别，但股权结构总体呈现出以下特征：

##### 1、股权结构复杂化

根据投资主体划分，我国上市公司的股权结构中主要由以下几个部分组成：

(1) 国家股，指有权代表国家行使资产管理权力的政府部门或机构，以国有资产投入公司所形成的股份。

(2) 法人股，指法人以其依法可支配的资产投入公司所形成的股份，可分为国有法人股和非国有法人股。国有法人股指具有法人资格的国有企业、事业及其他单位以其依法占用的法人资产投入公司形成的或依法定程序取得的股份。

通常将国家股与国有法人股统称为国有股。

(3) 社会公众股，主要指A股。

(4) 外资股，包括B股、H股、N股和S股。

另外，根据其流通性的不同又分为流通股(A股、B股、H股)和非流通股(国家、法人股、内部职工、转配股)。非流通股只能通过协议转让，不能在股市上自由流通；A股、B股、H股虽然可以在股市上自由流通，但三者的流通市场却彼此分割，股票同股不同价，同股不同权，同股不同利。

##### 2、国有股占绝对优势

1992年底国家股比重为41.38%；1998年底为34.24%；2002年底为47.22%；从单个股东而言，国家股仍然处于第一大股东地位。

##### 3、法人股比重逐年上升

法人股在我国上市公司中的比重相当高，且有逐步上升并超过国家股的趋势，成为影响公司治理结构的一个重要因素。由于我国上市公司资源相对稀缺，许多企业只能通过购买国有股权“借壳上市”，同时国家股不能上市流通，只能通过协议受让的方式转让给法人股东，这两方面的因素导致法人

股比重逐年上升。

#### 4、未流通股比重相当大

截至 2002 年底，深沪两市上市公司总股本为 5875.92 亿股，流通股总额为 2036.78 亿股，仅占总股本的 34.66%。虽然未流通股在总股本中所占比重有下降趋势，从 1992 年的 69.24% 下降到 2002 年的 65.34%，但是仍维持在较高的比例，并一直处于绝对控股水平。由于我国上市公司的绝大多数的股份不能流动，使得二级市场的股权流动对公司的制约弱化，公司的控制权被固化。

#### 5、上市公司股权高度集中

第一大股东多为国有股股东，且持股比例畸高，平均为 44.9%，个别甚至达到 70.80% 以上，远高于第二大股东平均 8.2% 的持股比例，其他股东均难以与之相比。前 5 大股东合计平均持股比例约为 60%。与此相比，美国公司中前 5 大股东合计持股的比例平均只有 25.4%，股权相对集中的德国也只有 41.5%。高度集中的股权结构，造成了我国上市公司大股东超强控制的现象。

### 3.2 样本选择与变量设计

#### 3.2.1 样本选择

本文基于全样本的思路，以我国于 2001 年 12 月 31 日以前在沪、深两市上市的全部 A 股公司 2002 年—2004 年的面板数据（panel data）为样本，并按如下标准对其进行筛选，共得到有效样本 822 家公司 2466 个样本观察值。

1、样本选择这一期间持续经营的上市公司，使所研究样本保持必要的持续性。

2、去除了 ST 和 PT 的样本。由于此类公司处于财务异常状况，或至少连续两年以上亏损，将其纳入样本将极大地影响结论的可靠性和一致性，因此对这部分样本予以剔除。

3、去除了同时发行 B 股或 H 股的样本，保留只发行 A 股股票的上市公司。在剔除 ST 和 PT 样本后，又剔除了 72 家同时发行 B 股的公司和 22 家同时发行 H 股的公司。由于 A 股市场与 B 股、H 股市场具有一定的分割性，它们在市场运行特点方面具有较大的差异，同时由于 H 股的持有人均为香港证券结算有限公司，无法获得 H 股的详细持股资料。

### 3.2.2 变量设计

本文中变量分为三类：因变量、股权结构变量和控制变量。其中，因变量是公司绩效指标；股权变量是解释变量；控制变量包括公司规模、成长能力和年度虚拟变量。

#### 1、因变量

公司绩效的度量指标。本文分别选用总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)两个指标来反映上市公司的盈利能力。

#### 2、股权结构变量

##### (1) 股权集中度变量

- ✓ CR 指数：本文选择了第一大股东持股比例 CR1 和前 5 大股东持股比例之和 CR5 作为股权集中度的代表变量。

##### (2) 控股股东性质变量

- ✓ 法人控股变量 Corp：本文以国家股变量为基准，设此变量。如果第一大控股股东是法人（包括国有法人和其它法人），则取值为 1；否则为 0。
- ✓ 非国有参股变量 NonState：本文以国有参股为基准，设此变量。如果第一大控股股东不是国家或国有法人，则取值 1；否则为 0。

##### (3) 股权构成变量

- ✓ 国家股比例 PS
- ✓ 法人股比例 PL
- ✓ 国有法人股 PSL
- ✓ 流通股比例 PT

#### 3、控制变量

此外，为了控制上市公司其他因素对经营绩效表现的影响，本文分别用上市公司的规模和成长能力及年度虚拟变量作为控制变量。

- ✓ 公司规模变量 LnSize。由于上市公司的绩效可能与资产规模有关 (Fama and French, 1993)，并且财务变量也可能在规模上显示出系统的特征，因此考虑以主营业务收入的自然对数作为控制变量之一。由于在我国的上市公司中存在比重较大的非流通股，因此公司市值并不能准确地反映上市公司的规模。张红军(2000)、刘国亮、王加胜(2000)、于东智(2002)等国内学者在选择公司规模的变量时基本上是

以公司资产总额作为代表变量。但是，检验表明：由于公司资产总额来自于企业年末的账面值，与公司绩效的相关度相对较低，因此本文选择公司主营业务收入（单位：亿元）来表达企业的规模效应对绩效的影响，并作自然对数处理。

- ✓ 成长能力 Growth。由于公司业绩一般会表现出一定的惯性，因此本文将上市公司的业绩成长能力作为影响因素之一。我们选择上市公司的净利润增长率作为其成长能力的代表变量。
- ✓ 年度虚拟变量 Yeari (i=1, 2)。本文以 2002 年的样本为基准，当样本为 2003 年的数据时，YEAR1=1，否则 YEAR1=0；当样本为 2004 年的数据时，YEAR2=1，否则 YEAR2=0。

表 3-1 变量定义表

变量类别	反映内容	符号	说 明
因变量	绩效评价指标	ROA	总资产收益率
		ROE	净资产收益率
解释变量	股权集中度	CR1	第一大股东持股比例
		CR5	前 5 大股东持股比例之和
	控股股东性质	Corp	法人控股变量：如果第一大控股股东是法人(包括国有法人和其它法人)，取值为 1；否则为 0.
		NonState	非国有参股变量：如果第一大控股股东不是国家或国有法人，则取值 1；否则为 0.
	股权构成	PS	国家股比例=国家股/总股本
		PL	法人股比例=法人股/总股本
		PSL	国有法人股比例=国有法人股/总股本
		PT	流通股比例=流通 A 股/总股本
控制变量	成长能力	Growth	(当年净利润-上年净利润)/上年净利润
	规模变量	LnSize	取主营业务收入的自然对数
	年度虚拟变量	Yeari	2003 年 Year1=1，否则为 0；2004 年 Year2=1，否则为 0.

### 3.3 股权集中度与公司绩效关系

#### 3.3.1 理论分析与研究假设

由于存在监督成本和“搭便车”现象，股权分散化对公司经营会造成不利的影响。在股权相对分散的条件下，个人股东一般会采取“搭便车”行为，

这是由于他们出于“理性的无知”，个人承担对企业进行监督的成本，而收益却为所有股东分享，使监督行为成为一种公共产品。股东们缺乏对经营者的监控动力和能力，只是在公司经营不善的信息滞后传播出来时选择抛售该公司股票，即“用脚投票”（Shleifer 和 Vishny, 1997）。

依此逻辑，增强股东的监控动力需要提高大股东的持股比例，使股权相对集中。Jensen (1989) 也认为，股东对经营者的监控动力和能力均随着股权分散而下降，从而将导致公司内部治理和控制系统失效，产生内部人控制问题，即形成强管理人、弱股东的格局，为此经营者可能的“逆向选择”和“道德风险”所带来的损失将由股东承担。相对应地，可以认为公司价值将会随着股权集中度的提高而增加。

接管市场是构成了经营者的一种约束机制。接管市场是公司控制权的外部市场，在接管成功后，往往导致经营者被替换，因而接管被认为是控制经营者随心所欲的最有效方法之一。在股权高度集中的情况下，成功接管目标公司的可能性往往较小，特别是故意接管。这是由于股东抵制心态，标购者必须支付高昂的溢价，而股权高度分散则使标购极易成功，因为股东极为分散，且不同股东处于信息不对称的地位，难以结盟抵制标购。但成功的标购必须以流动性良好、发育比较完善的股票市场为基础。股权相对集中时，在面临标购的情况下，一方面相对控股股东容易联系其他大股东，成功抵制标购；另一方面如果标购方能获得大股东的支持或本身就是大股东，处于信息优势地位，只需收购小部分股权便可成功（Fama, 1980）。

代理权竞争是又一种约束机制。在 Fama (1980) 看来，董事会是一种引入市场的制度，是公司控制权的内部市场，结合接管市场这一外部市场起到约束经营者的作用。这种约束更多的是通过经理市场的存在而实现的。由于绝对控股股东掌握绝对控制权，其代理人除了失去控股股东的信任外，不大可能在与其他人争夺代理权中失利。股权高度分散时，股东由于信息不对称及出于成本和收益上的考虑，更愿意“搭便车”，接受经营者的意见和看法，缺乏推翻现任经营者的动机和能力。因此在这两种情况，经营者被更换的可能性较小。股权相对集中时，经营者在公司业绩不佳时较易被更换，因为大股东有动力也有能力发现公司经营中的问题，据以联合其他大股东支持自己提名的代理人，动摇控股股东的地位，使其不太可能再强行支持现任经营者，以实现代理权竞争的胜利，从而对经营者保持努力经营的压力（叶德磊、陈达宏，2002）。

基于以上理论分析，提出以下研究假设：

假设 3.1： 在影响公司绩效的其他因素不变的情况下，股权集中度与公

司绩效呈正相关关系。

### 3.3.2 计量模型与实证检验

#### 一、第一大股东持股比例分析

根据持有股份比例大小，可将控股股东分为绝对控股股东和相对控股股东。持有股份 50%以上的股东为绝对控股股东，在投票表决权上具有绝对优势。对于相对控股比例的界定理论界莫衷一是，但是国际上通常将持股比例界定在 20%—25%之间。Leech 和 Leahy (1991) 认为，如果第一大股东表决权比例超过 25%，则在表决权争夺中就比较容易赢得其他大多数股东支持，从而处于优势表决权地位。

我国上市公司的第一大股东大多数为控股股东。在本文选取的样本中，我国上市公司第一大股东处于绝对控股地位的约占样本总体的 40%左右，并有逐年递减的趋势；第一大股东处于相对控股的（持股比例位于 25%—50%区间）的公司约占 44%左右，并有逐年递增的趋势；比例低于 25%的约占总体的 16%左右。

表 3-2 第一股东持股比例的频数表

第一股 东持 股 比 例	2002 年		2003 年		2004 年	
	频数	百分比	频数	百分比	频数	百分比
0-25%	128	15.57%	136	16.55%	138	16.79%
25%-50%	345	41.97%	363	44.16%	380	46.23%
50%-100%	349	42.46%	323	39.29%	304	36.98%
Total	822	100%	822	100%	822	100%

#### (一) 组间比较分析

根据第一大股东的持股比例，本文将研究样本分为三组：组 1 第一大股东持股比例为 0%—25%（股权相对分散）；组 2 持股比例为 25%—50%（股权相对集中）；组 3 持股比例为 50%以上（股权高度集中），并应用 T 检验对组间的经营业绩均值进行比较，实证结果列示于表 3-3。

由表 3-3 可见，第三组的经营业绩要显著好于前两组，但第一组和第二组之间的经营绩效则不存在显著差别。总体来看，第一大股东占绝对控股地位的公司的经营业绩要显著好于第一大股东持股比例小于 50%的公司；从均值绝对值分析来看，股权相对集中（持股比例在 25%—50%）的公司的经营业绩要优于股权相对分散（持股比例在 0%-25%）的公司，但这种差异在统计

上不具有显著性。因此，公司绩效与第一大股东的持股比例可能不是简单的线性关系。

表 3-3 股权集中度与公司经营绩效的组间比较分析

年份	绩效指标及样本个数	组 1 (0, 25%)	组 2 (25%, 50%)	组 3 (50%, 1)	组 1 vs 组 2	组 1 vs 组 3	组 2 vs 组 3
		均值	均值	均值	T 统计量 (Sig.) (2-tailed)	T 统计量 (Sig.) (2-tailed)	T 统计量 (Sig.) (2-tailed)
2002	ROA (%)	1.87	2.76	3.74	1.824 (0.069)	4.275** (0.000)	3.170** (0.002)
	ROE (%)	3.30	4.89	6.19	1.395 (0.164)	2.990** (0.003)	2.216* (0.027)
	观测值个数	128	345	349	—	—	—
2003	ROA (%)	1.81	2.57	4.09	1.929 (0.054)	5.138** (0.000)	5.108** (0.000)
	ROE (%)	3.43	5.75 5.72	6.74	1.040 (0.299)	3.301** (0.001)	0.724 (0.469)
	观测值个数	136	— 363	323	—	—	—
2004	ROA (%)	1.27	1.67	4.08	.656 (0.512)	4.995** (0.000)	5.455** (0.000)
	ROE (%)	-6.45	1.93	6.75	1.599 (0.110)	2.394* (0.017)	3.679** (0.000)
	观测值个数	138	380	304	—	—	—

注：\*\*表示两组变量的均值在 1% 的水平下有显著差异；

\* 表示两组变量的均值在 5% 的水平下有显著差异。

## （二）Pearson 相关系数检验

为了验证公司绩效与第一大股东持股比例间是否存在显著的线性关系以及这种线性相关性的大小，下面分别计算其 ROA、ROE 与 CR1 之间的 Pearson 相关系数（见表 3-4）。经过 Pearson 相关系数检验，可以发现第一大股东持股比例 CR1 与公司绩效指标 ROA、ROE 在 1% 的显著水平上存在线性关系，且与两者均为正相关关系，但 CR1 与 ROA 和 ROE 的 Pearson 相关系数分别为 0.197 和 0.076（绝对值均小于 0.3），由此，CR1 与这两个绩效指标之间的线性相关关系很弱，两者可能存在非线性相关关系。

下面将对不同的曲线模型进行拟合与分析，以确定拟合度最高并且各项性质均符合要求的最佳模型。

表 3-4 Pearson 相关系数

		ROA	ROE	CR1
ROA	Pearson Correlation	1	.554(**)	.197(**)
	Sig. (2-tailed)	.	.000	.000
	N	2469	2469	2469
ROE	Pearson Correlation	.554(**)	1	.076(**)
	Sig. (2-tailed)	.000	.	.000
	N	2469	2469	2469
CR1	Pearson Correlation	.197(**)	.076(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.
	N	2469	2469	2469

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

### (三) 回归分析

#### 1、ROA 与 CR1 的回归模型与实证检验

首先，不考虑各个公司成长能力和规模等控制变量，利用 SPSS 中的曲线估计功能分别建立关于第一大股东持股比例 CR1 和 ROA 的一元线性模型、二次曲线模型和三次曲线模型（结果列示于表 3-5 中）。

由表 3-5 可知，三种模型的 F 检验的 P 值均为 0.000，即三者都在 1% 的显著性水平上通过了回归方程的显著性检验。但是比较调整后的 R<sup>2</sup>，易见二次曲线和三次曲线的拟合优度要高于线性模型，因此优先考虑这两个模型。从方差分析表和回归系数显著性检验结果看（限于篇幅，这里略掉分析过程），三次曲线中包含回归系数不显著的解释变量，因此不采纳该模型。经过比较，二次曲线的拟合优度最高，且各回归系数均在 1% 的水平上显著，因此采用二次曲线来拟合两者间关系。

表 3-5 ROA 的曲线估计结果

Independent: CR1									
Dependent	Mth	Rsq	d.f.	F	Sigf	b0	b1	b2	b3
ROA	LIN.	.039	2467	99.81	.000	.0054	.0538		
ROA	QUA.	.053	2466	69.22	.000	.0315	-.0918	.1680	
ROA	CUB.	.053	2465	46.13	.000	.0318	-.0950	.1770	-.0072

综上所述，建立二次曲线模型如下：

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CR1 + \beta_2 CR1^2 + \varepsilon \quad (\text{模型 1})$$

使用样本数据，得到如下方程：

$$ROA = 0.031 - 0.092 CR1 + 0.168 CR1^2$$

$$(.005) (.024) (.028)$$

$$N=2466 \quad \bar{R}^2 = 0.052 \quad F=69.223(0.000)$$

(注: 系数下面括号中为标准误。此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验, 并且所有回归系数均在 1% 的水平上显著不为零。)

由上, 可以发现公司绩效 ROA 与第一大股东持股比例呈正“U”型关系, 且当第一大股东持股比例 27.38% 时, ROA 到达最大值。即: 当第一股东持股比例低于 27.38% 时 (股权相对分散时), 随着其持股比例的增加, 总资产收益率呈下降趋势; 当第一股东持股比例超过 27.38% 的时候, 随着其持股比例的上升, 总资产收益率也呈上升趋势。

下面, 加入控制变量后重新考虑计量模型:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CR1 + \beta_2 CR1^2 + \sigma_1 \ln Size + \sigma_2 Growth + \sigma_3 Year_1 + \sigma_4 Year_2 + \varepsilon \quad (\text{模型 } 2)$$

其中,  $\beta_0$  为截距,  $\beta_i$ 、 $\sigma_i$  ( $i=1, 2$ ;  $j=1, 2, 3, 4$ ) 为模型回归系数,  $\varepsilon$  为误差项, 代表影响公司绩效的其他因素。

运用逐步筛选 (Stepwise) 策略对解释变量进行筛选<sup>2</sup>, 最后, 保留了 CR1、 $CR1^2$ 、 $\ln Size$  和 Growth 四个解释变量。经调整后, 模型如下:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CR1 + \beta_2 CR1^2 + \sigma_1 \ln Size + \sigma_2 Growth + \varepsilon \quad (\text{模型 } 3)$$

使用样本数据, 得到如下回归方程:

$$ROA = 0.015 - 0.055 CR1 + 0.111 CR1^2 + 0.007 \ln Size + 0.001 Growth$$

$$(.005) (.022) (.025) (.001) (.000)$$

$$N=2465 \quad \bar{R}^2 = 0.215 \quad F=169.828(0.000)$$

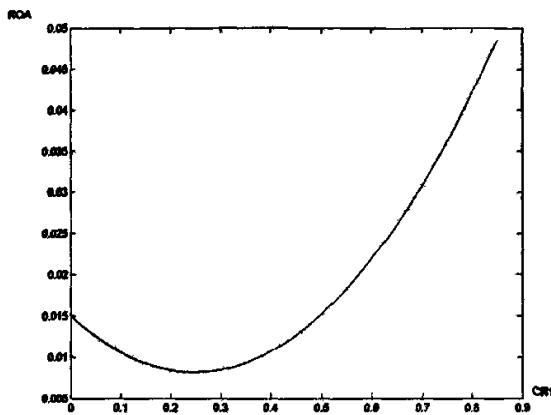
(注: 此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验, 除了 CR1 的回归系数在 5% 的显著水平上不为零外, 其他回归系数均在 1% 的水平上显著不为零。)

变量  $CR1^2$  的系数显著为正, CR1 的系数显著为负。ROA 是 CR1 的凹函数, 即 ROA 随着第一大股东持股比例的增加先降后升。为了直观化, 做出了一条模拟曲线, 见下图。

加入公司规模与成长能力的控制变量后, CR1 与 ROA 仍然呈正“U”型, 且  $\bar{R}^2$  由原来的 0.052 上升至 0.215, 方程的拟合优度有所提高。此时, 如果给定公司规模与成长能力不变, 则  $CR1=25\%$  时, ROA 达到最低值。即第一

<sup>2</sup>首先, 剔除了年度虚拟变量 Year1, 因为无法拒绝其回归系数为零的假定 (P 值为 0.691)。其次, 剔除了虚拟变量 Year2。虽然逐步筛选结果表明保留 CR1、CR12、 $\ln Size$ 、Growth 和 YEAR2 五个变量的结果要略微优于仅保留 CR1、CR12、 $\ln Size$  和 Growth 四个变量 (前者  $\bar{R}^2 = 0.216$ ; 后者  $\bar{R}^2 = 0.215$ ), 但由于这种拟合优度上的差别极小, 且两者 F 检验的 P 值都为 0.000 (都在 1% 的水平上显著), 去掉虚拟变量 Year2 并不影响方程的拟合程度, 因此, 为了保持一致, 本模型中去掉了年度虚拟变量 YEAR2。

股东持股比例小于 25% 时，总资产收益率与其持股比例呈负相关；当第一大股东持股比例大于 25% 时，总资产收益率与其持股比例呈正相关。当公司中不存在控股股东（第一大股东持股比例小于 25%），即股权较为分散时，随着第一大股东持股比例的上升，公司总资产收益率会呈下降趋势；当公司中存在控股股东（第一大股东持股比例大于 25%），即股权相对集中时，CR1 与 ROA 存在正相关关系，随着 CR1 的增加 ROA 会加速上升。



本部分实证检验的汇总结果见下表：

表 3-6 ROA 与 CR1 回归结果

ROA 解释变量	模型 1			模型 3		
	系数	Std. Error	P 值	系数	Std. Error	P 值
CR1	-.092**	.024	.000	-.055*	.022	.015
CR1 <sup>2</sup>	.168**	.028	.000	.111**	.025	.000
GROWTH				.001**	.000	.000
LNSIZE				.007**	.001	.000
(Constant)	.031**	.005	.000	.015**	.005	.002
Adjusted R Square	<b>.052</b>			<b>.215</b>		
F (Sig.)	<b>69.223 (.000)</b>			<b>169.828 (.000)</b>		
Durbin-Watson	<b>2.026</b>			<b>2.007</b>		

\*\*表示在 1% 的水平上显著

\*表示在 5% 的水平上显著

## （2）ROE 与 CR1 的回归模型与实证检验

同前，不考虑各个公司成长能力和规模等控制变量，利用 SPSS 中的曲线估计功能分别建立关于第一大股东持股比例 CR1 和 ROE 的一元线性模型、二次曲线模型和三次曲线模型，结果如表 3-7。由分析结果可知，三种模型的 F 检验都在 1% 的显著性水平上通过了回归方程的显著性检验。但是比较调整后的 R<sup>2</sup>，二次曲线和三次曲线要优于一元线性模型，因此优先考虑这两个模型。从方差分析表和回归系数显著性检验结果看，无法拒绝三次

曲线模型中 CR1 三次项回归系数不为零的假定，因此不采纳该模型。经过比较，二次曲线具有较好的性质，故采用二次曲线来拟合两者间关系。

表 3-7 ROE 的曲线估计结果

Independent: CR1									
Dependent	Mth	Rsq	d.f.	F	Sigf	b0	b1	b2	b3
ROE	LIN.	.006	2467	14.41	.000	-.0052	.1146		
ROE	QUA.	.007	2466	8.23	.000	.0294	-.0785	.2227	
ROE	CUB.	.007	2465	5.88	.001	.0589	-.3844	1.0715	-.6784

建立模型如下：

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 CR1^2 + \varepsilon \quad (\text{模型 4})$$

经过多次验证及筛选，无法拒绝  $\beta_1$  为零的假设，故模型简化为：

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 CR1^2 + \varepsilon$$

使用样本数据，得到如下方程：

$$ROE = 0.014 + 0.137 CR1^2$$

(.009) (.034)

$$N=2465 \quad \bar{R}^2 = 0.006$$

(注：此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验， $CR1^2$  的回归系数在 1% 的显著水平上不为零。)

由上，公司绩效 ROE 与第一大股东持股比例关系是下凸的二次曲线关系的右半支，随着第一大股东其持股比例的增加，净资产收益率呈加速上升趋势。

下面，加入控制变量后重新考虑计量模型：

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 CR1^2 + \sigma_1 \ln \text{Size} + \sigma_2 \text{Growth} + \sigma_3 \text{Year}_1 + \sigma_4 \text{Year}_2 + \varepsilon$$

(模型 5)

运用逐步筛选策略，对解释变量进行了筛选：剔除了年度虚拟变量 Year1 和 Year2，因为无法拒绝其回归系数为零的假定(P 值分别为 0.279 和 0.066)；最后保留了解释变量  $CR1^2$  及两个控制变量  $\ln \text{Size}$  和  $\text{Growth}$ 。

模型如下：

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 CR1^2 + \sigma_1 \ln \text{Size} + \sigma_2 \text{Growth} + \varepsilon \quad (\text{模型 6})$$

使用样本数据，得到如下方程：

$$ROE = 0.074 CR1^2 + 0.019 \ln \text{Size} + 0.009 \text{Growth}$$

(.011) (.030) (.004) (.000)

$$N=2465 \quad \bar{R}^2 = 0.258 \quad F=286.595 (0.000)$$

(注：此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验，除了 CR1 的回归系数在 5% 的显著水平上不为零外，其他回归系数均在 1% 的水平上显著不为零。)

加入公司规模与成长能力的控制变量后， $\bar{R}^2$  由原来的 0.006 上升至 0.258，方程的拟合优度有所提高，曲线也相对变得更加平坦。可以看到，第一大股东持股比例对 ROA 与 ROE 的影响是不同的：前者为 U 型曲线，后者为正相关的二次曲线，随着第一大股东持股比例的上升，公司的净资产收益率也加速上升，不存在先降后升的过程。

表 3-8 ROE 与 CR1 回归结果

解释变量	模型 4			模型 6		
	系数	Std. Error	P值	系数	Std. Error	P值
CR1 <sup>2</sup>	.137**	.034	.000	.074*	.030	.015
GROWTH				.009**	.000	.000
LNSIZE				.019**	.004	.000
(Constant)	.014	.009	.119	.000	.011	.982
Adjusted R Square	.006			.258		
F (Sig.)	16.151 (0.000)			286.595 (0.000)		
Durbin-Watson	2.013			2.012		

\*\*表示在 1% 的水平上显著

\*表示在 5% 的水平上显著

## 二、前五大股东持股比例分析

### 1、Pearson 相关系数检验

经过 Pearson 相关系数检验，可以发现前五大股东持股比例 CR5 与公司绩效指标 ROA、ROE 分别在 1% 和 5% 的显著水平上存在线性关系，且与两者均为正相关关系，但 CR5 与 ROA 和 ROE 的 Pearson 相关系数分别为 0.164 和 0.045，由此，CR5 与这两个绩效指标之间的线性相关关系很弱，两者可能存在非线性相关关系。下面将对不同的曲线模型进行拟合与分析，以确定拟合度最高并且各项性质均符合要求的最佳模型。而 Herf5 与两者均在 1% 的显著水平上存在线形关系，这种线形关系虽然略强于 CR5，但也十分微弱。

表 3-9 Pearson 相关系数检验

		ROA	ROE	CR5	Herf5
ROA	Pearson Correlation	1	.554(**)	.164(**)	.220(**)
	Sig. (2-tailed)	.	.000	.000	.000
	N	2469	2469	2469	2469

ROE	Pearson Correlation	.554(**)	1	.045(*)	.079(**)
	Sig. (2-tailed)	.000	.	.024	.000
	N	2469	2469	2469	2469
CR5	Pearson Correlation	.164(**)	.045(*)	1	.754(**)
	Sig. (2-tailed)	.000	.024	.	.000
	N	2469	2469	2469	2469
Herf5	Pearson Correlation	.220(**)	.079(**)	.754(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.
	N	2469	2469	2469	2469

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

## 2、回归分析

### (1) ROA 与 CR5 的回归模型与实证检验

经过曲线估计和逐步筛选，给出 ROA 与 CR5 的计量模型如下：

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CR5 + \beta_2 CR5^2 + \sigma_1 \ln \text{Size} + \sigma_2 \text{Growth} + \epsilon \quad (\text{模型 7})$$

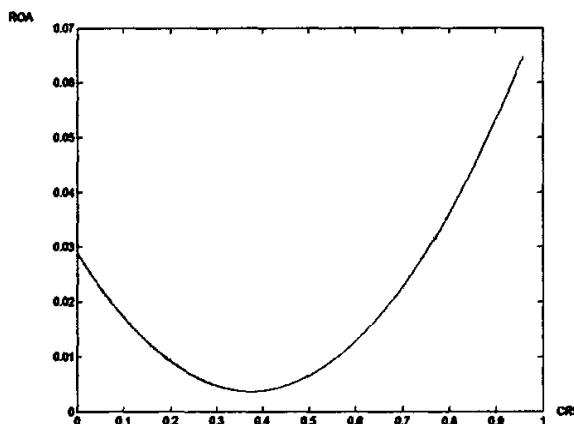
使用样本数据，得到如下方程：

$$ROA = 0.029 - 0.135CR5 + 0.180CR5^2 + 0.007\ln \text{Size} + 0.001\text{Growth}$$

$$(0.008) \quad (0.029) \quad (0.028) \quad (0.001) \quad (0.000)$$

$$N=2465 \quad R^2=0.221 \quad F=175.722 (0.000)$$

(注：此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验，所有回归系数在 1% 的显著水平上不为零。)



CR5 与 ROA 呈左低右高不对称的正“U”型。如果给定公司规模与成长能力不变，则 CR5=37.5% 时，ROA 达到最低值。即前五大股东持股比例小于 37.5% 时，总资产收益率与其持股比例呈负相关，此时降低股权集中度对提高公司绩效有利；当前五大股东持股比例大于 37.5% 时，总资产收益率与其持股

比例呈正相关，此时提高股权集中度有利于改善公司绩效。

## (2) ROE 与 CR5 的回归模型与实证检验

经过曲线估计和逐步筛选，得出 ROE 与 CR5 的计量模型如下：

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 CR5^3 + \sigma_1 \ln Size + \sigma_2 Growth + \varepsilon$$

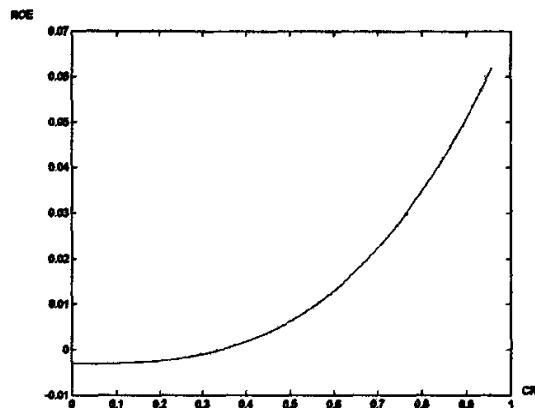
使用样本数据，得到如下方程：

$$ROE = -0.003 + 0.074 CR5^3 + 0.020 \ln Size + 0.009 Growth \quad (\text{模型 8})$$

(.012) (.074) (.020) (.009)

$N=2465 \quad R^2 = 0.257 \quad F=285.786 (.000)$

(注：此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验， $CR5^3$  的回归系数在 5% 的显著水平上不为零。)



CR5 与 ROE 呈三次曲线关系，该模型中一元系数与二元系数均为 0，三元系数为正，故两者呈正相关关系。随着前五大股东持股比例的增加，净资产收益率呈加速上升趋势。

模型 7 与模型 8 的回归结果列示于表 3-10 中。

表 3-10 公司绩效与 CR5 回归结果

解释变量 \ ROA/ROE	模型 7 (ROA)			模型 8 (ROE)		
	系数	Std. Error	P 值	系数	Std. Error	P 值
CR5	-.135**	.029	.000			
CR5 <sup>2</sup>	.180**	.028	.000			
CR5 <sup>3</sup>				.074	.036*	.043
GROWTH	.001**	.000	.000	.009	.000**	.000
LNSIZE	.007**	.001	.000	.020	.004**	.000
(Constant)	.029**	.008	.000	-.003	.012	.791
Adjusted R Square	.221			.257		
F (Sig.)	175.722 (.000)			285.786 (.000)		
Durbin-Watson	2.008			2.010		

\*\* 表示在 1% 的水平上显著

\* 表示在 5% 的水平上显著

### 3.4 股权构成与企业绩效关系

#### 3.4.1 理论分析与研究假设

根据我国股权结构现状，学者主要是从投资主体的性质（国家股、法人股和公众股等）和流通性（流通股与非流通股）两个角度对股权结构加以研究。

##### 一、国家股与公司绩效

###### 1、国家股东的双重目标与双重身份

国家控股股东具有特殊的身份和目标函数，这种特殊性可以表述为以下两种二重性：

###### (1) 国家控股股东具有公共性和企业性的二重性

所谓公共性是指股份直接或者间接由政府部门持有，并处于政府有关部门的直接管理下，企业行为在不同程度上类似于政府行为，因此具有政府这种公共部门的特性。所谓企业性是指国家股份作为一种对企业资产的要求权也存在追求盈利的目的。这种双重属性使得国家股股东的目标函数中不可避免地包含有政治和经济双重变量，追求的是双重目标的最大化：一方面为实现国有资产的保值增值，因而相当重视对企业利润的最大化这个经济目标即持有股份的回报水平；另一方面还要受政府政治目标的约束。

###### (2) 国家控股股东具有委托人和代理人的双重人格

在目前的国有资产管理体制下，国有资产归全民所有，中央政府代表全民行使剩余索取权和剩余控制权，在绝大多数情况下中央政府将这种权利委托给有关部委和地方政府，从而形成多层级委托代理关系。因此，国有控股股东作为国有股份的直接持有人对于授权的政府来说是代理人，但是对其控股的企业来说又是委托人，委托控股企业的经理层管理公司资产、经营公司业务。

###### 2、国家控股股东的行为模式特征

国家控股股东身份和目标的双重属性使得其行为模式表现出以下特点：

###### (1) 国家股股东对其控股公司的监控力较弱，动力不足。原因在于：

首先，国有控股股东与上市公司管理层相比存在严重的信息不对称。控股股东的人员多为政府工作人员，不具备企业管理经验，很难完全了解企业的经营情况，而公司经理层可以通过财务手段隐藏真实信息，监督企业的成本相当高。因此对于公司而言，国有控股股东基本是外部人身份。其次，国有股

股东的派出人员缺乏实施监督的必要激励，所拥有的权利实际是一种廉价投票权。

(2) 国家控股股东倾向于通过行政方法直接干预上市公司。国家控股股东对上市公司监控能力的不足使得其往往采用直接的方法干预公司管理，导致过度干预，特别是在人事任免方面。上市公司的高级管理人员，虽然名义上由股东大会或董事会任命，但是实际上基本由地方政府、组织部门、主管部门或者控股公司确定、任命，然后再由股东大会选举通过，国有股份的优势地位使得这种任命几乎肯定获得通过。不少上市公司甚至还保留了行政级别。地方政府和控股公司通过人事任免影响经理层从而直接干预上市公司的经营活动。

(3) 国家控股股东具有融资偏好。国家控股股东行为目标中的公共性职能决定了其决策在很大程度上受各级政府施政目标的制约，如经济规模的扩张和就业水平的提高。通常是由政府定项目，上市公司筹资，许多上市公司的筹资并不是为了公司的发展，常常为完成主管政府分摊的资金需要。结果，企业难以作为独立利益主体追求自身利益最大化目标。

(4) 国家控股股东具有就业偏好。就业是地方政府最为关心的指标，这一指标最终会被传递给上市公司。由于社会保障体制建设的滞后，上市公司仍然缺乏进行裁员的外部条件。

## 二、法人股与公司绩效

与国家股不同的是，当前我国的法人股虽然不能上市流通，但可以根据协议进行转让，其不像流通股持有者以追求市场短期价差为目的，而更关注公司中长期的经营发展情况，并以求得良好的股利回报为目的。法人股是指机构持有的股份，这些机构包括股份公司、非银行金融机构及非独资的国有企业等。法人股代表的资本不仅仅是国有资本，更多的是民营资本和集体所有的资本。法人股包括社会法人股、发起人法人股、外资法人股等，不同的法人股东代表着不同的利益集团，因而对集团利益的追求为法人股东有效地监督经营者注入了动力。因此，法人股比国家股更具有“经济人”的人格化特征。且法人股的高比例有助于实现经营者控制权实施的独立性，有利于经营者决策的独立性，从而调动经营者的积极性。由此可见，法人股东在我国上市公司治理结构中发挥着重要作用，法人股东在公司治理中成为“积极的监督者”。

说明：目前我国上市公司中，分散的个人股东在公司治理中的作用非常微小，因此本文不对其进行研究。

### 三、流通股与公司绩效

在理论上，流通股对上市公司价值的影响，一般是通过股票市场的价格信号和接管控制功能来实现。但我国资本市场极其不发达，股票市场是弱型有效，甚至连弱型有效都没有达到，故意兼并事件很少发生。且流通股持有者大多是广大的中、小股东，他们因持股比例较小，往往追求的是短期股票买卖价差，而非着眼于公司长期发展所带来的股息收入，具有很强的投机性。2002年沪、深A股市场的平均月换手率分别高达17.39%和16.62%，如此频繁的买卖行为使流通股东的市场监督功能难以实现。而且，我国多数上市公司在召开股东大会时，对与会股东有最小持股数量的限制，而大多数流通股的持股主体是中、小股东。这样，大多数持流通股的股东无权参加股东大会直接行使自己的控制权。

总之，他们既无监督公司的动机，也无监督公司的能力。当然，如果对于公司的治理行为表示不满，大量的流通股东采用通过用脚投票的方式也能够对于公司高级管理层产生一定的压力，从而促使他们改进经营管理。因此，在我国现行的制度框架下，流通股股东也可能对公司绩效产生一定的积极作用。但在我国究竟流通股能够发挥的多大的正向或负向作用还需要进行实证检验才能得出准确的结论。

### 四、研究假设

基于以上理论，本文提出如下研究假设：

#### 控股股东性质研究假设

假设3.2：在影响公司绩效的其他因素不变时，国家控股公司的表现不如法人控股（含国有法人股和其他法人股）公司。

假设3.3：在影响公司绩效的其他因素不变时，国有控股公司（含国家股和国有法人股）的表现不如非国有控股公司。

#### 主体持股比例研究假设

假设3.4：在影响公司绩效的其他因素不变时，国家股比重与公司绩效呈现U型关系，其持股比例较低时与公司绩效负相关，但当持股比例较高时国家股的双重属性与身份会为公司绩效带来正向影响。

假设3.5：在影响公司绩效的其他因素不变时，法人股比重与公司绩效呈现正向关系，即上市公司绩效随着法人股比重的提高而增加。

假设3.6：在影响公司绩效的其他因素不变时，国有法人股比重与公司绩效呈现正向关系，即上市公司绩效随着法人股比重的提高而增加。

**假设 3.7:** 在其他影响公司绩效的因素不变时，流通股比重与公司绩效呈现负向关系，即上市公司绩效随着流通股比重的提高而下降。

### 3.4.2 计量模型与实证检验

对股权结构与企业绩效关系的研究分为两个部分：(1) 控股股东的所有权性质与企业绩效关系的实证研究；(2) 不同产权主体持股比例与企业绩效关系的实证研究。

#### 一、控股股东的所有权性质分析

股权结构的内涵之一即控股股东的行为特征，因此，结合中国上市公司的实际本文将着重研究控股股东的所有权性质与公司绩效的关系。

##### (一) 重要内涵界定

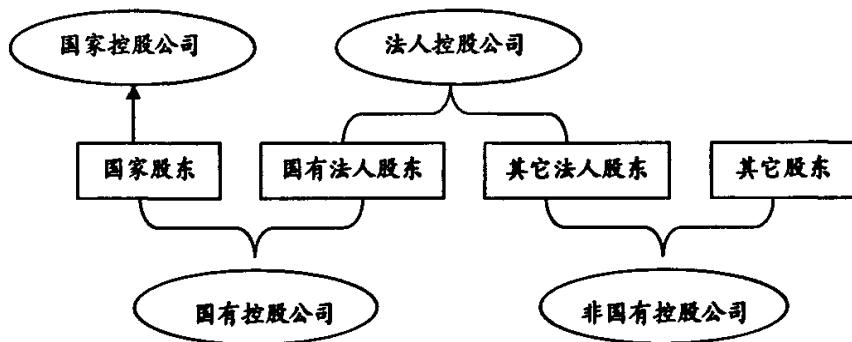
###### 1、控股股东

本文所使用的“控股股东”是指持有股份占总股本 25%以上的第一大股东。据理论与经验分析结果显示：25%是区分我国上市公司第一大股东是否有优势表决权的分界点（参见 3.3.2 节），因此，本部分研究选取了第一大股东持股比例在 25%以上的所有公司样本，共计 2064 个。

###### 2、所有权性质

本文中所使用的相关术语含义如下（可参见下图）：

- (1) 国家控股公司：控股股东持有国家股。
- (2) 法人控股公司：控股股东持有国有法人股和其它法人股。
- (3) 国有控股公司：控股股东持有国家股和国有法人股。
- (4) 非国有控股公司：控股股东持有除了国家股和国有法人股之外的其它股份。



##### (二) 国家控股公司与法人控股公司的绩效比较

## 1、对 ROA 的影响

经过多次拟合与测算，确定计量模型如下：

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 Corp + \sigma_1 CR10 + \sigma_2 LnSize + \sigma_3 Growth + \sigma_4 Year2 + \varepsilon$$

(模型 9)

得到回归方程如下：

$$ROA = -0.037 + 0.007 Corp + 0.079 CR10 + 0.008 LnSize + 0.001 Growth - 0.005 Year2$$

$$(.006) ** (.002) ** (.009) ** (.001) ** (.000) ** (.002) *$$

$N=2063 \quad R^2=0.197 \quad F=102.411 (\text{Sig. .000}) \quad D-W=2.012$

(注：此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验，\*\* 表示回归系数在 1% 的显著水平上不为零，\* 表示回归系数在 5% 的显著水平上不为零。)

在股权集中度 CR10、公司规模和成长能力相同的条件下，法人控股公司（包括国有法人股和其它法人股）的业绩要好于国家控股的公司；法人控股公司的 ROA 值要比国家控股公司高出 0.7%（1% 显著水平）。这就证明了假设 3.2：法人控股对公司绩效的影响要优于国家控股。

## 2、对 ROE 的影响

研究发现：无法在 10% 的显著水平上拒绝两者控股对 ROE 的影响无差异的假设，即无论控股股东是国家股股东还是法人股股东，其性质的不同对净资产收益率无显著影响。

### (三) 国有控股公司与非国有控股公司的绩效比较

## 1、对 ROA 的影响

经过多次拟合与测算，确定计量模型如下：

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 NonState + \sigma_1 CR10 + \sigma_2 LnState + \sigma_3 Growth + \sigma_4 Year2 + \varepsilon$$

(模型 10)

得到回归方程如下：

$$ROA = -0.037 + 0.005 NonState + 0.084 CR10 + 0.008 LnSize + 0.001 Growth - 0.005 Year2$$

$$(.006) ** (.002) * (.009) ** (.001) ** (.000) ** (.002) *$$

$N=2063 \quad R^2=0.195 \quad F=101.155 (\text{Sig. .000}) \quad D-W=2.012$

(注：此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验，\*\* 表示回归系数在 1% 的显著水平上不为零，\* 表示回归系数在 5% 的显著水平上不为零。)

在股权集中度 CR10、公司规模和成长能力不变的情况下，非国有控股公司的业绩要好于国有控股公司（包括国家股和国有法人股）；前者的 ROA 值要比后者高出 0.5%（5% 显著水平）。这就证明了假设 3.3：非国有控股的公司对公司绩效的影响要优于国家控股的公司。这说明了，国有股份（无论

是国家股还是国有法人股)的低效性,进一步为国有股减持策略提供了经验依据。

## 2、对 ROE 的影响

得到回归方程如下:

$$\begin{aligned} \text{ROE} = & -0.048 + 0.019 \text{NonState} + 0.114 \text{CR10} + 0.016 \text{LnSize} + 0.004 \text{Growth} - 0.014 \text{Year2} \\ & (.020)^* \quad (.008)^{**} \quad (.030)^{**} \quad (.003)^{**} \quad (.000)^{**} \quad (.007)^* \\ & N=2063 \quad R^2=0.195 \quad F=97.307 \text{ (Sig. .000)} \quad D-W=2.019 \end{aligned}$$

(模型11)

(注:此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验,除了 CR1 的回归系数在 5% 的显著水平上不为零外,其他回归系数均在 1% 的水平上显著不为零。)

在控制了股权集中度 CR10、公司规模和成长能力及时间因素后,我们发现非国有控股公司的业绩要好于国有控股的公司(包括国家股和国有法人股):前者的 ROE 值要比后者高出 1.9%(1% 显著水平)。这种差异性比 ROA 更加明显。

## (四) 小结

综上所述,法人控股公司的业绩表现要好于国家控股公司;非国有参股公司的业绩表现要好于国有参股控股公司。

## 二、不同产权主体持股比例分析

### (一) 国家股、法人股、国有法人股比例分析

#### 1、对 ROA 的影响

经过曲线估计与逐步筛选变量,最后得到如下计量模型:

$$\text{ROA} = \beta_0 + \beta_1 \text{Percent} + \beta_2 \text{Percent}^2 + \sigma_1 \text{CR10} + \sigma_2 \text{LnSize} + \sigma_3 \text{Growth} + \sigma_4 \text{Year2} + \varepsilon$$

(模型 12)

(注:其中 Percent 可以分别代入国家股比例 PS、法人股比例 PL、国有法人股比例 PSL 及流通股比例 PT。经过筛选后留下四个有效的控制变量:反映股权集中度的 CR10、规模变量 LnSize、成长能力 Growth 和 2004 年度虚拟变量 Year2。)

回归结果列示于表 3-11 中,所有模型均在 1% 的显著水平上通过了 F 检验,各回归系数的显著性除了少数为 5% 以外,大多数均为 1%。三个模型由左至右分别是带入国家股比例 PS、法人股比例 PL、国有法人股比例 PSL 而得到的。

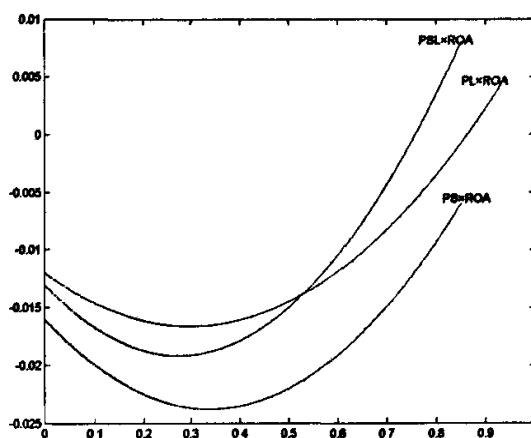
表 3-11 不同产权主体持股比例与 ROA 回归结果

解释变量\ROA	国家股比例模型		法人股比例模型		国有法人股比例模型	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
PS	-.046**	.002				
PS <sup>2</sup>	.068**	.006				
PL			-.031*	.040		
PL <sup>2</sup>			.052**	.008		
PSL					-.045**	.000
PSL <sup>2</sup>					.082**	.000
CR10	.053**	.000	.044**	.000	.045**	.000
Growth	.001**	.000	.001**	.000	.001**	.000
LnSize	.009**	.000	.008**	.000	.008**	.000
Year2	-.005**	.007	-.005**	.008	-.005*	.011
Constant	-.016**	.000	-.012*	.033	-.013**	.007
Adjusted R Square	.218		.217		.221	
F (Sig.)	<b>115.392 (.000)</b>		<b>115.278 (.000)</b>		<b>117.539 (.000)</b>	
Durbin-Watson	2.009		2.003		2.005	

\*\*表示在 1% 的水平上显著

\*表示在 5% 的水平上显著

为了便于比较分析，将三个模型的模拟曲线放在一张图中，其纵轴表示 ROA 值，横轴表示各类股东持股比例。各曲线的定义域如下：PS $\in [0, 0.85]$ ；PL $\in [0, 0.931]$ ；PSL $\in [0, 0.85]$ 。



观察三条曲线的相对位置，国家股比例曲线 PS $\times$ ROA 在其他两条曲线的下方，说明国家参股企业的绩效表现不如法人参股企业，也不如国有法人参股企业。这与前面的分析结果是一致的。而国有法人股比例曲线与法人股比例曲线相交，易见当

主体持股比例低于 55%时，法人参股公司的表现好于国有法人股公司，但当此比例超过 55%时，国有法人参股公司的业绩就要优于法人参股的公司。这表明：当国有法人股在公司中占据绝对控股地位时，其公司业绩要好过其他法人控股公司；但在法人股不占据绝对控股地位的公司中，国有法人股的表现就要劣于其他法人股。

从曲线的形状看，三者的持股规模与公司绩效之间均呈现左低右高的 U 型曲线关系。当三者持股较少时，随着其持股比例的增加，其对公司绩效 ROA 的边际效用是递减的，但当突破某个临界点后其对 ROA 的边际贡献就变成正的了。国有法人股规模的临界点最低，为 27%，即只有当国有法人股在公司中占据相对控股地位时，其持股份额的增加才会相应地带来 ROA 值的提高；否则，反之。其次是法人股，其临界点为 30%，即当法人股在公司总股本中高于 30%以上时，其持股规模才与绩效指标 ROA 正相关。国家股的临界点最高，其持股比例要到达 34%以上时才会对公司绩效产生正向影响。

从实证结果来看，对国家股比重与公司绩效关系的分析验证了假设 3.4 的正确性。但法人股比重与国有法人股比重并不如当初设想的与绩效指标呈简单的线性正相关关系，而是呈正 U 型的二次曲线关系，但从整体上看这两者与绩效是呈正相关关系的。

## 2、对 ROE 的影响

ROE 与国家股比例 PS、法人股比例 PL 及国有法人股比例 PSL 均不存在显著的相关关系。

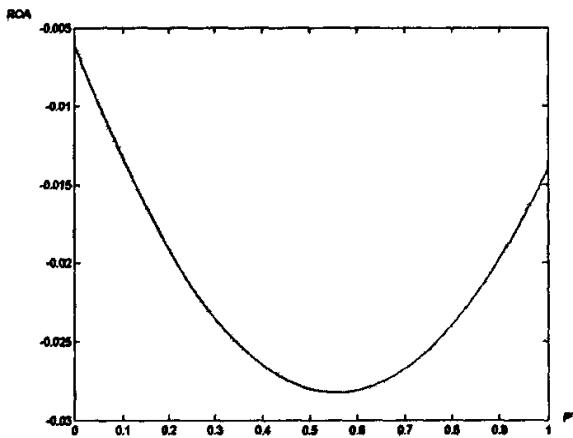
### (二) 流通股比例分析

#### 1、对 ROA 的影响

仍使用模型 12，得到回归方程：

$$\begin{aligned} \text{ROA} = & 0.006 - 0.080\text{PT} + 0.072\text{PT}^2 + 0.046\text{CR10} + 0.008\text{LnSize} + 0.001\text{Growth} - 0.005\text{Year2} \\ & (.012) (.032)* (.033)* (.010)** (.001)** (.000)** (.002)** \\ & N=2466 \quad \bar{R}^2=0.215 \quad F=113.813 (\text{Sig. .000}) \quad D-W=2.002 \end{aligned}$$

(注：此回归方程在 1% 的显著水平上通过检验，\*\* 表示回归系数在 1% 的显著水平上不为零，\* 表示回归系数在 5% 的显著水平上不为零。定义域为  $\text{PT} \in [0,1]$  )



流通股（这里是指流通 A 股）持股比例与公司绩效指标 ROA 的关系是左高右低的 U 型曲线。相对于没有流通股的公司而言，流通股对绩效的影响是负的。当 PT 为 56% 时，ROA 值最低。实证结果与假设 3.7 是部分一致的，即两者总体上呈负相关关系，但当流通股比例超过 56% 时，公司绩效不是随之反向变动，而是同向变动。这表明当公司中不存在绝对控股的大股东时，股权越分散，公司绩效越高，因为，此时股权的分散可以防止非绝对控股股东的利益侵占行为。

## 2、对 ROE 的影响

ROE 与流通 A 股比例不显著相关。

### （三）小结

通过对不同性质持股主体的持股比例分析，发现国家参股企业的表现不如法人参股企业，也不如国有法人参股企业。但三者与 ROA 的关系均为左低右高的 U 型曲线关系，公司绩效随着持股比例的增加而先降后升。通过对临界点的分析发现只有某一类别的股份比例至少高于 27% 后才会出现正相关关系，也即只有某类股份占有相对控股地位时，其对 ROA 的边际效用才为正。

对流通股比例的研究表明，流通股对公司绩效的贡献是低效的，这与我国 A 股市场的现状是一致的，流通 A 股股东对公司治理能发挥的作用十分有限。主要原因在于（1）个人股东易采取“搭便车”行为，减少其治理成本；（2）由于信息不对称及获取成本问题，个人股东不具备对公司进行监管的客观条件；（3）大多数上市公司都对与会股东的资格从持股数量上作出了限定，少则几千股，多则几万股，甚至几十万股，因此绝大多数个人股都被拒绝在股东大会之外；（4）中国目前缺乏公司治理文化，个人投资者尚不具备参与公司治理的能力和资源。

此部分所有研究结果均是关于 ROA 的，各类股份比例与 ROE 的相关关

系都不显著。

## 第四章 结论与建议

### 4.1 结论

通过对我国上市公司 2002-2004 年数据的实证研究,本文得出如下结论:

#### 4.1.1 股权集中度与公司绩效关系

总体而言,股权集中度与公司绩效呈正相关关系。

进一步研究发现,CR1 与 ROA 呈正“U”型关系,CR1=25%时,ROA 达到最低值。当公司中股权较为分散、不存在控股股东(第一大股东持股比例小于 25%),随着第一大股东持股比例的上升,公司总资产收益率会呈下降趋势;当公司中存在控股股东(第一大股东持股比例大于 25%),即股权相对集中时,CR1 与 ROA 存在正相关关系,随着 CR1 的增加 ROA 会加速上升。但第一大股东持股比例与 ROE 则呈正相关的二次曲线关系,即随着第一大股东持股比例的上升,公司的净资产收益率也加速上升,不存在先降后升的过程。

CR5 与 ROA 呈左低右高不对称的正“U”型。如果给定公司规模与成长能力不变,则 CR5=37.5%时,ROA 达到最低值。即前五大股东持股比例小于 37.5%时,总资产收益率与其持股比例呈负相关,此时降低股权集中度对提高公司绩效有利;当前五大股东持股比例大于 37.5%时,总资产收益率与其持股比例呈正相关,此时提高股权集中度有利于改善公司绩效。

CR5 与 ROE 则呈三次曲线关系,该模型中一元系数与二元系数均为 0,三元系数为正,故两者呈正相关关系。随着前五大股东持股比例的增加,净资产收益率呈加速上升趋势。

#### 4.1.2 股权构成与公司绩效关系

##### 一、控股股东的所有权性质与公司绩效

在股权集中度 CR10、公司规模和成长能力不变的情况下,法人控股公司的业绩表现要好于国家控股公司;非国有参股公司的业绩表现要好于国有参股控股公司。

法人控股公司的 ROA 值要比国家控股公司高出 0.7% (1% 显著水平)。但对两者与 ROE 则不存在显著的相关关系。

非国有控股公司的 ROA 值要比国有控股公司 (包括国家股和国有法人

股)高出0.5% (5%显著水平)。而这种差异在ROE值上表现得更为明显:前者的ROE值要比后者高出1.9% (1%显著水平)。

## 二、不同产权主体持股比例与公司绩效

此部分所有研究结果均是关于ROA的,各类股份比例与ROE的相关关系都不显著。

### (一) 国家股、法人股、国有法人股比例分析

通过对不同性质持股主体的持股比例分析,发现国家参股企业的表现不如法人参股企业,也不如国有法人参股企业。国有法人股比例曲线与法人股比例曲线相交,易见当主体持股比例低于55%时,法人参股公司的表现好于国有法人股公司,但当此比例超过55%时,国有法人参股公司的业绩就要优于法人参股的公司。这表明:当国有法人股在公司中占据绝对控股地位时,其公司业绩要好过其他法人控股公司;但在法人股不占据绝对控股地位的公司中,国有法人股的表现就要劣于其他法人股。

但三者与ROA的关系均为左低右高的U型曲线关系,公司绩效随着持股比例的增加而先降后升。通过对其临界点的分析发现只有某一类别的股份比例至少高于27%后才会出现正相关关系,也即只有某类股份占有相对控股地位时,其对ROA的边际效用才为正。国有法人股规模的临界点最低,为27%,即只有当国有法人股在公司中占据相对控股地位时,其持股份额的增加才会相应地带来ROA值的提高;否则,反之。其次是法人股,其临界点为30%,即当法人股在公司总股本中高于30%以上时,其持股规模才与绩效指标ROA正相关。国家股的临界点最高,其持股比例要到达34%以上时才会对公司绩效产生正向影响。

国家股比例与公司绩效之所以呈先降后升的U型曲线关系,可能是因为政府的双重身份。当国家股所占比例较小时,政府虽可以进行有力地干涉,但却缺乏动力实施政策性的扶持及对公司治理进行投入,此时,企业价值最低,处于企业绩效曲线的底部价值陷阱。但当国家作为企业大的控股股东时,政府则有动力去给与企业政策上的优惠及扶持,这有助于提升企业价值。而且,此时国有股比例越高,政府越有动力利用自己的双重身份去提升企业价值。因此,两者呈正相关关系。

### (二) 流通股比例分析

对流通股比例的研究表明,流通股对公司绩效的贡献是低效的,流通A股股东对公司治理能发挥的作用十分有限,这与我国A股市场的现状是一致的。

流通股（这里是指流通 A 股）持股比例与公司绩效指标 ROA 的关系是左高右低的 U 型曲线。相对于没有流通股的公司而言，流通股对绩效的影响是负的。当 PT 为 56% 时，ROA 值最低。这表明当公司中不存在绝对控股的大股东时，股权越分散，公司绩效越高，因为，此时股权的分散可以防止非绝对控股股东的利益侵占行为。

## 4.2 建议

文中的研究结果表明股权集中度与公司绩效呈正相关关系，因此，在股权多元化改革的过程当中要注意保持适当的股权集中度。控股股东的存在对公司治理及公司绩效是有积极意义的。

对股权构成与公司绩效的研究表明：国有控股或参股企业的总资产收益率低于相应的法人控股和非国有参股公司，为国有股减持提供了理论与经验依据。本文的初步探讨对于上市公司国有股减持问题有参考意义。根据左低右高的 U 型曲线，国有股减持不应采取渐进方式，尤其是当国有股是公司控股股东时更是如此。要力求避免国有股减持的底部价值陷阱。如果减持，可以考虑使用休克疗法——一次性退出企业。

## 参考文献

- [1] 刘小玄. 国有企业与非国有企业的产权结构及其对效率的影响[J]. 经济研究, 1995 (7): 11-20
- [2] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究, 1999 (12): 23-30, 39
- [3] 何浚. 上市公司治理结构的实证分析[J]. 经济研究, 1998 (5): 50-57
- [4] 刘国亮, 王加胜. 上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究[J]. 经济理论与经济管理, 2000(5): 40-45
- [5] 陈晓, 江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究, 2000 (8): 28-35
- [6] 施东晖. 股权结构、公司治理与绩效表现[J]. 世界经济, 2000 (12): 37-44
- [7] 许小年, 王燕. 中国上市公司的所有制结构与公司治理[A]. 见: 载梁能主编. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2000
- [8] 袁国良, 王怀芳, 刘明. 上市公司股权激励的实证分析及其相关问题[J]. 载刘树成, 沈沛主编. 中国资本市场前沿理论研究文集[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2000
- [9] 张红军. 中国上市公司股权结构与公司绩效关系的理论与实证分析[J]. 经济科学, 2000 (4): 34-44
- [10] 于东智. 一股权结构、治理效率与公司绩效[J]. 中国工业经济, 2001 (5): 54-62
- [11] 董麓, 肖红叶. 上市公司股权结构与公司业绩关系的实证分析[J]. 统计研究, 2001 (11): 28-30
- [12] 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): 3-1
- [13] 朱武祥, 宋勇. 股权结构与企业价值——对家电行业上市公司实证分析[J]. 经济研究, 2001 (12): 66-72, 92
- [14] 于东智. 转轨经济中的上市公司治理[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002
- [15] 朱武祥. 股权结构与公司治理——对“一股独大”与股权多元化观点的评析[N]. 证券市场导报, 2002 (1): 56--62
- [16] 陈志广. 企业债券、股权结构与高级管理人员报酬[J]. 财经科学, 2002

(5) : 52-56

- [17] 费鹏, 屠梅曾. 沪市电子电器行业上市公司股权结构与经营业绩实证分析[J]. 财经科学, 2002(2):289-292
- [18] 郭春丽. 上市公司股权结构与公司治理结构关系的实证研究[J]. 东北财经大学学报, 2002 (5) : 3-7
- [19] 冯根福, 韩冰, 闻冰. 中国上市公司股权集中度变动的实证分析[J]经济研究, 2002 (8) : 12-18
- [20] 李豫湘, 杜莉, 彭正新. 上市公司股权集中的适度性对治理效率的影响[J]. 重庆大学学报, 2002(11): 126-130
- [21] 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
- [22] 常健. 我国上市公司业绩决定机制实证分析[J]. 管理世界, 2003 (5) : 109-117
- [23] 向朝进, 谢明. 我国上市公司绩效与公司治理结构关系的实证分析[J]. 管理世界, 2003 (5): 117-124
- [24] 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 (2): 64-74
- [25] 张宗益, 宋增基. 上市公司股权结构与公司绩效实证研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2003 (1): 128—132
- [26] 徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司绩效的影响[J]. 经济研究, 2006 (1) : 90-100
- [27] A·A Berle & G·C·Means, *The Modern Corporation and private property*, Macmillan, New York, 1932
- [28] A·Alchian&H·Demsetz, *Production, Information Costs and Economic Organization*, American Economic Review, Vol.62, 1972
- [29] A·Shleifer, *state Versus Private ownership*, Journal of Economic Perspectives, 12,133-150, 1998
- [30] A·Shleifer and R·Vishny, *Large Shareholders and Corporate Control*, Journal of Political Economy, 94, 461-488, 1986
- [31] A·Smith, *Corporate Ownership Structure and Performance*, Journal of Financial Economics, 27,143-164, 1990
- [32] D·J·Denis&A·Sanin, *Agency Problems, Equity Ownership and Cooperate Diversification*, Journal of Finance, 52,135-160, 1997
- [33] Gordon·L&Pround·J, *Governance matters: An empirical study of the*

- relationship between corporate governance and performance, Harvard University Press, 1997
- [34] H-Demsetz, The structure of Ownership and the theory of the Firm, Journal of Law and Economics, Vol.26, 1983
- [35] H-Mehran, Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance, Journal of Financial Economics, 38,163-184, 1995
- [36] Blair, Margaret M.. Ownership and Control. The Bookings Institution, 1995

## 后记

逝者如斯，转瞬三载。随着毕业论文的落笔，我的研究生生涯也即将结束，离别之际，心头竟生出恋恋不舍之情。在这里结识了太多的良师益友，还没来得及畅快交往竟已到了分别时刻。

复旦三年，我由衷感谢的第一人非我的导师芮明杰教授莫属。先生学识渊博，治学严谨，高屋建瓴，纵览宏观，可谓学为人师；先生为人宽厚平和，勤耕不辍，志存高远，清明淡泊，堪称行为人范。先生这种为学为人之道不仅让我在校期间受益非浅，也必将影响着我今后的人生道路。我不能不由衷地感谢我的导师芮教授。

还要感谢一起学习、一起生活、共同成长的同学和同门，没有他们就没有完整而充实的研究生生涯、就没有丰富而多彩的学生岁月、就没有胼手胝足的共同进步……

在论文的写作过程中，我得到了芮老师和管锡展老师的指导与帮助，使我的论文得以顺利成篇。在此表示特别感谢！另外，证券分析师李先明先生为此篇论文提供了所需数据，在此深表感谢！

最后，感谢我的父母，不仅给了我生命、关怀与无私的爱，还给了我想、信心以及独立的人格。这一切将使我无惧无畏、披荆斩棘、勇于面对任何挫折与挑战。

许芳  
二〇〇六年四月二十六号  
于复旦园

## 论文独创性声明

本论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。论文中除了特别加以标注和致谢的地方外，不包含其他人或其它机构已经发表或撰写过的研究成果。其他同志对本研究的启发和所做的贡献均已在论文中作了明确的声明并表示了谢意。

作者签名: 许芳 日期: 2006.6.6

## 论文使用授权声明

本人完全了解复旦大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其它复制手段保存论文。保密的论文在解密后遵守此规定。

作者签名: 许芳 导师签名: 张晓东 日期: 2006.6.6