

所有权结构与公司绩效研究前沿综述

宋增基,张宗益

(重庆大学工商管理学院,重庆 400044)

摘要:所有权结构与公司绩效关系的研究是当代西方企业理论的一个前沿课题。本文在总结近20年对这一问题重要研究成果基础上,提出了研究者应注意的两个问题。

关键词:所有权结构;公司绩效;文献综述

中图分类号:F406 **文献标识码:**A **文章编号:**1008-5831(2002)06-0090-03

The Prevail Summarizing on the Relationship between Ownership Structure and Corporate Performance

SONG Zeng-ji, ZHANG Zong-yi

(College of Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: The relationship between ownership structure and corporate performance is a prevail research issue. This paper summarizes the important achievement on this issue in recent 20 years. We put forward two argumentations that the researchers should regard.

Key words: ownership structure; corporate performance; literature summarizing

一、关于所有权结构与公司绩效关系的争论

自从 Berle 和 Means(1932)的经典著作《现代公司与私人财产》出版以后,所有权结构与公司绩效(或公司价值)关系的研究一直是西方公司理论研究的前言课题。Berle 和 Means 认为公司所有权分散会削弱股东对职业经理人的制约能力。因而得出结论,对于所有权分散的公司,管理人员拥有少量的股权将会激励他追求自己的私人利益,而随着经理人员持股份额的增加,他们的利益将会与广大股东趋于一致,其偏离企业利益最大化倾向将会减轻。这一观点一直被西方理论界广泛认同,直到 1983 年,产权理论的奠基人之一,美国芝加哥大学著名经济学家 Demsetz,对此论断提出了挑战。

Demsetz(1983)认为,公司股东们做出的,使其公司所有权结构由集中变为分散的决策,应该是在充分了解其后果基础上的决策,这种后果即是放松对职业经营者的控制所产生的后果。所有权的控制一放松,随之而来的是成本提高,利润降低,但是,如果股东的选择是分散所有权,那么作为一种补偿,换来的是资本兼并的成本降低或者是在其他方面能促进利润的增长。他同时指出,在一个“合乎理性”的世界中,除非还有抵消这些弊病的各种利益可得,否则各种分散的所有权结构根本就没有容身之地。由于补偿作用的存在,因而可以

说,实际中已是价值最大化的目的,在引导着使公司所有权结构的变化,使之变得更加分散。Demsetz(1983)提出:与决定利润水平的其他因素相比,所有权的集中其实与利润的增加并无关系。

二、20 年来西方学者对所有权结构与公司绩效关系的研究成果

针对以上两种不同的观点,西方学者对公司所有权结构与公司绩效之间的关系做了大量的实证研究。Demsetz 和 Lehn(1985)根据 Demsetz(1983)的理论,提供了公司所有权结构内生性的论据,并评估了 Berle 和 Means 论文的有效性。他们通过公司会计利润率与公司最大五家股东的持股比例之和进行线性回归(包括一系列控制变量)得出结论,当所有权结构被视为内生变量时,会计利润率与所有权集中度没有显著性关系。

Morck et al(1998)采用 1980 年《财富》500 家公司的截面数据,检验了管理层持股与公司绩效的关系,他们用 Tobin's Q 来衡量公司绩效,将董事会中持股比例在 0.2% 以上的所有成员持股比例之和作为管理层持股的衡量指标。对二者进行了回归,结果发现二者具有显著的非单调关系(董事会成员持股比例在 0-5% 的范围内,Tobin's Q 与董事的持股比例正相关;在 5%-25% 的范围内,Q 与董事的持股比例负相关;超过 25% 二

收稿日期:2002-09-30

作者简介:宋增基(1965-),男,河南南阳人,重庆大学工商管理学院博士研究生,主要从事公司治理研究。

者又正相关,尽管 Tobin's Q 与持股比的关联程度在这一区间有所减弱),这一成果有很大的应用价值:(1)有不同的临界点,(2)包括几种控制变量(研发和广告费用比率、财务杠杆、公司规模、生产力的增长率和行业变量),(3)排除某些大公司,其董事会的股权可以忽略,(4)将董事会中的经理人员与外部董事进行了区分。然而,把利润率作为公司绩效的衡量指标没有得出上述结论。

McConnell 和 Servaes(1990)对 Tobin's Q 与内部股东和大股东持股比例之间的关系进行了验证。他们的实证研究选取了两个具有不同代表性的截面样本,一个是 1976 年 1 000 家 Compustat 工业档案中的公司数据,另一个是 1986 年的数据,Q 值与不同的变量和内部股东与大股东的持股比例的回归结果显示:内部股东具有积极作用,但随着股权比例增加,这种作用逐渐减少;而对于大股东而言,尽管有积极作用但并不显著,Q 值与内部股东持股的关系在上升到其股权比例达到 40% - 50% 后轻微下降。他们的结果对于由 Morck et al 所使用的控制变量和把会计利润率作为公司绩效的衡量指标同样有效。当他们调整样本使其与 Morck et al 的研究更加具有可比性时,企图复制 Morck et al 的分段线性回归结果,但结果并不成功,他们发现内部股权比例在 0 - 5% 时确有积极作用,但没能证实 Morck et al 对于内部股权比例在 5% 以上的一些发现,在超过 5% 没有显著性关系。他们的研究,没有将所有股权结构看作内生变量。

Hermalin 和 Weisbach(1988)检验了经理持股与董事会构成对 Q 值的影响。经理持股情况通过现任 CEO 和现任董事会成员的前任 CEO 所持股份的比例来衡量,董事会构成用公司的外部董事比例来衡量,他们将所有权及其构成看成内生变量,并使用其他滞后量作为工具,样本采用 5 年的平行数据(panel data)。结果表明,董事会构成与公司绩效无关,但经理持股比例与公司绩效具有显著非单调关系,(0 - 1% 区间正相关,在 1% - 5% 区间负相关,在 5% - 20% 正相关,25% 以上负相关)。

Loderer 和 Martin(1997),把 Q 值和内部股东持股看成内生变量,使用联立方程组进行了检验,用 Q 值、销售额的对数、公司风险作为内部股东持有股份的解解释变量,用内部股东持股、销售额的对数和其他哑元变量作为 Q 的解解释变量。结果表明,内部股东持股不能显著影响 Q,但 Q 可以显著影响内部股东持股(负相关)。

Cho(1998),使用截面数据和股权信息,首次复制了 Morck et al 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,Q 依赖于内部股权、投资额和一系列控制变量,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。

Himmelberg et al(1999)通过增加新的变量来解释股权结构的变化,扩展了 Demsetz 和 Lehn 的研究。他们同样使用了平行数据、模型和工具变量来控制各种可能的不易被观察到的因素。股权结构通过内部股东(经理人员及董事会成员)来体现

(尽管他们声称,使用资产收益率来衡量公司绩效会产生同样效果,但研究仍使用了 Tobin's Q)。他们使用的绩效模型仍是前述研究所采用的二次或线形的,并发现内部股权与资本率(资产额/销售额),研发率(研发费/销售额)有负相关关系。控制这些变量并给定公司行业,他们发现股权变化并不对公司绩效产生显著影响。当通过工具变量控制股权结构的内生性,他们发现,公司绩效与股权结构具有二次方关系。

Holderness et al(1999)同样复制了 Morck et al 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 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。

三、对以上研究的总体评价

前面介绍的研究成果采用了不同的样本,回归时使用了不同的模型及回归技术,一些研究将股权结构看作内生变量,另外一些忽略了这一影响。图 1 给出了自 Demsetz 和 Lehn(1985)后主要的股权结构与公司绩效关系的研究成果。

我们在此并不准备评价哪个结果更有指导意义。然而,我们可以看出,就所有权结构是否影响公司绩效,西方理论界目前仍没有定论。但这些学者在研究过程中所忽略的因素仍有必要引起大家的注意。

第一,所有权结构。Demsetz 和 Lehn 所使用的研究所有权结构的方法是基于对公司大股东所持股份比例,特别是注意五个最大的股东持有股份比例。在 Demsetz 和 Lehn 之后,研究主要集中在公司管理层持股比例,包括董事会成员,CEO 和其他高层管理人员所持有的股份。只依靠这种机构设置的方法,认为管理层股东均有共同的利益,这很可能与实际不符,例如:董事会成员由于他或代表另一个(或机构)在公司中持有较多股份,因而他在公司董事会中拥有一席。像这样的董事会成员与职业管理层没有完全相同的利益。更可能的是,这些董事会成员的利益与外部投资者的利益更加趋同,内部董事会成员真正是或真正代表外部投资者的利益并不少见。这些代表大股东的董事会成员或他们的代表决不应当被看成与纯管理人员有相同的利益。因此,较高的管理层持股,不应被看作在公司经营中职业经理人控制强度的指数,而以前的研究却没有注意到这一点。

- I—Loderer & Martin (1997) - 2SLS
- II—Loderer & Martin (1997) - OLS
- III—Holderness, Kroszner, & Sheehan (1999) - 1995 sample
- IV—McConnell & Servaes (1990) - 1988 sample
- V—McConnell & Servaes (1990) - 1976 sample
- VI—Morck, Shleifer, & Vishny (1988)
- VII—Cho (1998)
- VIII—Himmelberg, Hubbard, Palia(1999) - IV + industry effects
- IX—Holderness, Kroszner, & Sheehan(1999) - 1935 sample
- X—Hermalin & Weisbach (1991)
- XI—Himmelberg, Hubbard, Palia (1999) - fixed effects, piecewise
- XII—Himmelberg, Hubbard, Palia (1999) - fixed effects, quadratic

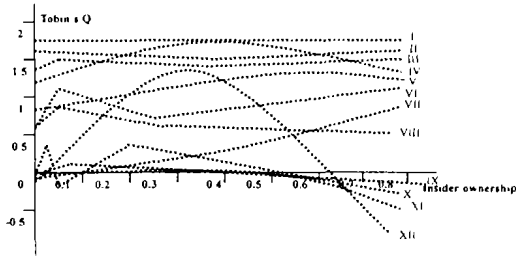


图1 股权结构与公司绩效关系研究成果图

在 Demsetz 和 Lehn 的研究中,同样存在着一个与所有权结构衡量方法相类似的潜在问题。如果把管理层拥有足够股份纳入股东的范围,从避免管理层滥用职权保护投资人的利益这一层面来看,靠公司最大股东拥有的股权份来衡量这一指标也是不可靠的。然而这一问题仍没有由于使用管理层持股比例而产生的问题那么严重。实证的研究表明,公司管理层人员很难拥有足够股份而使其成为公司最大五家股东之一。Demsetz 研究的 182 家样本公司中,管理层持股比例之和小于 2%。因此,很难在公司五大股东中找到纯的管理人员。

总之,与管理层拥有的代表他们控制能力的股份相比较,最大五家股东的持股比例更加能够代表股东们控制职业管理者的能力。因此,在其他条件相同的情况下,使用两种衡量指标来研究由所有权结构代表的利益的复杂性,比只依赖于其中一种指标能更加准确地说明所有权结构与公司绩效之间的关系。而前述研究均忽略了这一点。

第二,所有权(结构)的内生性。正如 Demsetz(1983)、Demsetz 和 Lehn(1985)及随后的一些研究,所有权结构是内生的,不断分散的公司所有权结构可能比集中的所有权结构能更好的服务于公司股东。尽管随着所有权进一步扩散,使得管理层能够将更多的公司资源转移为其狭隘的利益服务,但两者在很大程度上并不相关。公司所有权人希望能够毫无问题的收回他们投入的资金,如果可能的话,最好不产生成本。问题的关键是职业化管理和分散的所有权结构所带来的好处能否抵消由此而给公司带来的损害。如果有补偿利益存在,公司管理层持股与公司绩效将没有系统关系。如果好处不能得到完全补偿,公司管理层持股与公司绩效将有系统关系。但那样又会产生问题:为什么所有权结构分散的公司能够长期存在?改变一个不是最优的所有权结构要产生成本。但许多具有分散所有权结构的公司仍存在,其存在的合理性又如何解释呢?

此外,由于考虑到内部信息和基于绩效的补偿,公司绩效很可能影响所有权结构。正如所有权结构能够影响公司绩效,公司内部和基于市场期望对公司绩效的可能偏差,会对公

司管理层改变其持股比例产生激励,以使其能符合将来的公司绩效预期。经理层对财务杠杆的使用就是一个公司绩效的期望值改变影响所有权结构的实例;以股票期权的形式来说明管理层补偿作用,为公司绩效会影响所有权结构提供了另一个很好的例证。

所有权结构是内生变量,并可能被公司绩效决定的观点意味着在确定所有权结构与公司绩效的关系时,这种内生性必须考虑在内。忽视这一问题将导致错误的结论。Demsetz 和 Lehn 的研究,主要用来研究所有权结构对企业各方面的反映。他们的回归分析表明:所有权结构不能解释公司绩效的变化。另外的一些研究在某些方面将所有权结构作为内生变量看待,也得出了类似的结论(Loderer 和 Martin, 1997; Cho, 1998)。另一方面, Morck et al(1988)及其他人的研究忽略了所有权结构的内生性,就这些研究所提供的所有权结构对公司绩效显著性影响的“证据”,仍值得商榷。

参考文献:

- [1] 伯利,米恩斯.现代公司与私有财产[M].台湾:台湾银行出版,1981.
- [2] Cho M H. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, (47): 103 - 121.
- [3] Demsetz H. The structure of ownership and the theory of the firm[J]. *Journal of Law and Economics* 1983, (26): 375 - 390.
- [4] Demsetz, H, Lehn, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences[J]. *Journal of Political Economy*, 1985, (93): 1155 - 1177.
- [5] Hermalin, B, Weisbach, M. The determinants of board composition[J]. *RAND Journal of Economics*, 1988, (19): 589 - 606.
- [6] Himmelberg, C, Hubbard, R. G., Palia, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance[J]. *Journal of Financial Economics* 1999, (53): 353 - 384.
- [7] Holderness C, Kroszner, R, Sheehan, D. Were the good old days that good? Evolution of managerial stock ownership and corporate governance since the great depression[J]. *Journal of Finance*, 1999, (54): 435 - 469.
- [8] Loderer, C, Martin, K. Executive stock ownership and performance: tracking faint traces[J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, (45): 223 - 255.
- [9] McConnell, J, Servaes, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, (27): 595 - 612.
- [10] Morck, R, Shleifer, A, Vishny, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, (20): 293 - 315.