

文章编号:1000-582X(2005)07-0140-05

# 股权结构与公司业绩、治理效率关系的实证<sup>\*</sup>

张国林<sup>1</sup>,曾令琪<sup>2</sup>

(1.西南政法大学;2.重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400030)

**摘要:**通过选取沪深股市171家上市公司作为研究样本,分析股权结构与公司业绩、治理效率之间的关系,结果表明国家股比例与公司业绩成负相关关系,法人股比例与公司业绩成正相关关系,股权集中度较高的公司业绩较好,第一大股东的持股比例在一定范围内将有助于提高中国上市公司绩效。

**关键词:**股权结构;公司业绩;公司治理

**中图分类号:**F27

**文献标识码:**A

中国证券市场经过近20年的发展建设,成绩很大,但问题不少。问题主要表现在上市公司的业绩不好、公司治理效率低下、大股东严重侵害小股东利益、上市公司国有资产流失等等。这不仅严重阻碍了证券市场的健康发展,而且也影响到国民经济的整体运行。形成这些问题的根源,是否在于中国转轨经济时期所形成的上市公司特殊的股权结构呢?因此,结合中国上市公司特殊股权结构模式,探讨“一股独大”的优劣,探寻国有股、法人股和流通股所构成的不同股权结构与公司业绩、公司治理效率之间的关系,是促进国企改革和证券市场健康发展所必须解决的主要问题之一。由此,文中选取中国上市公司为研究对象,对股权结构与公司业绩、治理效率关系进行实证研究和分析,希望寻求内在联系或规律性的结论。

## 1 文献回顾

纵观相关文献,股权结构与公司治理的关系研究多是通过研究股权结构与企业业绩之间的关系来进行的。中外学者对于这一问题,存在两种对立的观点:一种认为两者之间存在显著相关关系;另一种则否认两者之间具有相关关系。第一种观点内又存在一定的分歧,一些学者认为股权结构决定和影响公司绩效,股权结构与公司业绩呈线性关系,另一些学者则认为股权结构与公司业绩呈非线性的相关关系。

孙永祥、黄祖辉(1999)<sup>[1]</sup>认为,随着公司第一大股东所占公司股份比例的增加,Tobin's  $Q$ 值先是上升,当第一大股东持股比例达到50%左右时,Tobin's  $Q$ 值开始下降,第一大股东持股比例与Tobin's  $Q$ 呈

倒U型关系。许小年(1997)<sup>[2]</sup>对沪、深两市上市公司的经验研究表明,国有股比率越高的公司,绩效越差;法人股比例越高的公司,绩效越好,个人股比例与企业业绩基本无关。郑德理、沈华珊(2002)<sup>[3]</sup>认为,法人股比率与Tobin's  $Q$ 值之间存在显著的二次关系,并通过二次方程的推导算出中国最优法人股持股比例之和应为45.95%,即法人股比例与公司业绩存在倒U型关系。魏刚(2000)<sup>[4]</sup>的经验证据表明,公司高级管理人员的持股数量与企业绩效不存在“区间效应”,而高级管理人员的报酬水平与企业规模存在明显的正相关关系。徐晓东(2003)<sup>[5]</sup>在将股权结构划分区域后发现,第一大股东的持股比例与企业业绩之间存在扩展的M型关系。尽管上述不同学者的研究方法不同,分析结果各异,但都认为股权结构与企业绩效存在显著的相关关系。

另一些学者认为,股权结构与公司业绩之间不存在相关关系。朱武祥、宋勇(2001)<sup>[6]</sup>通过对中国家电行业上市公司的实证分析得出公司价值与公司股权的集中度无显著相关关系,与公司的股权结构无关,说明国家股、法人股或外部公众股东对上市公司治理行为及经营业绩都缺乏影响力。因此,2人认为,股权结构与公司绩效之间并不存在显著的相关关系,这一针对中国上市公司的研究结论与Demsetz(1983)的观点一致。张宗益、宋增基(2003)<sup>[7]</sup>通过对1996年前在上海证券交易所上市的123家工业公司进行研究发现,公司股权结构不影响公司业绩,认为中国股市低效的根源并不在于中国公司特有的股权结构。

• 收稿日期:2005-01-10

作者简介:张国林(1955-),男,四川南充人,西南政法大学教授,主要从事公司治理研究。

## 2 理论分析与研究假设

股权结构包含两层含义:第1层含义是指股权集中度.现有文献一般用前三大股东或前五大股东持股比例平方和的平均数来表示;第2层含义是按所有者性质来确定的股权构成,即各个不同背景的股东集团分别持有的股份比例,在中国,即指国家股东、法人股东以及社会公众股东各自的持股比例.因此在进行实证研究之前,先就股权结构的这两层含义与公司业绩的关系提出研究假设:

### 2.1 股权集中度与公司业绩

在股权分散情况下,大量分散的小股东不仅缺乏参与公司决策和对公司高层管理人员进行监督的积极性,而且也不具有这种能力.在缺乏监督的情况下,经营者会为了短期收益而放弃更好的长期投资机会,不利于企业长期稳定的经营.因此,过度分散的股权不利于公司经营,会降低公司的价值.在股权集中度较高的情况下,这种情况则会改观,大股东们出自自身利益,会对经营人员进行有效的监督和激励,使经理们为股东财富最大化而努力工作,企业被接管风险小,能长期稳定发展,企业可以以长期收益为目标进行投资,从这层意义上看,股权集中度较高将有利于公司经营.不过,在绝对控股的情况下,大股东的行为将缺乏约束,大股东就可能利用自己对上市公司的绝对控制优势侵占上市公司利益,影响公司经营,从而降低公司价值.即在控制第一大股东持股比例的情况下,提高股权集中度,将有利于企业经营.因而提出:

假设1:当第一大股东持股比例适中时,企业业绩最好.

假设2:股权集中度高的公司比股权集中度低的公司经营业绩好.

### 2.2 股权性质与公司业绩

中国上市公司股东按股权性质分类可以分为国家股、法人股和流通股,不同性质的股权对于公司经营所起的作用是不同的.

国家股由于剩余控制权与剩余所有权的不匹配,作为国家股的“代理人”——国有资产管理机构,在公司治理结构中并不是“积极的监督者”,难以对经营者做出正确的评价和有效的奖惩,甚至出现所有者缺位的情况.因而,国家股比例的增加将不利于公司的经营管理.

因而提出假设3:国家股比例与公司业绩成负相关关系.在中国,法人股不能流通,但可以协议转让,具有较强的稳定性,法人股股东不以追求市场短期差价为目的,而更关注公司中长期的经营发展情况,以求得良好的股利回报为目的.因此,法人股比国家股更具有“经济人”人格化的特征.

由而提出假设4:法人股比例与公司业绩成正相关关系.在中国,流通股比例较小,外部资本市场不发达,大多数流通股持有者追求的是短期股票买卖差价,具有很强的投机性,他们一般不参与股东大会,对公司经营不感兴趣,因而,流通股比例与公司业绩之间不存在相关关系.

## 3 实证研究设计

### 3.1 研究样本和数据

股权结构对公司业绩的影响,往往是通过公司决策权力的不同分配而引起的,需要一段时间的经营来反映,因此不宜选用新股或者次新股作为研究对象.同时,由于不同时期的上市公司在市场环境、宏观经济条件等其他影响公司业绩的因素方面可能大相径庭,从而带来统计上的“噪音”,因而选取的样本公司应该在上市时间上具有一定的可比性.综合考虑以上两个因素,文中选取1998~1999年间新上市的171家A股公司(在1998~1999年新上市的公司共有204家,在剔除金融性企业、含外资股的企业和ST、PT公司后,共171家)在2001~2003年度的业绩和股权结构作为研究对象,在剔除相关的极端值后,样本公司的具体分布为,2001年150个,2002年168个,2003年168个,共得样本观测值486个.

### 3.2 变量描述

文中选用Tobin's Q值作为内生变量,外生变量主要包括股权结构变量和公司治理变量两大类.同时,选用公司规模、资本结构作为控制变量,具体研究变量及定义见表1.

表1 变量定义

变量	变量定义
内生变量	Tobin's Q 公司资产的市场价值与其重置成本之比率.公司资产的市场价值,用流通股的市场价值与非流通股和负债的帐面价值表示,公司资产的重置价值,用公司帐面价值代替.
	SSP 国家股比例.
股权结构变量	LSP 法人股比例.
	CSP 流通股比例.
	Herf3 前3大股东持股比例平方和的平均数,代表股权集中度.
	CR1 公司第一大股东持股比例.
	CR1/CR2 第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比.
FDEX 公司第一大股东的性质,哑元变量,第一大股东为国有资产管理局,则取0,第一大股东为国有法人,则取1,第一大股东为非国资局和国有法人企业,则取2.	

续表 1

变量	变量定义
公司治理变量	CEOisbc
哑元变量, 如果董事长兼任总经理, 取值为 1; 否则, 取值为 0.	
控制变量	Inddiretop
独立董事人数占董事会总人数之比.	
控制变量	Lnsiz
公司年末总资产的对数.	
控制变量	Finaleve
公司年末负债总额与年末总资产之比.	

### 3.3 描述性统计

笔者从以下 2 个角度对股权结构与公司业绩之间的关系进行描述性统计研究:

1) 股份比例分析: 根据 Leech 和 Leahy (1991) 的分析, 如果第一大股东的表决权比例超过 20%, 则在表决权争夺中, 就比较容易赢得大多数其他股东的支持, 处于优势表决权地位. 而当第一大股东的持股比例达到 50% 以上时, 就对公司具有绝对的控股权. 同时, 不同性质的股东对公司业绩的影响是不同的. 依此分析, 笔者将第一大股东持股比例、国家股比例、法人股比例分为 0~20%、20%~50%、50% 以上 3 个区间, 见表 2.

2) 股权集中度: 以全部样本公司的 Herfi3 指标的中位数作为分界线, 将公司划分为股权集中度较高和股权集中度较低两组, 比较其公司业绩指标之间的关系. 见表 3.

表 2 股份比例区间分析

股份比例区间/%		0—20	20—50	50—100
第一大股东	Tobin's Q 值均值	1.108 2	1.187 39	1.146 3
	Tobin's Q 值中值	1.049 0	1.116 2	1.102 8
国家股	Tobin's Q 值均值	1.207 5	1.202 5	1.087 3
	Tobin's Q 值中值	1.130 5	1.115 6	1.075 1
法人股	Tobin's Q 值均值	1.070 9	1.282 9	1.299 0
	Tobin's Q 值中值	1.055 2	1.239 8	1.246 5

表 3 股权集中度分析

Herfi3	<0.281 96	>0.281 96
Tobin's Q 值均值	1.146 74	1.167 74
Tobin's Q 值中值	1.073 30	1.130 94

从表 2 可以看出, 当第一大股东的持股比例在 20%~50% 之间时, Tobin's Q 值最大, 表明当第一大股东的持股比例适中时, 最利于企业的经营发展, 验证了假设 1. 随着企业国家股比例的增加, Tobin's Q 值越来越小, 这说明国家股比例的增大不利于企业的经营管理, 验证了假设 3. 从表 5 可以看出, Tobin's Q 值随着法人股股东持股比例的增加而增加, 说明在国有法人股东在企业经营中起到了积极的作用, 验证了假设 4.

由表 3 可以得到, 股权集中度低的公司业绩明显低于股权集中度高的公司业绩, 这说明在中国股权集

中对公司的经营发展是适合的, 验证了假设 2.

## 4 实证

### 4.1 第一大股东持股比例与公司业绩

从散点图分析预测, 第一大股东的持股比例与公司业绩之间可能存在二次方关系, 于是建立模型 (1) 来进行分析:

$$\text{Tobin's } Q = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CR}_1 + \alpha_2 \text{FDEX} + \alpha_3 \text{CR}_1^2 + \alpha_4 \text{CEOisbc} + \alpha_5 \text{Inddiretop} + \alpha_6 \text{Lnsiz} + \alpha_7 \text{Finaleve} + \varepsilon \quad (1)$$

由表 4 模型 (1) 结论可以得知, 第一大股东持股比例与公司业绩呈显著的二次方关系. 这也就说明, 第一大股东的持股比例过高或者过低, 都不利于企业的经营运行, 只有第一大股东持股比例适中时, 才能既有效杜绝一股独大现象, 又有利于股东间的相互制衡, 遏制内部人控制, 进而提高公司业绩和公司价值, 这就验证了假设 1 的正确性.

### 4.2 股权集中度与公司业绩

笔者建立模型 (2) 来探讨股权集中度与公司业绩之间的关系:

$$\text{Tobin's } Q = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Herfi3} + \alpha_2 \text{CEOisbc} + \alpha_3 \text{Inddiretop} + \alpha_4 \text{Lnsiz} + \alpha_5 \text{Finaleve} + \varepsilon \quad (2)$$

表 4 回归结果

自变量	Tobin's Q	
	模型 (1)	模型 (2)
Constant	8.754(3.603)***	8.317(6.224)***
Herfi3		0.538(4.076)***
CR1	15.395(0.138)	
CR1 <sup>2</sup>	-20.372(-3.083)***	
FDEX	-0.182(-0.650)	
CEOisbc	-0.172(-0.636)	-0.084(-0.395)
Inddiretop	-1.537(-3.724)***	-1.576(-4.014)***
Lnsiz	-0.671(-3.647)***	-0.664(-4.176)***
Finaleve	-0.790(-2.391)**	-0.822(-2.639)**
AdjR <sup>2</sup>	0.622	0.633
F 统计值	13.480	19.308

注: 表中变量右上角标 \*\*\* 表示显著性水平为 1%, \*\* 表示显著性水平为 5%, \* 表示显著性水平为 10%.

由表 4 模型 (2) 结论可以看出, 前 3 大股东的持股平方的平均数与公司业绩呈现显著的正相关关系, 这也就是说, 在中国现有的股权性质下, 股权集中有助于公司的经营发展. 这是因为中国的证券市场还不很发达, 公司小股东为监督公司的经营而收集信息、举手投票的成本过高, 因而小股东放弃自己的监督投票权是明智的选择. 若小股东过多, 在中国相关法律法规不够完善的情况下, 将会造成无人监督经理人的“内部

人控制”现象,损害公司及股东利益,而股权集中有助于公司经营业绩的提高,验证了假设2.

### 4.3 股东性质与公司业绩

为了进一步研究股权结构与公司业绩之间的关系,在借鉴国内外研究的基础上,建立如下的回归模型来探讨不同的股权性质与公司业绩之间的关系:

$$Tobin's Q_i = \alpha_0 + \alpha_1 ISP + \alpha_2 CEOisbc + \alpha_3 Inddiretop + \alpha_4 Lnsiz + \alpha_5 Finaleve + \varepsilon \quad (3)$$

ISP: 股东性质变量,分别用 SSP、LSP、CSP 来代替.

表5 股东性质与公司业绩回归结果

自变量	Tobin's Q		
Constant***	10.591(7.705)	11.055(7.748)	9.255(5.464)
SSP***	-0.051(-2.764)		
LSP***		0.603(2.970)	
CSP			-0.993(-0.742)
CEOisbc	0.097(0.538)	0.085(0.484)	-0.004(-0.022)
Inddiretop***	-1.312(-3.518)	-1.303(-3.537)	-1.508(-3.812)
Lnsiz***	-0.930(-5.194)	-0.941(-6.090)	-0.73(-4.647)
Finaleve***	-0.780(-2.764)	-0.812(-2.970)	-0.757(-2.364)
AdjR <sup>2</sup>	0.684	0.690	0.637
F统计值	23.905	24.615	19.636

注:表中变量右上角标\*\*\*表示显著性水平为1%,\*\*表示显著性水平为5%,\*表示显著性水平为10%.

由表5可以看出,在不考虑股权集中度的情况下,国家股与公司业绩成显著负相关关系,这说明国家股股东在企业的经营中没有起到良好的监督管理作用,导致经营业绩不高,这与前面的理论分析一致,验证了假设3的正确性.法人股和公司业绩之间的关系,成显著的正相关关系,这说明法人股对公司的监督和治理起到了较好作用,验证了假设4的正确性.而流通股比例则与公司业绩之间的关系不显著.

### 4.4 全部因素回归

最后,将以上考察的因素归于一个模型中,得到:

$$Tobin's Q_i = \alpha_0 + \alpha_1 ISP + \alpha_2 FDEX + \alpha_3 CR_1 + \alpha_4 FDEX + \alpha_5 CR_1^2 + \alpha_6 CEOisbc + \alpha_7 Inddiretop + \alpha_8 Lnsiz + \alpha_9 Finaleve + \varepsilon \quad (4)$$

注:ISP分别用 SSP、LSP 和 CSP 来表示.

表6 全部因素回归结果

自变量	Tobin's Q		
Constant***	11.677(5.504)	12.142(5.602)	9.293(4.315)
SSP	-0.233(-1.226)		
LSP		0.309(1.517)	
CSP			2.123(1.367)
Herf3***	0.583(4.160)	0.552(4.185)	0.528(5.319)
CR1	14.039(1.120)	13.747(1.044)	15.004(1.424)
CR1 <sup>2</sup> ***	-21.409(-3.338)	-20.752(-3.277)	-27.587(-4.475)
FDEX	-0.979(-0.706)	-0.975(-0.719)	-0.953(-0.608)

续表6

自变量	Tobin's Q		
CEOisbc	0.135(0.616)	0.133(0.613)	0.072(0.325)
Inddiretop***	-0.985(-2.873)	-0.970(-2.864)	-1.186(-3.462)
Lnsiz***	-1.213(-6.788)	-1.235(-6.926)	-1.121(-6.686)
Finaleve**	-0.115(-2.354)	-0.083(-2.257)	-0.167(-2.528)
AdjR <sup>2</sup>	0.768	0.772	0.770
F统计值	20.512	20.958	20.716

注:表中变量右上角标\*\*\*表示显著性水平为1%,\*\*表示显著性水平为5%,\*表示显著性水平为10%.

从总体回归模型的结果来看,股权集中度、第一大股东持股比例平方和、独立董事比例以及公司规模变量与公司业绩显著相关.其中股权集中度与公司业绩显著正相关,第一大股东持股比例平方和、独立董事比例以及公司规模变量与公司业绩显著负相关.

股权集中度与公司业绩正相关,说明在中国转轨经济的特殊条件下,股权越集中越有利于公司的经营决策及监督管理.而第一大股东的持股比例并不是越大越好,应是有一个最优的区间,第一大股东持股比例过高或者过低都不适合中国的特殊国情.因而我们认为,当第一大股东持股比例适中而第二大、第三大股东持股比例尽量大时,对公司经营业绩的改善将起到较好的作用.

独立董事比例与公司业绩负相关,这说明中国的独立董事制度还很不完善,独立董事仅作为公司的“花瓶”,并没有真正发挥作用.虽然中国独立董事人数在2002年增加到15%-20%,2003年增加到33%,但这种趋势不是企业因自身需要而产生的,而是由国家的政策推动而形成,设立独立董事并未起到规范企业经营业绩决策从而提高公司业绩的作用,这种负相关关系,从表面上看似乎令人费解,但置身于样本数据的会计期间,不难发现,这种负相关关系的根源在于样本数据会计期间总体经营业绩下滑的趋势.

公司规模与公司业绩之间成负相关关系,也就是说企业规模越大,公司业绩越差,这说明中国企业对于资产的整合管理能力不强,当企业规模扩大时,无力对之进行有效的管理.另一方面,企业规模扩大使得经理人员的控制力增加,经理们获得自益行为的机会增多,股东财富受保护的程序就相应变弱,这也反映了企业的公司治理还不够完善.

## 5 结论

中国目前股份公司的股权结构不是市场竞争的结果,而是在政府指导下形成的,应对其进行优化,使之最终达到由少数“人格化”股东联盟控制的局面.文中实证研究表明,中国上市公司的股权结构与公司业绩

之间有着密切的联系,主要结论如下:

- 1) 国家股比例与公司业绩成负相关关系,法人股比例与公司业绩成正相关关系;
- 2) 股权集中度较高,公司业绩较好;
- 3) 第一大股东的持股比例在一定范围内公司业绩最佳.

因而,结合中国上市公司现有的股权结构,笔者认为,应当适当减少国家股的持股比例,增大法人股的持股比例,控制第一大股东的持股比例,并同时增加第二、三大股东的持股比例,此措施将有助于改善中国企业的公司治理结构,有助于形成有效的大股东之间的相互制衡和对经理人员的控制,进而最终改善中国公司的经营业绩,促进证券市场健康发展和国民经济的高效运行.

#### 参考文献:

- [1] 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.
- [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[J]. 改革,1997,(5):28-30.

- [3] 郑德理,沈华珊. 股权结构与公司治理——对我国上市公司的实证分析[J]. 中山大学学报(社会科学版),2002,42(1):111-121.
- [4] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究,2000,(3):32-39,64.
- [5] 徐晓东,陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业绩效的影响[J]. 经济研究,2003,(2):64-74.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 刘芍佳,孙霏,刘乃全. 终极股权、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究,2003,(4):51-61.
- [9] XIAONIAN XU, YAN WANG. Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies[J]. China Economic Review, 1999,(10):75-98.
- [10] JOHNSON S R, LA PORTA F, Lopaz-De-Silanes A, Shleifer, Tunnelling[J]. American Economic Review, 2000,(90):22-27.

## Empirical Study on Corporate Ownership Structure, Performance and Governance

ZHANG Guo-lin<sup>1</sup>, ZENG Ling-q<sup>2</sup>

(1. Southwest University of Political Science and Law; 2. Chongqing University, Chongqing 400030, China)

**Abstract:** Based on the samples of 171 listed companies in Shenzhen and Shanghai stock markets, the paper mainly focuses on the relation between the corporate ownership structure and corporate performance. The result shows that there are negative correlation between state ownership and corporate performance, and positive correlation between legal person ownership and corporate value, there are better corporate value in the higher centralized ownership company, and the corporate value will be improved when the biggest shareholder have proper shares.

**Key words:** corporate ownership structure; corporate performance; corporate governance

(编辑 刘道芬)