

上市公司股权结构对公司绩效的影响

李晓纯 徐颖涛 田艳芬

(吉林大学商学院, 长春, 130012)

摘要: 本文通过对股票市场和上市公司股权结构论述, 分析了国家股、国有法人股和流通股的构成比例对公司业绩的影响, 得出了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以及股权集中度较高, 公司业绩较好, 第一大股东的持股比例在一定范围内公司业绩最佳的结论。

关键词: 股权结构 公司绩效 上市公司

中图分类号: F224.0

文献标识码: A

一、引言

关于上市公司股权机构问题已经有一套比较成熟的理论, 在国外, 代表性的观点有 Easterbrook 等(1984)提出的通过资本市场传送信号机制实现公司治理, Jensen 和 Meckling(1976)¹的观点, 内部股东的持股比例越高, 其利益与公司的利益就越一致, 因而越有动力去监督经营者, 而且愿意为此付出高的监督和激励成本。Shleifer 和 Vishny(1986)构建了一个模型说明, 标购者成功接管公司的先决条件是取得公司的大股东地位。大股东所施加的潜在接管威胁作为一种有效的监督机制发挥作用。分散小股东无法从成本昂贵的监督中获益, 而大股东却可以。因此, Shleifer 和 Vishny(1987)²认为: 在其他条件相同的情况下, 大股东的存在对公司价值有正效应。在股权相对分散的情况下, 股东出于“理性的无知”而采取“搭便车”行为。依照这样的逻辑, 提高大股东的持股比例, 使股权相对集中, 就可以提高股东的监控动力。从这个角度讲, 大股东的存在有利于公司价值的增加。Grossman 和 Hart(1980)认为监督是要付出成本的, 由于存在“搭便车”问题, 分散的小股东没有动力去监督经理人员。Stigler 和 Friedland(1983)发现管理者控制的公司与所有者控制的公司, 在获利能力上没有什么区别。

在国内, 孙永祥、黄祖辉(1999)³, 张银阶(2002), 肖继明(2002), 姜冰雨等(2000)都认为股权过于集中, 大股东很可能利用手中的控制权掠夺其他的小股东, 不利于上市公司治理效率的提高和上市公司业绩的改进; 股权过于分散, 所有股东持股量少, 容易形成搭便车机制, 导致对管理层的监控失效, 形成管理层内部人控制, 同样不利于上市公司治理效率的提高和上市公司业绩的改进。王永顺(2002)认为国有股“一股独大”⁴的股权结构与内部人控制是导致公司治理结构失效、资本所有者权益受损的深层原因。许小年(1997)⁵对沪深两市上市公司的经验研究结果表明, 国有股比例越高的公司, 绩效越差; 法人股比例越高的公司, 绩效越好; 个人股比例与企业绩效基本无关。施东晖⁶(2000)的实证分析证明了国有股东和流通股股东在公司治理中的低效率和消极作用, 其持股比重与公司绩效之间并没有显著关系, 法人股东在公司治理中的作用则根据持股水平而定。刘国亮(2000)、许小年等(1997)发现国有股所占比例对净资产收益率、总资产收益率有负的影响。张宗益、宋增基(2003)⁷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。

二、上市公司的股权结构对公司绩效的影响

(一) 股权集中度与公司绩效的关系

公司绩效一般是指一定经营期间的企业效益和经营者业绩。企业经营效益主要表现在盈利能力、

资产运营水平、偿债能力与后续发展能力等企业内部效益方面和社会效益。公司绩效可以采取多种指标,比如资产收益率、主营业务利润率等财务指标以及成长性指标来评价,同时应该注意综合的运用这些指标。

关于股权集中度与公司绩效的关系的国外研究情况, Morcketal(1988)用托宾 Q 值作为公司绩效指标,用管理者股份比例作为股权结构指标,对 1980 年财富 500 强企业进行了回归分析,认为管理者持股比例的变动对公司绩效在不同的股权结构区域有不同的影响。McConnell 和 Servaes(1990)研究了托宾 Q 值与内部股权比例之间的关系发现,两者之间有曲线关系"内部股份比例低于 40%-50%时,两者呈同向变化关系;内部持股超过这一比例界限后,两者之间又呈反向变化关系。

Demsetz 和 Lehn(1985)⁸的实证分析没有发现利润率与前 5 股东持股比例之间存在线性回归关系。他们用 1980 年美国 511 家公司的会计利润率之间不存在显著的相关关系。McConnell 和 Servaes(1990)也发现,“托宾的 Q”值与大股东持股比例之间没有显著的相关关系。

国内研究情况,于东智(2001)认为股权集中度越高的企业,绩效越好,国有股比例、法人股比例、可流通 A 股比例与公司绩效正相关;职工股比例与公司绩效负相关,但是它们都未通过 5%和 1%水平的显著性检验。孙永祥、黄祖辉(1999)通过对股权结构影响公司治理机制,进而影响公司绩效的分析,认为有一定的集中度、有相对的控股股东并且有其他大股东存在的股权结构,总体上最有利于公司业绩的提高。许小年和王燕(1999)对 1993-1995 年 300 多家上市公司的分析表明,前 5 大股东和前 10 大股东持股比例与公司绩效(市值与账面值的比值、权益报酬率)正相关,但净资产收益率、总资产收益率与 A5、A10 之间的关系不显著。

纵观中外学者对于股权结构与公司绩效关系问题的研究有两种相对立的观点:一种认为两者之间存在显著相关关系;另一种否认两者之间具有相关关系。第一种观点又分为两种情况,有的学者认为股权结构影响公司绩效,有的学者认为是公司绩效影响股权结构而非相反。我们以为,股权结构与公司绩效之间是有关系的,但这种关系至多是一种相关关系而不能说是严格的因果关系,即不能认为股权结构集中(或分散)必然能导致公司绩效好(或差)。

(二) 国有股与公司绩效的关系

袁国良等(2000)认为,国有股在上市公司中占主导地位,导致上市公司管理层运作总体上处于改制前的机制。许小年等(2000)认为,政府在企业中的利益是国有资产保值增值目标可能会与其他股东的利益产生冲突。刘国亮(2000)、于东智(2001)发现净资产收益率与法人股所占比例之间关系不显著。陈晓和江东(2000)⁹首先把上市公司按竞争程度的不同划分为竞争性强的行业和有垄断色彩的行业两种情况,然后进行分行业回归分析。结果表明,在竞争性行业中,国有股比例与上市公司的业绩负相关,流通股比例与上市公司的业绩正相关,法人股比例与上市公司的业绩正相关,但是这些结论对于具有垄断竞争性色彩的商业行业和自然垄断性色彩的公用事业行业不成立。图 2-3 显示了沪深 300 指数成分股公司国有股占比情况。

(三) 法人股与公司绩效的关系

许小年等(1999)认为,法人股东不仅有动机,而且有足够的力量来监督和控制企业管理人员,因此,公司绩效与法人股正相关。但实证检验的结果是不一致的。许小年等发现公司绩效与法人股所占比例之间呈 U 形关系,当法人股东的持股比例大约为 33%时,公司绩效值最小。袁国良(2000)等发现净资产收益率与法人股所占比例之间几乎没有什么相关性。朱武祥和宋勇(2001)¹⁰通过对我国家电行业上市公司(1994-2001 年,共 21 家公司)的实证分析得到了不同的结果:公司价值与公司股权的集中度无显著相关关系,与公司股权构成也无关,国家股、法人股或外部公众股东对上市公司治理和管理行为及其经营业绩都缺乏影响力。

三、上市公司的股权结构对公司绩效的实证分析与结论

(一) 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；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。

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，过度分散的股权不利于公司经营，会降低公司的价值。一方面，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；另一方面，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。因而提出假设1：当第一大股东持股过高，将影响企业业绩的提高。

中国上市公司股东按股权性质的不同对于公司经营所起的作用是不同的。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2：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。因而提出假设3：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。

(二) 实证研究设计

由于沪深300指数选取综合反映在上海、深圳证券交易所上市的最具代表性——主要表现为市值规模大和流动性强的300只股票作为样本股，其代表性被理论界和市场广为接受。选取沪深300指数成分股作为研究样本。剔除由于要约收购将终止上市而被剔除出样本的齐鲁石化、石油大明、扬子石化和中原油气四家公司，具体分布为2004年300只，2005年296只股票。

文中选用净资产收益率(ROE)和每股收益(R)值作为内生变量，外生变量主要包括国家股比例(SSP)、法人股比例(LSP)、流通股比例(CSP)、第一大股东持股比例(CR1)和公司第一大股东性质(Char：为哑变量，第一大股东性质为国家股，法人股和非前面两类分别取值0、1和2)；另外，由于公司股权结构对绩效的影响取决于系统效应，所以将公司规模(Lnsize，本文取公司年末总资产的自然对数)设定为控制变量以评估股权结构本质上的效应。

(三) 实证分析

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(2.1)和模型(2.2)来进行分析：

$$R = a_0 + a_1 CR1 + a_2 char + a_3 CR1^2 + a_4 \ln size + \varepsilon \quad (2.1)$$

$$ROE = a_0 + a_1 CR1 + a_2 char + a_3 CR1^2 + a_4 \ln size + \varepsilon \quad (2.2)$$

由表1模型(2.1)和(2.2)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，这就验证了假设1的正确性。

表 1 回归结果

自变量	公式 2.1	公式 2.2
	R	ROE
CR1**	9.122(-4.442)	11.328 (3.826)
CR1^2**	-15.929(2.082)	-13.81 (-3.413)
Char**	-0.064(3.780)	-0.089 (4.072)
Insize**	-0.744 (2.714)	0.928 (2.563)
AIC	-8.797	-10.185
SC	-7.269	-8.87

注：表中变量右上角标**表示显著性水平为 5%。

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(2.3)和(2.4)。其中：ISP 为股东性质变量,分别用 SSP、LSP 和 CSP 来代替。

$$R = a_0 + a_1 ISP + a_2 \ln size + \varepsilon \quad (2.3)$$

$$ROE = a_0 + a_1 ISP + a_2 \ln size + \varepsilon \quad (2.4)$$

由表 2 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呈显著负相关关系,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 2 的正确性。法人股和公司业绩之间的关系,呈显著的正相关关系,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 3 的正确性。而流通股比例则与公司业绩之间的关系不显著。

表 2 回归结果

自变量	公式 2.3	公式 2.4
	R	ROE
SSP**	-0.165(-4.153)	-4.235(4.025)
Lnsizæ**	0.914(3.471)	2.276(8.146)
AIC	-7.176	-6.835
SC	-11.875	-10.715
LSP**	1.176(3.113)	8.109(3.994)
Lnsizæ**	0.915(-2.165)	1.523(4.128)
AIC	-11.196	-6.829
SC	-7.905	-9.765
CSP**	-0.994(3.543)	-0.002(4.128)
Lnsizæ	0.433(2.714)	2.113(2.072)
AIC	-12.146	-11.899
SC	-10.875	-9.715

注：表中变量右上角标**表示显著性水平为 5%。

(五) 结论

以上的实证研究表明,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呈负相关关系,法人股比例与公司业绩呈正相关关系;
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。

参考文献:

- [1] Jensen Michael C.William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 303-360.
- [2] Shleifer A..R.W.Vishny.A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1997, (52): 737-783.
- [3] 孙永祥,黄祖辉“上市公司的股权结构与绩效”,《经济研究》,1999, (12): 23-30。
- [4] Porta ,Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (简称 LLSV) 认为股权集中、公司存在控股股东对上市公司经营绩效及价值的影响是正反两面的。
- [5] 许小年,以法人机构为主体建立公司治理机制和资本市场改革[J],1997, (5):28-30。
- [6] 施东晖,股权结构、公司治理与绩效表现,世界经济[J], 2000, (12):15-23。
- [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] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership ;causes and consequences[J].Journal of Corporate Finance,1985.37-53.
- [9] 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):24-28.
- [10] 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.
- [11] 何涛、陈小悦,中国上市公司送股、转增行为初探[J],金融研究,2002(9):15-32.
- [12] 唐国正,股权二元结构下配股对股权价值的影响[J], 经济学季刊,2004(4):23-30.
- [13] 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):43-51
- [14] 陈蓉,国外认股权理论与实践研究综述,全国金融理论高级研讨会(论文集), 2003年11月
- [15] 姜冰雨、李伟,上市公司的股权结构与治理效率分析, 2000(6):32-38。

The Impact of Listed Companies Ownership Structure on Corporate Performance

Li Xiao-Chun Xu Ying-Tao Tian Yan-Fen

(Business School of Jilin University, Changchun, 130012)

Abstract: In this paper, we state the stock market and the structure of listed company shares, and analyze the effect of proportion of state shares, state-owned legal person shares and circulation shares of the company on the performance, come to the conclusion that country shares have a negative correlation on the performance, and corporate shares has a positive correlation on the performance and the higher is concentration of ownership,

better performance has the company. When the performance largest shareholder equity ratio is within a certain regime, the company has the best performance.

Key words: Companies Performance; Equity Structure; Listed Companies

收稿日期: 2007年5月16日

作者简介: 李晓纯(1974—)女 吉林省长春人 吉林大学商学院数量经济学专业博士研究生 研究方向:数量经济学, 通讯地址:长春市前进大街2699号吉林大学商学院, 130012, 联系电话:0431-5166334(办) 电子邮件:adbell@163.com。徐颖涛(1968—)男 吉林省长春市人 吉林大学商学院数量经济学专业博士研究生。田艳芬(1979—)女 辽宁省沈阳市人 吉林大学商学院数量经济学专业博士研究生。

¹ Jensen Michael C. William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 303-360. [1]

² Shleifer A..R.W.Vishny.A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1997, (52): 737-783.

³ 孙永祥,黄祖辉“上市公司的股权结构与绩效”,《经济研究》,1999,(12): 23-30。

⁴“法与金融”学派 Porta ,Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (简称LLSV)认为股权集中、公司存在控股股东对上市公司经营绩效及价值的影响是正反两面的。

⁵许小年,以法人机构为主体建立公司治理机制和资本市场改革[J],1997,(5):28-30。

⁶施东晖,股权结构、公司治理与绩效表现,世界经济[J],2000,(12):15-23。

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 Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership ;causes and consequences[J].Journal of Corporate Finance,1985.37-53.

⁹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):24-28.

¹⁰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.