重庆师范大学硕士学位论文

制造业上市公司混合股权结构对公司绩效的影响

硕士研究Th：李伟民 指导教师：朱勇 教 授学科专业：管理科学

所在学院：经济与管理学院

重庆师范大学

2016 年 5 月

A Thesis Submitted to Chongqing Normal University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Master

**Influence of manufacturing industry listing Corporation mixed ownership structure on Corporate Performance**

Candidate：LI Wei-min Supervisor: ZHU Yong Professor Major：Management Science

College：College of Economics & Management

Chongqing Normal University

May，2016

制造业上市公司混合股权结构对公司绩效的影响

摘 要

股权结构对公司治理具有基础性作用，分配企业的所有权和控制权，股权结构的合理与否关系着公司绩效的提高。随着国企改革的不断深化，混合所有制改革越来越受到关注。在此大背景下，选取我国国有制造业上市公司为研究样本，研究制造业上市公司股权结构与公司绩效之间的关系，从而提出优化股权结构的建议。

首先，总结分析了现行的国内外有关研究综述，再从产权理论、两权分离理论以及委托代理理论等公司治理理论在理论层面解释了了股权结构与公司绩效之间的关系。然后，选取样本公司六个年度的数据分析了制造业上市的现状，此外，针对各个企业成长性不同的状况，引入的成长性综合指标来衡量企业的成长性。随后通过实证分析，得出结论：（1）股权集中度与公司绩效两变量之间存在倒“U”型的关系；（2）国有股比例“一股独大”现象有所改善，但适当国有股比例有利于企业绩效；（3）法人股比例与公司绩效存在相关关系，法人股持股比例应有所加强。（4）公众股比例与公司绩效之间存在着微弱的负相关关系；（5）管理层持股比例的提高有利于企业绩效的增强，但持股比例要合理。结合上述结论，本文在最后提出了一些进一步优化我国制造业上市公司绩效的合理建议。

关键词：混合所有制；制造业上市公司；股权结构；公司绩效

I

**Effect of mixed ownership structure manufacturing listed companies on corporate performance**

**Abstract**

Ownership structure on corporate governance plays a fundamental role in allocation of ownership and control of enterprises, shareholding structure is reasonable or not directly related to improve corporate performance. With the deepening of the reform of state-owned enterprises, mixed ownership reform wins more and more attention. In this backdrop, we select Chinese manufacturing listed companies as samples to study the relations between manufacturing listed companies ownership structure and corporate performance and to propose to optimize equity structure.

First, we analyzed the current review about research at home and abroad, and according to property rights theory, the theory of the separation of ownership and principal-agent theory, we explain the relationship between ownership structure and corporate performance in the theoretical level. Then, manufacturing listed company data for six years are selected to analyze the company's status quo, in addition, for each of the business growth of different situations, the introduction of a comprehensive indicator to measure the growth of business growth. Followed by empirical analysis, we concluded that: (1) exists between ownership concentration and corporate performance relationship inverted" U" shaped; (2) state-owned shares" dominance" phenomenon has improved, but the state-owned shares ratio should reasonable in favor of corporate performance; (3) the existence of the correlation between corporate performance and the proportion of corporate shares, corporate shares shareholding ratio should be strengthened. (4) between corporate performance and the proportion of tradable shares exist a weak negative correlation; (5) a higher proportion of managerial ownership is conducive to enhancing enterprise performance, but the stake should be reasonable. Combined with the above conclusions, the paper concludes with some reasonable suggestions for further optimization of the manufacturing performance of listed companies.

**Keywords**: mixed ownership; Manufacturing listing Corporation; Ownership structure; Corporate performance

II

目 录

[摘 要](#_Toc686945269) 2

**[Abstract](#_Toc686945270)** 3

[1 绪论](#_Toc686945271) 5

[1.1 研究背景与意义](#_Toc686945272) 5

[1.1.1 选题背景](#_Toc686945273) 5

[1.1.2 研究意义](#_Toc686945274) 5

[1.2 国内外研究现状](#_Toc686945275) 5

[1.2.1 国外文献研究综述](#_Toc686945276) 5

[1.2.2 国内文献研究综述](#_Toc686945277) 6

[1.2.3 文献研究评价](#_Toc686945278) 6

[1.3 论文的研究思路与框架结构](#_Toc686945279) 6

[1.4 论文的创新之处](#_Toc686945280) 7

[2 股权结构与公司绩效的相关理论](#_Toc686945281) 8

[2.1 相关概念表述](#_Toc686945282) 8

[2.1.1 混合所有制](#_Toc686945283) 8

[2.1.2 股权](#_Toc686945284) 8

[2.1.3 股权结构](#_Toc686945285) 9

[2.1.4 公司绩效](#_Toc686945286) 9

[2.2 股权结构与公司绩效的相关理论](#_Toc686945287) 10

[2.2.1 产权理论](#_Toc686945288) 10

[2.2.2 两权分离理论](#_Toc686945289) 10

[2.2.3 委托—代理理论](#_Toc686945290) 10

[2.3 股权结构对公司绩效影响的理论分析](#_Toc686945291) 10

[2.3.1 股权属性对公司绩效的影响](#_Toc686945292) 10

[2.3.2 股权集中度对公司绩效的影响](#_Toc686945293) 11

[2.3.3 管理层持股比例对公司绩效的影响](#_Toc686945294) 11

[3 制造业上市公司股权结构与公司绩效的现状](#_Toc686945295) 12

[3.1 制造业上市公司股权结构基本特征分析](#_Toc686945296) 12

[3.1.1 股权属性的分布状况](#_Toc686945297) 12

[3.1.2 股权集中状况](#_Toc686945298) 13

[3.1.3 管理层持股状况](#_Toc686945299) 14

[3.2 股权结构和公司绩效的统计分析](#_Toc686945300) 16

[3.2.1 股权属性和公司绩效的统计分析](#_Toc686945301) 16

[3.2.2 股权集中度、制衡度和公司绩效的统计分析](#_Toc686945302) 16

[3.2.3 管理层持股和公司绩效的描述性统计分析](#_Toc686945303) 17

[4 上市公司股权结构与公司绩效的实证分析](#_Toc686945304) 18

[4.1 建立理论假设](#_Toc686945305) 18

[4.1.1 股权性质与公司绩效](#_Toc686945306) 18

[4.1.2 股权集中度与公司绩效](#_Toc686945307) 18

[4.1.3 管理层持股比例与公司绩效](#_Toc686945308) 18

[4.2 样本选择和数据来源](#_Toc686945309) 18

[4.2.1 样本选择](#_Toc686945310) 19

[4.2.2 数据来源](#_Toc686945311) 19

[4.3 变量设计](#_Toc686945312) 19

[4.3.1 被解释变量](#_Toc686945313) 19

[4.3.2 解释变量](#_Toc686945314) 20

[4.3.3 控制变量](#_Toc686945315) 20

[4.4 实证研究及解释](#_Toc686945316) 22

[4.4.1 公司成长性指标的确定](#_Toc686945317) 22

[4.4.2 股权性质与公司绩效的实证分析](#_Toc686945318) 27

[结果如下：](#_Toc686945319) 32

[5 结论与政策建议](#_Toc686945320) 45

[5.1 研究结论](#_Toc686945321) 45

[5.2 政策建议](#_Toc686945322) 45

[5.2.1 保持国有股的适当比例](#_Toc686945323) 45

[5.2.2 适当提高法人股比例](#_Toc686945324) 45

[5.2.3 保持合理的股权集中度](#_Toc686945325) 45

[5.2.4 慎重对待管理层的持股](#_Toc686945326) 46

[参考文献](#_Toc686945327) 46

[附录：作者攻读硕士学位期间发表论文及科研情况](#_Toc686945328) 47

IV

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与意义

### 1.1.1 选题背景

在今天，国企改革的不断深入，混合所有制经济并不是新生事物，而在20世纪80年代，混合所有制经济及其相关问题就曾被提及，“公有制经济不仅包括国有经济和集体经济，还包括混合所有制经济中的国有成分和集体成分”，这是混合所有制经济的雏形。

2013年11月15日，党的十八届三中全会《决定》明确提出要积极发展混合所有制经济，“国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式，有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力，有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济”。国有企业通过积极发展混合所有制，提升企业的治理水平，实现国有资产的增值保值目的。

国有企业在进行现代企业改造的同时，大多数的国有企业吸收了非国有或非公有的股份，完成了初步的公司制、股份制的改革，成为上市公司。他们逐步成为混合所有制企业。现代企业理论认为，“股权结构在公司治理结构中起到了基础性作用，股权结构通过公司治理机制来对公司绩效产生影响”。那么这些国有企业如何实现混改，国有股比例如何变化，到底达到怎么一个比例，其余的股权结构特征对企业绩效又是怎样一个影响？股东的构成及其制衡程度如何，对于公司绩效的影响意义重大。只有合理的股权结构，才能完善公司治理结构，并提升公司绩效。

当前，我国制造业出于瓶颈时期，制造业对于每一个人来说都不陌生，都跟我们的生活是息息相关。制造业自然是国民经济的主体，是立国之本、兴国之器、强国之基。特别是近年来，我国制造业所面临着的多重危机，势必逐渐成为关注的焦点，其中包括我们通常说的税务费用过高、劳动力成本的不断攀升、人民币升值问题等，其中最热的话题便是制造业产能过剩。在2015年5月8日中共中央明确提出“中国制造2025”，提出“明确加快制造业转型升级，全面提高发展

1

质量和核心竞争力，力争用十年时间，迈入制造强国行列。“那么相对应地，在这个紧要关头，新的挑战也孕育着新的公司治理问题，尤其是在混合所有制改革不断深化的关键时刻，基于目前制造业局势的话题热点，本文重点研究制造业上市公司股权结构与企业绩效之间的影响关系。

### 1.1.2 研究意义

《决定》指出：“鼓励发展混合所有制，鼓励非公有制企业参与国企改革，鼓励发展非公有制资本控股的混合所有制企业。实行混合所有制改革，在国有资本中引入社会资本，尤其是机构资本的加入，有利于改善”一股独大“带来的内部人控制和监管失效等问题”。究竟什么样的“混合所有”才能满足所谓的国企市场化的要求？混合所有制企业应当如何分配持股比例，才能实现企业利益最大化，国有控股在什么比例才能不断提高国有企业的价值，进而实现混改的目标，能够不断提升我国国企在国际上的竞争力和影响力。解决这些问题，对于国有企业改革具有重要的现实意义。在此背景下，研究我国制造业上市公司股权结构与公司绩效的关系，意义不同凡响。

明确“混合所有制是建立现代企业制度、现代国有企业制度的主要组织形式和实现形式，为公有制经济和非公有制经济的进一步发展提供新的空间”。代表先进生产关系的国有经济还不能适应当前的生产力发展水平，混合所有制的研究可能在将来一段时期会比较热门，这也能更好地促进经济社会发展。因此本文选取混合所有制的核心——合理的股权结构，股权结构可以通过企业的治理机制，来实现对企业经营的影响。合理的股权结构对于完善企业的治理机制，意义非凡。只有完善的公司治理机制才能够实现公司运营的有效性，使得公司能够取得良好的经营绩效。

## 1.2 国内外研究现状

### 1.2.1 国外文献研究综述

①线性关系

1）正相关

Berle和Means曾在1932年提出现代企业的两权分离观点。Berle和Means

（1932）提出，在股权分散的情况下，分散的小股东无法有力及监督对管理层的经营行为，那么经理就有可能出于“经济人”学说的考量做出侵害其他股东利益的行为，将会影响公司绩效的最优化。这意味着公司股权的分散会带来公司绩效的

2

降低[3]。Shleifer和Vishny（1986）认为尽管对于小股东而言，更加倾向于搭便车的行为，却对大股东来说，股价的上涨带来收益会产生足够的动力，去监督管理层人员的经营行为，从而传统代理问题会较好的得到解决，那么股权适度的集中度对于提高企业的治理效率是有效地，进而提高公司的价值[6]。Pedersen 和

Thomsen（1999）选取欧洲435家大公司作为研究对象，认为“企业的股权集中度与净资产收益率之间存在显著正相关关系。”[7]Makhija和Spiro在2000年选取捷克988家刚刚完成私有化的企业作为研究对象，认为外国投资者、内部人持股比例对于企业的股票价值有积极的促进效应，他们较其余投资者而言，较容易的发掘高利润的企业[5]。Steen Thomsen和Torben Pederse（2000）曾经以权变理论为基础，选取了欧洲十二个国家的433家公司为样本对象，提出结论：股权集中度与企业业绩之间存在正相关性[8]。Durnev和Kim也这么认为（2005），在企业的股权集中度较高的情形下，大股东霸占上市公司的成本就较高，这么说来就相应降低了大股东侵害中小股东利益行为的可能性[4]，与此同时，大股东可以形成对公司经理层的有效监督，因而股权集中度与公司绩效两者之间成正相关关系。Pederson [42]在2009年选取欧共体成员国的200多家公司作为样本，实证分析得出结论，“随着股权集中度的增加，上市公司绩效也随之明显增强。”Mitton在2012年以东亚地区近400家公司的数据[43]作为研究对象，分析发现，上市公司的绩效和股权集中度两者之间存在明显的正相关关系。

2）负相关

La Porta等（1999）考察了二十七国的公司股权结构，发现只有美英等国家的企业股权比较分散，大多数国家的股权集中度绝对或相对较高，而且控股股东可以通过优先投票权、交叉持股等这些不同的方式控制企业的运营。[9] Shleifer、

Vishny（1986）和La Porta等（1999）提出公司不同股东之间可能存在利益冲突。当小股东利益不能有效保护时，分散的股权结构在绩效方面要高于股权集中的企业。Stulz（1988）认为，较高的内部人持股的比例会使对手方收购者为了获得企业的控制权，恶意增加购买企业需要支付的溢价，这样看来，一旦对公司实现了有效控制，经理层人员往往沉溺于非价值最大化目标[12]。Johnson等（2000）以建立理论模型的方式，有效的证明了大股东存在侵占行为，认为外部非控股股东不能有效的阻止侵占行为的发生[10]。Lehmann和Weig（2000）的实证理论证实，股权集中度与企业绩效ROA和ROE之间存在负相关[11]。Thomsen、Pedersen和Kivst

（2006）选取美欧国家的企业在1988至1998年间的数据进行实证研究，发现持股比例与公司绩效之间存在显著的负相关关系[13]。

②非线性关系

还有一些学者认为股权结构与公司绩效两者之间存在的并不是简单地线性关系。

3

Edwards和Weichenrieder（1999）选取德国企业为样本数据，研究发现，对于私立企业大股东而言，股权集中度对绩效有正反两方面的效应影响，但正面效应反应很明显，从而有效的提升企业的市场价值[14]。Stulz（1988）的研究发现，提高内部股东持股比例可以有效的提高支付的溢价，然而比例过高会造成企业绩效的下降[16]。Morck、Shleifer和Vishny（1988）选取500强公司中的371家企业作为研究对象，研究发现内部人持股比例对托宾Q值的影响存在二次曲线关系，得到公司的价值与股权结构之间呈现倒U形[17]。Claessens等（2002）对东亚八个国家的1301家企业进行分析研究，发现在一定范围内，公司价值与现金流权呈正相关，然而当控制权过大超过现金流权时，便会降低公司价值[15]。

### 1.2.2 国内文献研究综述

我国已经有许多学者股权结构与经营绩效之间的关系进行研究。孙永祥和黄祖辉（1998）选择在1993年前上市的174家上市公司作为研究对象，结论发现，

“第一大股东的持股比例和公司业绩两者之间存在倒U型的曲线关系。[28]”张红军（2000）选取385家上市公司进行实证分析，发现前5大股东持股比例越高，公司价值就会增加[29]。陈小悦、徐晓东（2001）实证[30]认为，“在垄断行业，第一大股东持股比例与企业业绩正相关。”朱武祥、宋勇（2001）以我国家电行业上市公司作为研究对象[31]，研究表明，“公司股权集中度对企业价值没有显著影响，同时国家股、法人股和流通股股东也是如此。”高明华（2001）的研究结果发现，第一大股东持股比例与企业绩效两者没有显著的相关关系[23]。吴淑琨[35]（2002）通过研究发现，不同的类型的股权结构对企业经营绩效产生不同的影响，而且呈现非线性关系。宋敏等（2004）通过选取沪深两市一千多家上市公司连续三年的数据作为样本，控股股东持股比例对公司业绩的影响并不是线性的，而存在出监督和隧道效应二者并存的双重效应[24]。徐莉萍、辛宇、陈工孟（2006）通过研究表明，我国上市公司股权集中度与经营绩效两者之间呈正相关，而且在不同质的大股东中，这种关系也是存在的[36]。

牛春平选取创业板上市公司2010年年报数据为研究样本，研究发现第一大股东持股比例、机构持股比例与公司绩效之间均不存在显著的相关性，公司绩效与前五大股东持股比例、管理层持股比例存在正相关关系[25]。安烨、钟廷勇（2011）选取[40]沪深两交易所A股市场上的373家上市公司连续9年数据作为样本，研究表明，“股权集中度对企业绩效有着显著的促进作用，股权制衡度与公司绩效呈现显著的负相关关系。”朱雅琴[37]（2010）通过研究发现，控股股东之间的相互制衡有利于企业的经营绩效，但并不十分显著，认为股权制衡的程度还有待提高。

4

董骏豪（2010）统计了13篇文献的计量结果之后发现[38]，“股权性质包括国家股比例、法人股比例以及流通股比例，他们与公司绩效不存在相关性关系。”王红敏[33]（2013）以2010年至2012年沪深两市的上市公司为研究对象，结果发现：“国家股比例与公司绩效之间存在着显著负相关的关系；法人股比例与公司绩效之间存在着显著正相关的关系；社会公众股比例与公司绩效之间存在着微弱负相关的关系。”刘际陆[41]选取2007～2009年三年间174家A股民营上市公司作为研究对象，研究结果表明，“目标对象的股权集中度与公司绩效之间并无相关关系。”毛洪安和沈慧敏（2012）[26]选取2012年以前上市的280家创业板公司为研究对象，结论发现，“流通股比例和董事会规模均对公司绩效存在负相关影响，提高管理层持股比例可以有效地提高公司绩效。”陶然（2012）[39]选取2008—2010年间的137家房地产上市公司的面板数据作为研究对象，发现结论，适当的股权集中度可以提高房地产上市公司经营绩效，二者之间存在显著的正相关关系。徐文学、陆希希（2014）[32]以中国饮料制造业2010-2012年间相关数据为样本，研究发现：股权集中度与公司绩效呈正U型关系，公司绩效与股权制衡度间呈正相关关系，说明适度股权制衡能进一步促进公司绩效的提高。

王振ft，石大林，孙晨童（2014）[34]选取九年间716家上市公司为样本，结果显示：“股权结构与公司绩效之间存在动态内生性，当期股权结构、前期股权结构对公司绩效具有显著影响，而且前期公司绩效对当期股权结构具有反馈效应。”吴国鼎（2015）[27]利用我国Ａ股上市公2008-2012年的数据，发现：对于主板和中小板企业，企业实际控制人持股比例对于提高企业绩效存在积极的促进作用的，然而创业板企业来说，两者之间影响不显著。毛剑峰、杨梅、王佳伟

（2015）选取中国境内A股在2006-2012年这个时间段内非金融类上市公司的数据[44]，划分出不同的所有制形式，国有和非国有两种，研究发现，政府干预与企业绩效成负相关关系，特别是在国有企业中表现的更为显著，另外股权集中度对企业绩效具有积极的促进作用。方心童，高诚昊[45]（2015）选取我国上市城市商业银行从2009年开始连续4年间的数据，从EVA绩效考核角度出发，研究发现：我国城市商业银行的绩效水平创造不高，同时价值创造能力还需进一步加强。徐爱菲（2016）分别从竞争型、垄断性市场上遴选了50家上市企业作为研究对象

[46]，结果发现，在竞争型市场中，上市公司绩效和股权集中度之间不存在任何关

系，而在垄断型市场中，二者之间存在负二次曲线型的相关关系。林丽萍，蔡永林，廖妍（2015）以2012年以前在我国实施股权激励的66家创业板上市公司的数据为样本，实证结果表明：总体而言，创业板上市公司股权激励得效果不明显，两者之间不存在明显的正相关关系[47]。丁亚峰，杨陈（2015）选取2009-2011年在沪深两市上市的公司数据[48]为研究对象，实证分析结果：股权集

5

中度对于企业技术创新绩效有着显著地正相关关系。

### 1.2.3 文献研究评价

分析总结上述国内外研究状况，国内外的经济学家，他们很早以前就开始了这方面的研究，并根据各自的实际情况，提出了各自相对应的经济理论，并结合不同的数学模型进行了对应的定量分析。总结国内外结论，国内外学者出自不同的角度进行了二者关系的研究，因此并没有提出一致的结论。

通过总结归纳，本文认为现有研究还存在以下几点不足：

（1）样本公司行业的差别性。由于选择的样本数据的差异，那么行业差异必然会造成相应地影响。必然地，样本公司资产规模的大小、各个企业成长能力以及行业竞争程度同样影响着研究结论的差异。

（2）研究指标的选择差异。企业的经营业绩指标的选取过于单一，而且并未进行比较分析，此外企业的成长性指标考虑的过于简单，尤其针对不同的行业而言。研究学者往往采用单目标回归方式研究，对公司绩效的衡量往往比较单一，学者少有对各指标的差异与上市公司股权结构的关系，进行对比分析研究，分析绩效评价指标特点，为国企改革提供可靠的依据。

## 1.3 论文的研究思路与框架结构

首先，结合产权理论、委托代理理论和两权分离理论等公司治理方面的理论，为股权结构与公司绩效二者之间的关系研究奠定理论基础。然后根据制造业上市公司实际的股权结构与公司绩效的现状，结合我国制造业上市公司样本数据，实证分析样本公司两者之间的关系。并提出优化股权结构、提高企业绩效的对策建议。

本文将着重探讨制造业上市公司股权结构对经营绩效的影响，以期探索合理的股权结构来提高我国制造业发展的经营绩效。本论文共分为绪论、企业股权结构与经营绩效的理论基础、模型构建及变量确定、企业股权结构对经营绩效影响的实证分析、研究结论与展望等5个主要章节。

（1）绪论。提出本文研究背景、意义，总结国内外文献综述，介绍本文研究的基本框架、研究方法以及主要创新点。

（2）理论分析。围绕企业股权结构、经营绩效及其两者之间的相互关系，总结整理当前相应的理论，铺垫本文的理论基础。

（3）根据搜集的数据，借助stata12.0分析软件，对选取的当前我国制造

6

业上市公司数据，进行描述性分析。

（4）企业股权结构对经营绩效影响的实证分析。在已有相关研究的基础上，首先确定模型中所涉及的变量选取，提出本研究的研究模型，进行实证分析。

（5）结论及对策建议。总结实证分析的结论，相应地，提出改善股权、提高绩效的对策建议。

本文框架如图1-1所示。

公司治理理论

二者之间关系

研究背景和意义

国内外研究分析

研究思路与结构

研究背景和意义

委托代理理论

两权分离理论

产权理论

研究假说

实证分析结果

对策建议



图1-1 论文框架图

## 1.4 论文的创新之处

本文对我国混合所有制公司股权结构与公司绩效的关系进行了实证研究，较

7

以往研究，本文有以下创新点：

（1）本文选取国民经济中国企中的制造业为研究对象，从而可以避免行业差异性对研究结论影响，使国企中股权结构与公司绩效两者间的关系表述更加清晰、准确。

（2）本文结合以往的研究基础，增加了公司规模、企业成长性以及公司债务融资等变量，本文的模型更具合理性，从多角度来分析影响制造业上市公司绩效的因素，尤其本文对企业成长性的引入，使结论更加全面完整。

（3）由于国有行业特殊的性质，依法享有一定的优惠，这就对占有的资源能否创造更多效益、资产是否实现保值增值提出了较高要求。EVA是一种评价企业经营者有效使用资本和为股东创造价值能力，体现企业最终经营目标的经营业绩考核工具。因此，拟引入EVA作为衡量企业绩效的指标，把政府对央企的考核指标作为对企业经营绩效的测量，同时将企业绩效EVA与其他已有研究指标指标对比分析，来判断指标之间的合理性。

8

# 2 股权结构与公司绩效的相关理论

本章首先理清了相关概念，在此基础上结合相应的产权理论、两权分离理论以及委托代理理论，从股权性质、股权集中度和管理层持股比例入手，解释验证了股权结构对企业绩效的影响关系，铺垫了本文的理论基础。

## 2.1 相关概念表述

### 2.1.1 混合所有制

混合所有制经济对我们而言，并不陌生。通常，它有两层含义：首先从整个国民经济的所有制结构分析，“既有国有和集体所有等公有制成分，还有其他非公有制的经济成分，形成一种以公有制经济为主体，多种所有制经济共同发展的格局。”再从企业的产权结构方面来看，“包括国家所有或集体所有的形成国有资本、集体资本和非公有资本交叉持股、相互融合的状况。”国企混改所强调的混合所有制经济是一种全新的经济成分，是一种兼有不同经济成份的所有制关系，“它同股份制一样，都属于中性的概念”[1]，是“基本经济制度的重要实现形式[2]”。

“混合所有制企业[49]具体地可以分为国有股份与非公有股份共同组成的企业、集体股份与非公有股份共同组成的企业和国有股份与集体股份共同组成的企业。在前两种混合所有制企业中，在一定条件下，非公有股份可以是企业员工所持的股份，也可以是外资。”在这里，我们讨论的是由国有股份与其他非公有股份共同组成的混合所有制企业。

### 2.1.2 股权

股权也称股东权，是指股东的权力与义务的结合，广义上来看，股权是指股东依法取得、持有公司股份，享有权利并承担义务；狭义上专指股东分享公司经济利益分红。

股权可分为自益权和共益权，自益权指股东享有分红、转让持有股份和股息的权力；共益权，顾名思义，就是两者利益捆绑在一起，例如：表决权、参与权以及企业日常经营活动的批评权、知情权和提供建议的权力，共益权具有人身性，

9

公司团体的成员都可以行使的权利。

### 2.1.3 股权结构

①股权结构的内涵

通常，股权结构有两种分类，一种为当企业的控制权不可竞争时，企业大股东独占控股地位，董事会、经理层和股东之间不能很好地沟通配合，难以达到很好的制衡关系；另一种为当控制权可竞争时，可以很好的发挥企业内部监控的作用，股东对企业的经营管理起到了有效的控制。

实质而言，股权结构是指在企业股份构成中，不同性质的股份持有量以及相互关系。可以分为两个方面：

1）股权集中度。可以用来衡量上市公司股权分布和发展稳定的具体情况，解释为各个股东持股比例的高低所形成的股权集中程度分布状态。可分三种形态，一种为股权高度集中的公司，一般是指单个控股股东控制50%以上的公司股份，控股股东对公司的经营具有绝对的话语权；此外，股权高度分散的公司，不存在控股大股东，各个股东持有股份相当并低于10%，容易造成企业的两权分离局面；股权相对集中的公司，有相对控股股东，也拥有部分比例的其他大股东，持有约

10%到50%的股份。

2）股权性质。在我国，上市公司的股票可分为国有股、法人股和社会公众股。因为代表利益的不同，股权持有者在公司治理过程中所采取的措施亦有所不同，从而对企业绩效产生不同的影响。

国有股，国有股权，指国家股和国有法人股，它的投资来源于国家的资产，股份所有权是国家的。本文所研究的企业大多是国有股权参股的企业。法人股是指企业法人、拥有法人资格的事业单位或社会团体，依法购买股份公司的股份。社会公众股是指我国合法的个人和机构，依法购买股份公司的可用于上市流通的股份。

按照上述理论，本文的股权结构具体包括，股权集中度、股权性质和管理层持股比例，股权性质在文中包括国有股、法人股和社会公众股在企业总股数的比例。

②股权结构的度量

为了清晰地度量出股权分布状态与特征，本文选取了以下指标。

1）股权集中度

C指数用来计量前几位的大股东所持股比例之和。可以形象的说明公司的前几位股东的股权持股情况。在这里，我们选取第一位和前五位大股东的持股比例。

10

如下式：

*n*

Cn=*Ci*

*i*1

其中，在公式中Ci是指公司第i位股东持股比例，n为所选取的前几位股东，要求1≤n≤10。当数值Cn越大，意味公司股权较集中，反之，股权集中度越低。注意的是，C指数的大小并不能够准确的说明出公司的前几位大股东持股比例的差异。

2）赫芬达尔指数

赫芬达尔指数，简称H指数，它表示前n位股东的持股比例的平方和，描述的是股权集中程度，用公式表示为：

*n*

Hn= *C*

2

*i*

*i*1

其中，在公式中Ci是指公司第i位股东持股比例，n为所选取的前几位股东。一般股东持股比例数值小于1，平方后的数值会呈现出明显的“马太效应”，清晰地表示股东之间股权分布的差距。H值越大，表明股权的分布明显集中。赫芬达尔指数弥补前一个指标的缺陷，更加形象地表现了持股比例之间的非均衡情况。

3) Z 指数Z指数是指第一大股东与第二至第n位大股东持股比例之和的比值。反映第

一大股东受到第二至第n位股东牵制程度的指标。其计算公式为：

*Z**C*1 / *C*2*n*

式中，Cl为第一大股东持股比例，C2-n为第二至第n位大股东持股比例之和。一般说来，Z值越小，表明第一大股东受到其他大股东的制衡力度越大。反之，

Z值越大，制衡力度就越低。Z值趋于1，表明第一大股东与其他若干位大股东的制衡程度相当。这样，企业便是由话语权相近的几位大股东共同实施对企业的管理监督。

### 2.1.4 公司绩效

公司绩效是指一定时期内管理者的经营成果，是企业的核心生命力，关乎企业未来。

①公司绩效的概念

企业绩效有两种理解。第一种理解指布雷.德鲁普在《绩效管理》一书中提及的，解释为组织总体层次上的绩效和员工个体层次上的绩效；第二种理解是指

11

企业在一段经营时间内所创造的经济效益；然而，绩效概念通常具有非常广泛的范围，上市公司的资产规模、营运能力、偿债能力、财务状况等指标都可以被用来形象的表示企业的综合评价。笔者认为最可以集中体现上市企业综合运营能力的是经营指标。本文选择企业的经营成果作为企业绩效，即指企业在一定的经营时间段内盈利水平、股价表现、保值增值等方面的衡量。

②公司绩效的评价标准

衡量公司绩效的指标通常有两类，一类是企业的账面业绩，如企业的资产收益率；另一类是市场业绩，是指公司的股票收益。但是，对于公司绩效很标准的衡量指标，学术界尚没有统一的度量。

从股东的角度看，因为股票的收益关系到他们的切身利益，他们注重度量这个指标。相对于公司的账面价值，股票收益清晰可见，而且也是一个综合性很强的指标。第一，股票收益能够反映企业现存资产的回报率，也可以反馈企业无形资产所产生的积极影响；第二，股票收益反应事前的状况，股价的波动反应的是对公司未来经营情况的预测。而账面业绩是对经营情况的盘算，不具前瞻性，通常在年末，盘算已经使用的资产来进一步计算现存的已经使用的有形资产的报酬率。但是，任何事物都有一定的局限性，股票收益衡量也是如此，不言而喻的，受宏观经济环境以及国家倾向政策等因素影响，股价的预测会产生一定的偏差。

综合考虑后，本文选取托宾q值和总资产收益率以及EVA作为衡量指标，托宾q值来反应公司价值的市场表现，总资产收益率可代表公司盈利能力，EVA通常描述企业的增值保值能力。

## 2.2 股权结构与公司绩效的相关理论

公司治理结构的基础是股权结构，股权结构决定公司治理结构的好坏，只有科学合理的股权结构，才能提高企业绩效。

### 2.2.1 产权理论

产权理论认为，“企业应该是一种含有不完全的契约，具体而言，指企业的所有者与它的员工、客户以及跟自己相联系的债权人等重要关系人之间相互作用所形成的契约。”目前，学术界两个很有名的产权理论体系是马克思的产权理论和科斯的现代产权理论。前者认为，只有在社会制度适应于生产力的发展要求，产权才能到达最佳效率；后者认为应当通过权利的行使来确定产权，产权对于生产力的发展起着至关重要的作用，清晰的产权最有效率来提高一个企业的经营业

12

绩。

通常而言，产权有三个基本的特征：首先，排他性，产权的使用是排他的，不允许第二人的使用。其次，索求剩余收益的性质，是指除掉其他约定的收入之后，产权所有者独自享有剩余的收益的权力。最后，当企业收入减去固定的合同支付（如原材料成本、固定工资、利息等）后，剩余的余额是归属于产权所有者享有的。

这样，在企业实际操作运行过程中，在扣除日常生产交易合同规定的利益，便产生了由谁来承担以余下的控制权形式存在的资产的问题。余下的收益权和控制权如何在股东、管理层、经营者以及董事会之间分配，才能使企业的效用达到最大化。在一定程度上而言，公司的控制权的分布情况取决于股权结构的搭配，对治理结构也会产生重要的影响作用。下面以两种情况来进行阐述，在股权高度集中时，有可能控股股东与中小股东之间的利益冲突，控股股东会凭借自己在企业控制权方面的优势，大肆攫取优质资产，或者占用优质资产，这将严重侵犯企业以及中小股东的利益；同样的，在股权高度分散的情况下，便会油然而生管理人员与股东之间的企业治理问题，尤其经营者与代理人的利益相驳的时候，经营者便会更多的做出“逆向选择”和“道德风险”的行为，这会带来公司治理效率的下降。

### 2.2.2 两权分离理论

随着现代社会的不断发展，社会经济发展到一定阶段时，便会产生两权分离现象以及理论。伴随着社会经济技术的不断创新发展，企业的生产规模便会越来越大，与此同时，企业便会遇到更多复杂、棘手的生产经营方面的管理问题，由于经营者有限的管理能力，而且一个人能力和精力也是有限的，不能处理好全部的经营管理问题，这样，便会产生需求，来寻求在管理方面很优秀出色的高级管理人员，职业经理人便由此产生。他们按照所有者的委托拥有公司的日常经营权，具体包括关于公司持续发展的各项政策的制定实施；同时，股东便会轻松起来，只来监督和督促这些职业经理人，企业的所有权仍然是企业的股东所有，由此形成了两权分离的状况。

然而，在我国，股份制的发展是比较独一无二的。我国大多数国有企业通过重组改制完成了企业的上市，在改制以前，国家是企业的所有者，并没有直接参与公司的经营管理，便通过委托相关的资产管理部门来代替它来执行去也的管理，那么相关的资产管理部门便会安排自己的下属机构或者自然人去进行下一步

13

的执行经营。这样看来，在我国的股份制改革前后，我国的国有企业不可避免的存在着两权分离的现象。此外，完成改制以后，国有企业开始吸收外来资金的进入，然而国家的主体地位是不可动摇的，这样外资进入的比例也就较小，占有主导地位的依旧是国有控股，这样在这些国有控股的企业之间，所有者缺位是理所当然的，高级管理人员的行为不能得到制约。因此，在我国上市公司两权分离的国情下，非常有必要深入研究上市企业的股权结构与公司绩效两者之间的关系，从而来达到改善公司治理、提高公司业绩的目的。

### 2.2.3 委托—代理理论

现代企业的两权分离，便产生了企业所有者与经营者之间委托代理关系。此时，由于信息的不对称，以及“经济人”假设，企业的代理人理所当然的追求自身利益，这也就造成在代理行为活动的过程中，可能会发生损害委托人利益的举动。股东考虑自身利益，会限制或者避免这样行为的发生，会建立合理的约束激励办法来监督代理人的行为，维护自己的合法权益。便产生了约束成本和监督成本，统称代理成本。企业两权分离程度的差异，由于不同的股权结构，便有不同的代理成本。

股权结构相对分散时，“弱小股东”往往选择“搭便车”的行为，由于监督成本往往由他个人自己承担，而由此带来的监督利润却被其他的股东所共享。那么，在这种情况下，理性的股东，显而易见的会采取“搭便车”的行为，造成监督者的缺失，股东失去监督经理人的动力。假设股东都能够积极地参加公司治理活动，然而不能达成一致有效的意见，这会降低决策效率。在分散的股权结构下，理性的股东们不能主动、有效的监督高管人员，这意味着经营者很可能会通过自己的身份来掠夺企业的资源，来增加自己的个人利益。

在相对集中的股权结构模式下，大股东可以通过监督经营者的行为来收货大部分的经济效益，这将极大地鼓舞大股东的监督行为。与此同时，在股权结构集中的企业当中，大股东持有较大比例的股份，容易在经营活动中达成统一。当公司经营绩效较差时，有权撤换高级管理人员，从而有效解决这儿的问题。不可避免的是，这会产生新的委托代理问题。表面上，大股东可以代表小股东对高级经理人实施监督管理，并承担相应费用，为全体股东的共同利益做出贡献和牺牲。但是，当大股东和小股东利益不一致时，那么此时小股东并不能有效监督大股东，大股东为谋求私利，往往可能做出损害到小股东的利益行为。

14

## 2.3 股权结构对公司绩效影响的理论分析

### 2.3.1 股权属性对公司绩效的影响

在我国，上市公司的股票可以分为三类：国有股、法人股和公众股。

①国有股对公司绩效的影响

通常，国有股的持有者一般由政府机关、大型国有资产管理公司等构成，由这些机构选择受托人代为行使股东权利。一般而言，持有一定比例的国有股份，对于维护社会公共利益，实现国家宏观调控，具有重要意义。现代政治经济学认为，“政府持股的目标是多种多样的，包括政治目的、经济需要、社会福利等等。”这样就会造成国有控股的企业出现政企不分的现象。

这些企业在内部治理方面，当国有控股处于主导地位时，代表国家行使权力的资产管理机构，有权聘任以及委派董事会及其下属组织结构的成员。在这种情况影响之下，国家就可以“随心所欲”的干预企业的日常经营活动，董事会等组织的作用就会被大大削弱。同时在国有控股公司当中，社会公众股的持有比例较低，持有者分布比较分散，这些持有的公司经营权力形同虚设，根本起不到任何决定性作用。社会公众股的股东能力有限，存在“搭便车”的想法，这样社会公众股的股东们更不愿意参与企业经营管理。与此同时，这些机构所聘任的高级管理人既要完成经济目标，同时也期望自身政治生涯的发展，往往会出现不称职以及扭曲经济目标的现象。

同时，在外部治理过程中，国有控股的企业，往往具有优势来争夺市场的控制权，从而获得较多的垄断资源。再就是有国有控股企业目标多元化的情况，在这些企业当中，政企不分的现象常有发生。这样的企业不符合现代企业的经营特征，所以这么认为，国有控股往往造成企业的经营效率低下，出于盈利性和社会福利性的责任目标，这样就难以有效提高企业绩效。

②法人股对公司绩效的影响

与国有股股东不同，法人股股东自身更具积极性和自觉性去监督、参与公司经营。因为，法人股股东有清晰产权界限，在某种意义上，这是真正的经营主体，有清晰明确的经济目标，那就是实现自身收益的最大化。法人股股东出于自身利益着想，能够及时了解企业的动向，参与到日常经营管理活动中去。再加上法人股自身是不能流通的，因此不能够出售法人股来影响上市公司的股权结构。当法人股股东持有较多的流通股时，可以投票选举任免公司的高管人员，以此有效监督企业治理。

一般而言，出于自身利益考虑，法人能够更多的参与企业的经营管理活动，

15

而且及时了解准确把握当前的市场信息，尤其是在与受委托的一方谈判时，有更多的筹码来使委托条件合理有效的设置。此外，法人出于他们自己的战略发展需求，才会选择对外投资，战略投资的目的多是为了获得稳定的原材料来源、可靠地营销渠道或者自身战略经营的多元化。不难理解，法人股股东多是为了提高自身的生产能力，才进行资本重组扩张，旨在寻求生产力、创新能力的不断开拓。可以这么理解，法人股股东可以不断的推动公司治理效率的提高。

③公众股股对公司绩效的影响

流通股指的是，在上市企业的股票中，法律允许能够在市场上进行交易的流通股票。反映公司股票未来市场价格，从而对企业绩效产生影响。流通股的购买者往往是个人投资者，其自身的资产是有限的，那么他们只能持有较少公司股份。另外，我国证券市场规定，“个人投资者持有的一家上市企业的股份数量不得超过5%。”个人股东往往会发生普遍的“搭便车”现象，这是因为他们监督企业的管理人员成本与所获得的收益相差甚大，个人股股东往往不会监督公司的日常运营，只注重关注所购买的股票的价差，通过股票的价格波动来实现自身财产的保值增值。

在理论层面，作为企业的任何股东，都应该是有权利透过股东大会行使法律所赋予的各项权利，比如选举权、监督权、知情权等等。然而，在实际执行中，由于我国公众股股东有限的持股比例，将大大的削弱了个人股股东尤其小股东的权利，甚至于形同虚设。在这种情况下，公众股股东要想实现自身利益的增值保值，只能选择投机活动，追求短期内股票价格的差价，公众股股东将大多会放弃他们应有的监督职能。

### 2.3.2 股权集中度对公司绩效的影响

对于股权集中度，影响企业绩效的主要假说有两个，分别是监管学说和侵占学说，这二者之间存在相互竞争关系。

前者提出，出于自身经济利益最大的考虑，大股东会选择监督高级管理人员，从而影响企业的经营管理。然而，与中小股东相比，其有限的持有股份份额，再加上监督成本过高的原因，他们选择不去监督影响企业的管理机构，如董事会、监事会等。恰恰相反的是，大股东有足够强的监督意志，可以直接有效的监督高管层，他们有权任命和撤销高管人员，以避免“逆向选择”和“道德风险”现象的发生。此外，大股东往往要为此付出高昂的成本，这就直接关系到大股东个人的经济得失，所以，大股东持股比例的增加，将会对企业的绩效起到促进作用。

后者的观点如下，股权结构过于集中时，大股东实施控股，会出现控股股东

16

侵犯小股东利益的现象。由于控股股东掌握绝对控制权，利用对小股东的信息不对称的优势，往往会采用各种手段窃取企业的优质资产，如配股、定向增发、关联交易、资产重组等方式，以此来获得公司财富和中小股东利益的不义之财。此外，大股东直接命令于高管人员，就会有可能出现管理层按照其意愿行事的现象，使企业蒙受损失而自己获得攫取的收益。可以这么理解，大股东不仅不会对企业的日常经营有效的监督，反而会攫取公司的利润，侵害其他股东的权益。特别是在企业的外部监管比较松散，中小股东的利益得不到有效的保护，这种损害行为会愈演愈烈。那么，股东与管理层之间的利益冲突，以及中小股东与控股股东之间的利益摩擦，是上市企业不得不面临的难题。

### 2.3.3 管理层持股比例对公司绩效的影响

不同的公司治理结构，对于高管层约束与激励，起到了非常关键的作用。在当前，大多数的企业往往会鼓励高级管理人员持股，这可以起到激励促进的疗效，目的是实现企业的所有者与经营者利益达成一致。经理人通过持股，来承担了部分经营风险，这样可以使经营者全身心的投入到企业的运作管理，从而提高自身以及所有者的利益。通常，内部股东所持有的企业股份较高，就可以起到良好的促进企业绩效的作用。

一般，企业的股东经营者可以最大化公司利益，从而提高股东们的经济报酬，然而经营者自身的努力与收获是不成正比的，这样，便有了利益方面的冲突。经营者持股有效改善了公司治理的窘状，实现把经营者的经济待遇与公司的长远发展紧密的捆绑在一起，有效解决了股东与经营者之间矛盾。这样做是给高级管理人员戴上了“金手铐”，这就充分表明，管理层持股可以有效的激励经营者。

17

# 3 制造业上市公司股权结构与公司绩效的现状

## 3.1 制造业上市公司股权结构基本特征分析

当前而言，我国上市公司股权结构，大致可从三个方面来进行讨论。首先股权属性问题，指的是上市公司国有股、法人股和公众股股份在各自的公司总股本中所占的比例大小；其次股权集中状况，在前几位大股东手中所持有的的公司股份分布情况；最有就是高级管理层的持股状况，参与企业日常经营的高管所持有的公司股份。

### 3.1.1 股权属性的分布状况

由于投资主体的不同性质，我国上市公司的股票可分为国有股、法人股和公众股。也是本文研究的主要股权属性。

如下表3-1所示，分析了目标数据2012—2014年三年间的股权性质年度变化情况。从表中可以得出，法人股的比重最小，2012年仅占有为5.27%,在每年都有变化。数据表明，国有股比例，呈下降趋势。其数值在2012年的19.36%变化到2014年的13.96%，呈明显下降趋势。与此同时，公众股比例数值也略有变化，平均持股比例从2012年的75.37%变化到2014年的79.93%。

股票的“对价”指的是企业中非流通股股东为取得流通权，需要向流通股股东支付的相应的代价（对价），在不同的时期，企业的股权结构发生不同的变化。企业非流通股东手中持有的剩余非流通股，只能在约定的一段时间上市流通。

表3-1 制造业上市公司股权性质构成状况

|  | 2012 | 2013 | 2014 |
| --- | --- | --- | --- |
| 总股本（十万） | 119535.54 | 134237.42 | 158733.43 |
| 国有股（十万） | 23142.1 | 22162.6 | 22159.19 |
| 法人股（十万） | 6299.52 | 10698.72 | 9714.49 |
| 公众股（十万） | 90093.9 | 101362.68 | 126875.6 |
| 国有股比重（%） | 19.36 | 16.51 | 13.96 |
| 法人股比重（%） | 5.27 | 7.97 | 6.12 |
| 公众股比重（%） | 75.37 | 75.51 | 79.93 |

18

### 3.1.2 股权集中状况

随着混合所有制改革的不断进行，出现了大批的混合所有制企业。出于保护国有资产的考虑，有效的控制企业的管理，在每个企业之中，股权集中度的程度往往较高。通常，少数的控股股东掌握着企业的大部分股份。然而这几年来，随着理论和实践更进一步的发展，企业家和学者逐渐且深刻的认识到公司治理的深层次内涵，股权高度集中的现象也在悄然发生转变。

在企业当中，第一大股东持股比例（C1）在衡量企业股权集中度方面是非重要的考量指标。如下表所示，表3-2清晰地表示了2014年147家制造业上市公司第一大股东的持股分布情况。由计算结果得出，第一大股东持股比例在50%以上的企业数量为样本数据的20.6%，“一股独大”的现状在我国制造业上市公司中仍然存在。分析得出，第一大股东的持股比例主要集中在10%—50%之间，所占比例为78.88%。大多数制造业上市公司第一大股东持股比例仍然是在10%

—50%的相对控股区间。

表3-2: 2014年制造业上市公司第一大股东持股比例

C1（%）企业数量 所占比例（%）

| 0≤C1≤10 | 1 | 0.7 |
| --- | --- | --- |
| 10≤C1≤30 | 49 | 33.3 |
| 30≤C1≤50 | 67 | 45.58 |
| 50≤C1≤75 | 29 | 19.72 |
| 75≤C1≤100 | 1 | 0.7 |

下面我们来分析制造业上市公司前五大股东持股分布情况，如下表所示。如表3-3所示，第一大股东持股比例的平均值为37.02%,前五大股东持股比例之和的平均值为50.96%。可以得出，我国制造业上市公司股权集中度相对较高。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | | 表 3-3 | 前五大股东持股比例 |  |
| 指标 | 最小值 |  | 最大值 均值 | 标准差 |
| C1(%) | 0.0031 |  | 0.7938 0.3701 | 0.1492 |
| C5(%) | 0.0110 |  | 0.8788 0.5096 | 0.1464 |

常见分析制造业上市公司股权集中度的指标还有赫芬达尔指数，指的是公司前五位大股东持股比例的平方和。主要用来考察一个企业的股权集中度高低差异和分布情况。此外，企业的第一大股东与前五大股东股权集中度之间的差异，会对股权制衡产生影响。因此选择企业第一大股东与第二到第五大股东持股比例之和的比值Z作为解释变量，用来判定两者之间的控制悬殊程度。Z指数越大，表明两者之间的力量差异越大，第一大股东占绝对优势。

表3-4 股权集中度指标

19

| 指标 | 最小值 | 最大值 | 均值 | 标准差 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| H5(%) | 0.0002 | 0.6301 | 0.1721 | 0.1165 |
| Z(%) | 1.02 | 300.32 | 18.0977 | 32.0791 |

如上表所示，H5的平均值为0.1721，最大值为0.63，这表明我国制造业上市公司前五大股东的持股比例之间差距较大。此外，在样本企业中Z指数的平均值为18.09，最大值达到了300.32,说明企业的第一大股东出于绝对控股地位。

### 3.1.3 管理层持股状况

理论上来言，企业的高管人员指的是管理控制公司日程经营的管理层。由于现代企业所有权与经营权两者的分离，两者之间存在委托代理关系，出于“经济人”假设的考虑，委托人需要建立有效的激励机制。否则，就可能出现了“道德风险”和“逆向选择”的现象。那么，为了提高共同所有者权益，时所有者与管理层的目标趋于一致，便有了管理层持股的企业治理模式。选择选取的企业为样本，按照上市企业2011—2014年之间三年年报所揭露的高管层人员持股情况，得出以下结论。

如下表3-5，列出了2011-2014年三年间147家制造业上市公司的高管层持股数量之和占总股本的比例分布情况。可以得出，高管人员的总体持股比例比较低。

然而，可以得出这三年间，低比例区间的高管持股公司数量在逐年减少，而企业高管持有的企业股份比例也在逐年增多。在这三年来，样本企业的高级管理人员平均持股比例在逐年上升，样本企业高管人员平均持股比例分别为2012年0.25%、2013年0.27%、2014年0.621%。

表3-5 制造业上市公司管理层持股比例

| 高管持股比例区间（%） | | 0 | 0-0.001 | 0.001-0.1 | 0.1-6 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 企业数量 | 2012 年 | 80 | 29 | 23 | 15 |
| （家） | 2013 年 | 77 | 7 | 23 | 40 |
|  | 2014 年 | 81 | 7 | 17 | 42 |
| 所占比例 | 2012 年 | 54.42 | 19.73 | 15.64 | 10.20 |
| （%） | 2013 年 | 52.38 | 5.3 | 15.64 | 27.21 |
|  | 2014 年 | 55.1 | 5.3 | 11.56 | 28.57 |

表3-6 制造业上市公司管理层平均持股比例

| 年份 | 2012 | 2013 | 2014 |
| --- | --- | --- | --- |
| 管理层平均持股比例 | 0.25 | 0.27 | 0.621 |

20

## 3.2 股权结构和公司绩效的统计分析

下面我们对股权结构与公司绩效关系二者进行回归分析，为了更加直观形象，仅选择以2014年制造业上市公司的数据为样本，并选取总资产收益率ROA作为企业绩效，描绘出股权结构与公司绩效关系折线图。基于等距区间以及等比区间划分的原则，下文各图清晰的描述了两者之间关系。

### 3.2.1 股权属性和公司绩效的统计分析

①国有股比例和公司绩效

如图，计算企业的国有股比例落在相对应持股区间的ROA。从图中可以看出，当公司国有股为0时，相应的企业经营绩效并不是很高，然而伴随国有持股比例的增加，公司绩效逐渐提高，在国有股比例为10%-30%时，公司绩效最高。

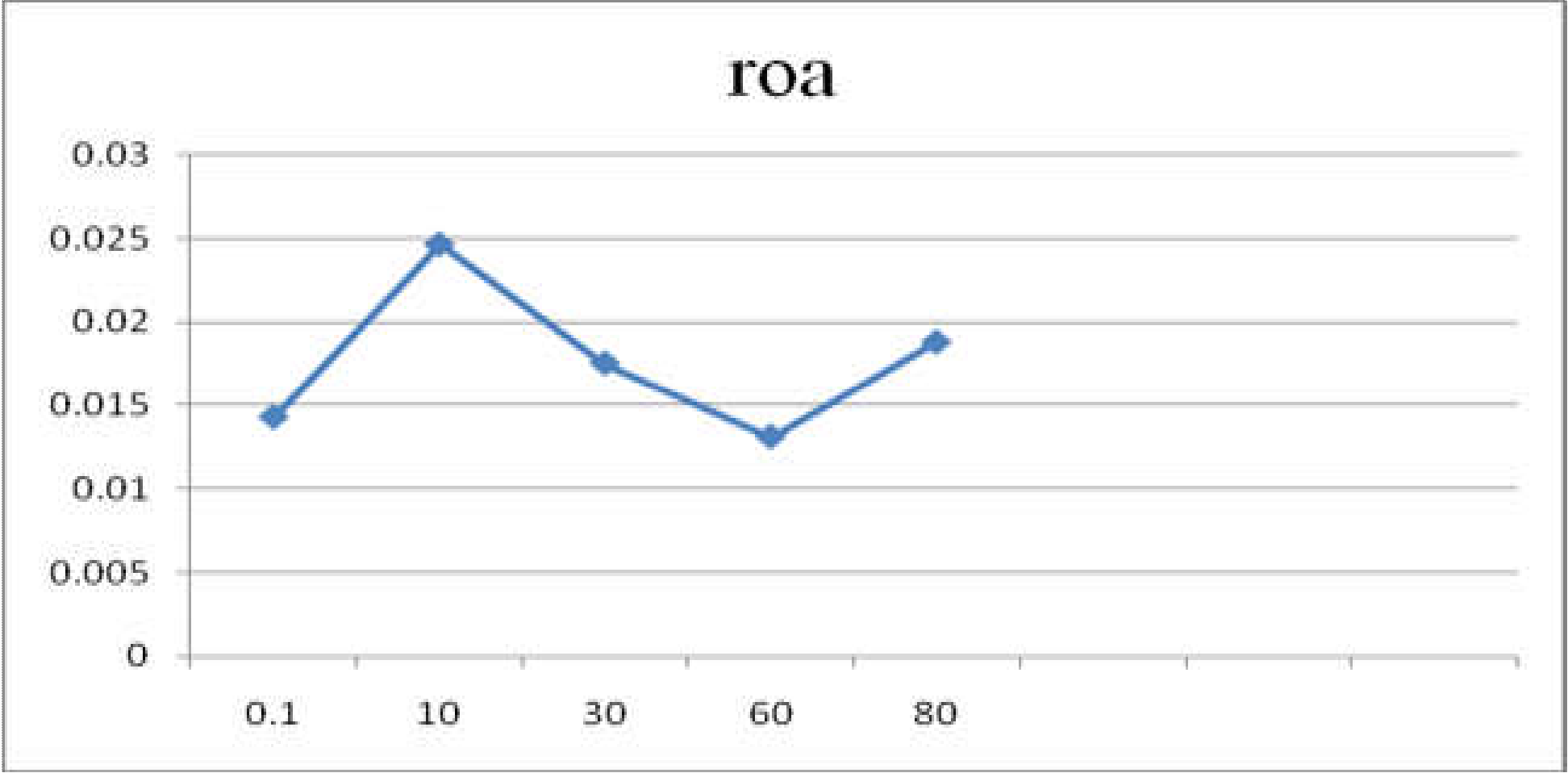


图3-1 国有股与公司绩效

②法人股比例和公司绩效

在图3-2中，计算法人股比例相对应持比例ROA的关系。可以看出，公司绩效与法人股比例成一开始正相关关系，在法人股比例1%-10%时，公司绩效较高；随着法人股比例的增大，公司绩效开始降低，然后绩效又开始变好。总而言之，公司绩效伴与法人股比例变化不好确定。



图3-2 法人股与公司绩效

21

③公众股比例和公司绩效

如图3-3所示，计算公众股比例对应持股比例ROA的关系。由图可得，公司绩效与公众股比例之间并不是规则性变化的，那么，两者关系不明朗。



图3-3 公众股与公司绩效

### 3.2.2 股权集中度、制衡度和公司绩效的统计分析

①第一大股东持股比例和公司绩效

由图可知，第一大股东持股比例与企业绩效近似呈倒U型分布。在第一大股东持股比例处在10%—30%时，公司绩效较好。当第一大股东持股比例超过40%时，公司绩效便降低。



图3-4 第一大股东持股与公司绩效

②前五大股东持股比例之和和公司绩效

由图可知，前五大股东持股比例与企业绩效之间存在倒U型关系，而且在

30%—40%的持股区间内，公司绩效的水平较高。

22



图3-5 前五大股东持股比例与公司绩效

### 3.2.3 管理层持股和公司绩效的描述性统计分析

如下图，计算管理层持股比例落在相对应持股比例的ROA。高级管理人员合理的持股比例与企业绩效近似成正相关关系，管理层持股比例位于0.1%-1%区间时，企业绩效表现最好。



图3-6 管理层持股与企业绩效

23

# 4 上市公司股权结构与公司绩效的实证分析

基于前面的理论与分析，本章从股权性质、股权集中度和管理层持股三方面提出假设。设计变量、构造模型并进行实证分析。

## 4.1 建立理论假设

本文将上市公司股权结构分为三方面：“股权性质、股权集中度和管理层持股比例。”

### 4.1.1 股权性质与公司绩效

①国有股与公司绩效

国有股是指国有控股，实际控制人为国家，国有股的所有者为全体劳动大众，然而在实际执行中，国有股的授权人大多为国务院或地方政府的委托机构或部门，并不是所有者，他们在监督经营时，缺乏积极性、创新性，同时为保住现存的经营业绩，不会进行全面深化的大改革，这对一个企业来说是不健康的，从业虚置国有产权，导致企业效率低下，对业绩产生不良影响。另外国有企业的目标不仅含有经济目标，更有社会公众福利目标以及委托机构的政治迁升目的，这时，对于机构负责人而言，更多的注重个人的以后发展前途，更倾心于政治目标，会不可避免的或多或少损害股东利益，公司业绩下滑。然而，国有企业的国有性质不可动摇，这些国有企业事关国家的公共事业的方方面面，不能把国有股废除。还有，国有股的存在可以使企业收获到更多的垄断资源，那么本文提出假设。

H1：国有股比例应该保持适中，过高的国有股比例对公司绩效产生显著的消极影响。

②法人股与公司绩效

法人股是企业法人依法向公司投资购买股份。通常，他们拥有丰富经营操作经验，产权清晰，更加明确了他们自身的责任，对市场状况具有充分的了解，此外法人对外进行投资的目的，在于提高生产能力。法人股股东更中意长期投资，更注重企业的长期发展。现如今，股权分置改革已基本完成，法人股是可以上市流通的（但也有限制），股价的高低直接关系股东自身利益，法人股股东更加注

24

重企业增值、参与公司治理，以此来提高公司绩效。那么，法人股股东能更好促进公司治理。

H2：法人股比例越高，对公司绩效将产生显著的积极效应。

③公众股与公司绩效

流通股指可以在市场上公开交易的股票形式。在我国，伴随着股权分置改革的顺利进行，企业股票实现了全流通，然而公众股的持股比例较小，当他们存在利益冲突时，仍就可以在股票市场上出售股票，以“用脚投票”的方式来实现对企业的监督管理。从而对企业绩效产生积极的效应。

H3：公众股比例与公司绩效成正相关关系。

### 4.1.2 股权集中度与公司绩效

现代企业理论认为：“现代企业的基本特征为所有权与经营权二者的分离。”企业的所有者委托代理人经营公司，双方形成一种委托代理关系。然而，两者的利益关系并不是一致的，委托人更多追求公司价值的提高，而代理人出于利己的目的，更关注自身利益。这样，代理人可能会做出损害委托人利益的行为，那么，就应该对经营者进行监督，这便产生了监督成本。

在股权高度分散时，实际控制者缺位，两权分离造成企业经营者拥有实际控制权。拥有相同持股数的股东，可以监督上市公司经营者行为，带来的公司绩效提高却由所有股东一起分享，然而其个人承担监督成本。这样，便出现了“搭便车”的行为，这样会降低公司绩效。在股权集中适度时，公司便存在控股股东。一般看来，监督代理经营者的行为，大股东们监督成本小于监督所带来的收益，他们会注重监督经营者行为。而且，股东之间也会相互监督，避免了股东之间互相侵害利益行为，利于提高公司绩效。在股权高度集中时，存在绝对控股股东，该股东乐于积极监督经营者。甚至出任公司的总经理或董事长，独揽大权，控股股东和经营者便会成为利益共同体。这样说来，其他的中小股东便缺少动力，去监督经营者，控股股东侵害中小股东利益的行为常有发生，从而降低企业的绩效。可以推断的是，在中国，适当的股权集中有益于公司绩效提高。

H4：股权集中度与公司绩效两者之间呈现正相关关系，然而第一大股东持股比例与公司绩效是负相关的。

### 4.1.3 管理层持股比例与公司绩效

公司高管人员拥有企业实际控制权，掌握公司日常经营。产权理论提出，“公

25

司所有权和经营权分离时，所有者和经营者都有各自目标效用函数，倾向于追求各自效用最大化，两者利益很难达成相同步调。代理的经营者在拥有部分控制权的同时，应该拥有部分剩余索取权，不然公司经理人会通过掌握的控制权来侵害公司剩余资产。提高管理层持股比例可以改善公司治理，使经营管理者获得剩余索取权，从而提高了工作积极性和效率。“利益相关者拥有各自企业剩余索取权，利益趋于一致，利于代理人按照委托人意志来管理企业，并提高了公司绩效。然而，不可避免的是，过高的管理层持股比例会形成侵占效应。”由于控制大量股权的经营管理者，有了足够话语权，扩大自己既得利益，侵害公司利益。“然而考虑我国制造业实际情况，管理层持股比例仍然极低，且存在股东零持股。因而，目前我国制造业管理层持股比例，仍可发挥激励来提高企业绩效，侵权侵害的负效应还未产生。

H5：提高管理层持股比例，可以积极推进企业绩效。

## 4.2 样本选择和数据来源

### 4.2.1 样本选择

以上所述，本文按照上文混合所有制企业的界定，结合中国证监会（CSPC）的行业分类规则，从制造业上市公司中选择国有股比例参与的制造业上市公司为总样本。考虑数据有效性，便对原始样本进行筛选：

（1）研究选取样本6个年度会计数据，避免公司上市初期股价异常波动等因素影响，选取了2008年12月31日以前在沪、深证券交易所上市公司作为研究对象；（2）剔出ST上市公司和\*ST上市公司。这些公司财务状况异常，将他们作为样本会对结论造成不精确，因此剔除。（3）剔除了那些不按规定披露数据以及相关数据丢失的企业。经过筛选，最后选取用于实证研究的公司样本总量为147家。本文研究年度年为2009到2014年，样本总容量为882个观测值。

### 4.2.2 数据来源

本文数据全部来源于锐思上市公司财务数据库、上市公司企业年报、中国证监会网站[www. csrc. gov. cn](http://www.csrc.gov.cn/)。

26

## 4.3 变量设计

本文研究变量包括被解释变量、解释变量和控制变量三大类。

### 4.3.1 被解释变量

公司绩效体现公司经营效果，多通过一系列财务指标来计量。学者基本多采用托宾Q值、净资产收益率以及总资产净利润率作为衡量指标。然而，国企进行混合所有制改革，非常注重国有资产的增值保值，因此本文引入央企不断倡导的考核指标经济增加值来衡量公司绩效。各指标的表达式如下：

托宾Q值：Tobinq =企业市场价格=

企业重置资本

权益市场总值负债总值公司总资产账面价值

总资产收益率：ROA=

净利润

总资产平均余额

经济增加值：EVA=税后净营业利润-资本占用\*加权平均资本率

其中：税后净营业利润=净利润+（利息支出+研究开发费用调整项-非经常性收益调整项\*50%）×（1-25%）

资本占用=平均所有者权益+平均负债合计-平均无息流动负债-平均在建工

程

其中，总资产净利润率（ROA）可以反映公司盈利能力，托宾Q值作为企业的

市场绩效指标，一直以来为广大研究学者所青睐。此外，国企混合所有制改革一直追求国有资产的增值保值，所以本文拟选取三个指标来分别代表公司绩效。这是因为：

（1）国内，上市公司追求企业利益最大化，净资产收益率刻意强调盈余管理，导致ROE这个指标可信度不高，故而不能选择这个指标（ROE）用于反映公司绩效。同时ROA为公司当年总利润与总资产平均余额之比，反映了上市企业全部资产整体获利能力。

（2）国外学者多采用托宾Q值来衡量公司价值，“一个公司的市场价值与它自身重置成本之比，“托宾Q不仅反映股东获利情况，而且反映市场预期，可以更好的衡量企业未来的业绩，其本身就是一个不错的综合反映公司绩效的指标。

（3）国务院明确倡议对中央企业实行EVA考核，并对EVA进行精准定义。在本文中拟引入EVA这个绩效变量。

27

### 4.3.2 解释变量

解释变量包括股权集中度、股权性质以及管理层持股比例。

①股权集中度变量

选取了如下三个方面。

（1）C指数。C1、C5分别表示公司第一大股东持股比例、前5位大股东持股比例之和。

（2）H指数。前5位大股东持股比例的平方和，用H5表示。H指数越接近1，意味着前五位股东的持股比例差距越大。

（3）Z指数。代表公司第1大股东与第2大股东到第5大持股比例之和的比值，Z指数越大，股东力量差异越大。

②股权性质变量

国有股比例（SSP），为国有股占总股本的比例；法人股比例（LSP），为法人股占总股本的比例；公众股比例（TSP），为社会公众股占总股本的比例。

③管理层持股比例变量

管理层持股比例变量用公司高级管理人员持股比例(MSR)来表示，本文选取公司年报公布的高级管理人员所持股份占总股本的比例。

### 4.3.3 控制变量

除股权因素以外，其他因素也会影响公司绩效。考虑公司的其它特征，需引入控制变量。

（1）财务杠杆DAR。以资产负债率来表示财务杠杆，反映了公司资本结构以及债务治理。“债务融资相对于权益融资，可以税收减免，较高资产负债率在短期内可以降低企业营运成本，有利于提升公司业绩和价值。”

（2）公司成长性T。公司成长性对企业具有至关重要的影响，拟采用成长指数来衡量。然而企业的成长能力是指对企业扩展经营能力的分析，包括以下几个方面：净利润增长率、主营业务收入增长率、主营业务利润增长率、资本保值增值率、总资产增长率以及每股收益增长率等等。通过有限的数据整理，得到各指标数据，拟对这6个指标进行主成分分析，进而得出有关公司成长性指标评价综合值。

（3）公司规模SIZE。企业具有规模经济效益，这会影响企业绩效。因此，取总资产自然对数来衡量公司规模，来消除公司规模数值过大对模型的影响。

如下图表4-2：变量定义一览表。

表4-2 变量定义一览表

28

| 变量名称 | 符号 | 定义 |
| --- | --- | --- |
| 被解释变量 | Yi |  |
| 托宾 Q 值 | Q | 企业市场价值/企业重置资本 |
| 经济增加值 | EVA | 税后净营业利润-资本占用\*加权平均资本率（如上） |
| 总资产收益率 | ROA | 净利润/总资产平均余额 |
| 解释变量 | Xi |  |
| 第一大股东持股比例 | C1 | 公司第一大股东持股比例 |
| 前五大股东持股比例和 | C5 | 公司前 5 位大股东持股比例之和 |
| 前5 位大股东持股比例平 | H5 | 前 5 位大股东持股比例的平方和 |
| 方和 |  |  |
| 第 1 大股东与第 2 大股东 | Z | 公司第 1 大股东与第 2 大股东到第 5 大持股比例之和 |
| 持股比例的比值 |  | 的比值 |
| 国有股比例 | SSP | 国有股占总股本的比例 |
| 公众股比例 | TSP | 个人投资者占总股本的比例 |
| 法人股比例 | LSP | 法人股占总股本的比例 |
| 管理层持股比例 | MSR | 高级管理人员所持股份占总股本的比例 |
| 控制变量 |  |  |
| 财务杠杆 | DAR | 资产负债率 |
| 公司成长性 | T | 公司成长性指标评价综合值 |
| 公司规模 | SIZE | 企业总资产的自然对数 |

## 4.4 实证研究及解释

### 4.4.1 公司成长性指标的确定

本文选取成长性指数来表示样本企业的成长性，其中，成长性指数由净利润增长率、主营业务收入增长率、主营业务利润增长率、资本增值保值率、总资产增长率以及每股收益增长率6个指标按照主成分分析法，计算的综合指标。

①首先输入各变量，进行描述性统计分析，如下表4-3所示。

表4-3 描述统计量

|  | 均值 | 标准差 | 分析N |
| --- | --- | --- | --- |
| 总资产增长率 | 0.4772 | 2.74426 | 882 |
| 每股收益增长率 | 0.7912 | 17.8450 | 882 |
| 净利润增长率 | 4.2576 | 80.6799 | 882 |
| 主营业务收入增长率 | 0.8700 | 6.7883 | 882 |
| 主营业务利润增长率 | -3.5508 | 181.7238 | 882 |
| 资本保值增值率 | 1.3899 | 2.6848 | 882 |

②KMO和Bartlett的检验。检验结果如表4-4所示。该检验说明适合做主成

29

分分析。表中所示，KMO和Bartlett的球形检验结果，KMO值为0.683，Bartlett的球形检验近似卡方值较大，显著水平小于0.01，适合做因子分析。

表4-4 KMO和Bartlett的检验

| 取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量 |  | 0.683 |
| --- | --- | --- |
|  | 近似卡方 | 4059.308 |
| Bartlett 的球形度检验 | df | 15 |
|  | 概率 Sig | 0.000 |

③特征根与方差贡献表。解释的总方差如表4-5所示。

表4-5 解释的总方差

| 成分 | 初始特征值 | | | 提出平方和载入 | | | 旋转平方和载入 | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 合计 | 方差的% | 累计% | 合计 | 方差的% | 累计% | 合计 | 方差的% | 累计% |
| 1 | 3 . 3 6 6 | 56.100 | 56.100 | 3.366 | 56.10 | 56.100 | 2.592 | 43.201 | 43.201 |
| 2 | 1 . 1 7 1 | 19.519 | 75.619 | 1.171 | 19.519 | 75.619 | 1.628 | 27.129 | 70.330 |
| 3 | 0 . 7 3 1 | 12.176 | 87.794 | 0.731 | 12.176 | 87.794 | 1.048 | 17.464 | 87.794 |
| 4 | 0 . 5 1 2 | 8.529 | 96.323 |  |  |  |  |  |  |
| 5 | 0 . 1 8 4 | 3.074 | 99.397 |  |  |  |  |  |  |
| 6 | 0 . 0 3 6 | 0.603 | 100.000 |  |  |  |  |  |  |

通常情况下，我们选择特征根大于1的主成分作为标准，如上图所示，两个主成分累计方差未达到80%，因此，我们可以选择前三个主成分进行分析，此时累计方差达到87.794%。

④因子载荷矩阵，主成分矩阵如表4-6所示。

表4-6 成分矩阵

|  | 成分 1 | 成分 2 | 成分 3 |
| --- | --- | --- | --- |
| 净利润增长率 | 0.900 | 0.191 | -0.318 |
| 每股收益增长率 | 0.889 | 0.188 | -0.318 |
| 总资产增长率 | 0.872 | -0.065 | 0.353 |
| 资本保值增值率 | 0.760 | 0.124 | -0.031 |
| 主营业务收入增长率 | 0.653 | -0.540 | 0.454 |
| 主营业务利润增长率 | -0.027 | 0.888 | 0.443 |

⑤得分矩阵，主成分得分矩阵如表4-7所示，根据各个得分矩阵，分别计算各个样本因子。

表4-7 成分得分系数矩阵

成分 1

成分 2

成分 3

30

| 净利润增长率 | 0.475 | -0.231 | -0.093 |
| --- | --- | --- | --- |
| 每股收益增长率 | 0.472 | -0.231 | -0.095 |
| 总资产增长率 | -0.028 | 0.509 | 0.208 |
| 资本保值增值率 | 0.239 | 0.049 | 0.067 |
| 主营业务收入增长率 | -0.267 | 0.750 | -0.063 |
| 主营业务利润增长率 | -0.067 | 0.092 | 0.964 |

赋值计算如下：

*X*1 =0.475×净利润增长率+0.472×每股收益增长率-0.028×总资产增长率

-0.267×主营业务收入增长率-0.067×主营业务利润增长率+0.239×资本增值保值率

*X* 2 = -0.231×净利润增长率-0.231×每股收益增长率+0.509×总资产增长率+0.75×主营业务收入增长率+0.092×主营业务利润增长率+0.049×资本增值保值率

*X* 3 =-0.093×净利润增长率-0.095×每股收益增长率+0.208×总资产增长率-0.063×主营业务收入增长率+0.964×主营业务利润增长率+0.067×资本增值保值率

3

⑥公司成长性综合评价指标模型的建立，模型为：*T* =*Bi Xi* 。

*i*3

其中，*Bi*的取值根据主成分特征根占两个特征值之和的比例确定，如下：

*B*1 =

3.366

3.3661.1710.731

= 0.639,

*B*2 =

1.171

3.3661.1710.731

=0.222, *B*3 =

0.731

3.3661.1710.731

=0.139.

通过以上分析描述，得出有关样本企业的成长性的综合指标，以便进行以下的计算。

### 4.4.2 股权性质与公司绩效的实证分析

考虑量纲，在实证分析前对各变量数据进行标准化。各变量的定义如下：ROE、

EVA以及托宾q值是被解释变量，代表公司绩效；*C*1表示第一大股东持股比例；

*C*5表示前五大股东持股比例之和；*H*5指前五大股东持股比例的平方和，用来表示公司的股权集中度；Z指公司第1大股东与第2大股东到第5大持股比例之和的比值，表示企业股东制衡情况；ssp表示国有股所占比例；lsp表示法人股所占比例；tsp表示公众股所占比例；msr表示高级管理人员持股比例；选取控制变量

31

时，选取SIZE用来表示企业总资产的对数，反映公司规模；DAR指企业的资产负债率，表示公司的财务杠杆情况，用T来表示公司的成长性，这对企业具有至关重要的影响。本文选择的面板数据，考虑数据有效性，首先进行单位根检验，检验结果如下表4-8所示：

表4-8 单位根检验

| 模式  变量 | （含截距项）Prob | （含截距项含趋势  项）Prob | （两项都不含）Prob | 平稳 | 一阶单整 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Roa | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 是 | 否 |
| eva | 0.0000 | 0.0000 | 0.1492 | 是 | 否 |
| Q | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 是 | 否 |
| C1 | 0.0000 | 1.0000 | 0.8654 | 是 | 否 |
| C5 | 0.0000 | 0.0000 | 0.8511 | 是 | 否 |
| H5 | 0.0000 | 0.0000 | 0.8212 | 是 | 否 |
| z | 0.0000 | 0.0000 | 0.0029 | 是 | 否 |
| ssp | 0.0000 | 0.0000 | 0.0210 | 是 | 否 |
| lsp | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 是 | 否 |
| tsp | 0.0000 | 0.0000 | 0.4801 | 是 | 否 |
| msr | 1.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 是 | 否 |
| dar | 0.0000 | 0.0000 | 0.9991 | 是 | 否 |
| size | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 是 | 否 |
| t | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 是 | 否 |

根据ADF检验法检验结果，各个变量数据都是平稳的。

①国有股比例与公司绩效的研究

检验假设H1，我们构造如下的模型：

=**0＋**1*ssp*＋**2*dar*＋**3*t*＋**4*size*＋* i*

（式4.1）

将公司规模、公司成长性和资产负债率作为控制变量引入模型，对被解释变量和国有股比例SSP、公司成长性T、企业总资产对数以及资产负债率进行协整检验，P值为0，表明变量之间存在确定性趋势关系。然后进行线性回归，首先固定效应模型，检验结果如表4-9所示：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 因果检验 | 统计值 | P值 |
| 横截面F值 | 3.47 | 0.0000 |
| 横截面卡方值 | 22.11 | 0.0000 |

表4-9 冗余性检验结果固定效应模式检验

因此，拒绝固定效应模型是冗余的零假设，表明固定效应模型效果优于混合模型。然后采用豪斯曼检验来进行判断，如表4-10所示：

32

表4-10 豪斯曼检验结果

| 卡方统计值 | 自由度 | P值 |
| --- | --- | --- |
| 1.60 | 4 | 0.9007 |

结果表明P值不为0，因此不能拒绝选择固定效应模型假设，选择随机效应模型更为合理。

*ROA*0.15570.0001*ssp*0.6818*dar*0.0001*t*0.0207*size*（p=0.006）满足1%水平下的显著水平

*Q*8.98920.0076*ssp*1.1012*dar*0.0039*t*0.6005*size*（p=0.073）满足10%水平下的显著水平

*EVA*1.60900.0038*ssp*0.1198*dar*0.0046*t*0.5480*size*（p=0.454）结果不显著

分析表明，国有股比例与我国制造业上市公司绩效呈现微弱的正相关，即国有股比例的存在可以帮助企业获得较多的资源，尤指垄断资源，从而通过在国有股东之间的关联交易来获得利润，从而使公司绩效较好。然而在绩效指标方面，

EVA与国有股指标回归结果不显著。

②法人股比例与公司绩效的研究为检验H2：，我们构造如下模型：

*Y***0**1*lsp***2*dar***3*t***4*size** i*

（式4.2）

选择对选取的面板数据进行分析，首先选择使用固定效应模型，冗余性检验结果如表4-11所示：

表4-11 冗余性检验结果

| 固定效应模式检验 | |  |
| --- | --- | --- |
| 因果检验 | 统计值 | P值 |
| 横截面F值 | 3.55 | 0.0000 |
| 横截面卡方值 | 22.4 | 0.0000 |

根据检验结果，拒绝固定效应模型是冗余零假设，表明固定效应模型效果要优于混合模型。然后再进行豪斯曼检验，如表4-12所示：

表4-12 豪斯曼检验结果

| 卡方统计值 | 自由度 | P值 |
| --- | --- | --- |
| 2.65 | 4 | 0.7538 |

结果表明P值不为0，因此不能拒绝选择固定效应模型假设，选择随机效应

33

模型更为合理。

*ROA*0.149290.0001*lsp*0.0666*dar*0.0001*t*0.0202*size* (P=0.028)满足5%水平下的显著水平

*Q*5.00290.0337*lsp*1.6274*dar*0.0029*t*0.1317*size*

满足1%水平下的显著水平。

（p=0.000）

*EVA*1.65270.0028*lsp*0.1377*dar*0.0049*t*0.5490*size* (p=0.718)结果不显著。

分析结果表明，法人股持股比例与我国制造业上市公司的绩效呈现微弱的相关性，其中与总资产收益率呈现明显的正相关，这说明法人股的存在可以有效的监督企业的管理，从而提高企业绩效。而与托宾q值却出现负相关现象，这表明，由于我国证券市场各项法规制度不同于外国资本市场，托宾q值在衡量企业绩效方面是不十分准确的。然而在绩效EVA指标方面，EVA与法人股指标回归结果不显著。

③公众股比例与公司绩效的研究

首先选择对选取的面板数据进行分析，首先选择使用固定效应模型，冗余性检验结果如表4-13所示：

4-13冗余性检验结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 固定效应模式检验 | |  |
| 因果检验 | 统计值 | P值 |
| 横截面F值 | 3.50 | 0.0000 |
| 横截面卡方值 | 23.92 | 0.0000 |

因此，根据检验结果，拒绝固定效应模型是冗余的零假设，这表明固定效应模型的效果要优于混合模型。然后采用豪斯曼检验来决定选取固定效应模型还是随机效应模型。

为检验H3：，我们构造如下模型：

*Y***0**1*tsp***2*dar***3*t***4*size** i*

如表4-14所示：

（式4.3）

表4-14 豪斯曼检验结果

| 卡方统计值 | 自由度 | P值 |
| --- | --- | --- |
| 1.03 | 4 | 0.9597 |

结果表明P值不为0，因此不能拒绝选择固定效应模型的假设，选择使用随机效应模型更为合理。

34

### 结果如下：

*ROA*0.13260.0001*tsp*0.0666*dar*0.0001*t*0.0200*size*（p=0.000）满足1%水平下的显著水平。

*Q*8.90680.0053*tsp*1.2335*dar*0.0037*t*0.6086*size* (p=0.136)

结果不显著。

*EVA*2.07490.0040*tsp*0.1458*dar*0.0048*t*0.5377*size*（p=0.380）结果不显著。

分析结果表明，公众股持股比例与我国制造业上市公司的绩效呈现微弱的相

关性，其中与总资产收益率呈现明显的负相关，这说明在我国证券市场，流通股的数量比较多，由于持有量较少的股东们，人数较多，就会存在这些小股东们的

“搭便车”现象，从而缺乏对职业经理人有效地监督。然而在企业绩效指标选取方面，EVA以及托宾q值都与法人股指标回归结果不显著。

4.4.3股权集中度与公司绩效的实证分析

①第一大股东持股比例对公司绩效的影响首先我们构建下列模型：

*Y***0**1*c*1**2*dar***3*t***4*size** i*

（式4.4）

在上述模型中，Y指的是企业绩效，本文选择用ROA、托宾Q值以及EVA表示，*C* 1指第一大股东持股比例，公司规模size、公司成长性T和资产负债率dar作为控制变量引入模型，首先选择使用固定效应、混合效应以及随机效应进行实证检验。在此基础上选取各对应解释变量合适的效应模型，进行实证回归分析，类似上面的分析过程，此处不重复。分析结果如下表4-15所示：

表4-15 第一大股东持股比例与公司绩效的分析结果

|  | ROA | 托宾Q值 | EVA |
| --- | --- | --- | --- |
| Constant  （截距） | -0.1508\*\*\* (-4.42) | 7.3289 \*\*  (2.02) | -1.0105  (-0.18) |
| C1 | 0.0193 \*  (1.95) | -5.9619 \*\*\*  (-5.92) | 4.7907\*\*\* (3.00) |
| DAR | -0.0679\*\*\*  (-9.67) | -0.8773  (-1.53) | -0.3136  (-0.34) |
| T | 0.0001 \*\*\*  (4.01) | -0.0029  (-1.56) | -0.0059 \*\*  (-2.00) |
| SIZE | 0.0198 \*\*\*  (5.69) | -0.2061  (-0.56) | 0.6658  (1.14) |

35

F 3.73 \*\*\*

152.56 \*\*\*

11.63 \*\*\*

注：上表中数据的第一项是相对应的变量估计值，下面括号内的数字为该系数的t值。用星号来表示显著性程度，\*\*\*、\*\*、\*分别代表满足在1%、5%、10%的显著性检验。

表4-14列出了我国制造业上市公司第一大股东持股比例与公司绩效两者之

间的回归分析结果。三个绩效指标的回归分析结果存在较大区别：当选取公司绩效指标为ROA时，有一个指标*c*1系数的t参量仅通过10%置信水平上的检验，而其他指标系数皆通过了1%置信水平下的显著检验；当公司绩效的衡量指标分别选择为托宾q值以及EVA时，各指标的系数并未完全通过显著性检验；进一步选择数据分析发现，第一大股东持股比例与公司绩效指标托宾q值之间可能存在显著的负相关关系，而对另外两个公司绩效指标起到了正面促进作用，之所以产生这样的差别，由于ROA以及EVA这两个绩效指标，追求的是企业价值的保值增值，注重于企业的长期投资，股权集中度较高，更有利于大股东加强对企业的监督管理，从而提高企业业绩；托宾q值往往反映的是股票市场的情况，中小股东尤其小股东追求短期收益，这与大股东的战略目标是相反的。

接着我们选择建立下列模型，进行回归分析，操作步骤同上。

*Y***0

**1

*c*1

** 2

*C*2 **

*Dar*** 4

*t***5

*Size** i*

（式4.5）

表4-16 第一大股东持股比例与公司绩效二次回归分析结果

1

3

|  | ROA | 托宾Q值 | EVA |
| --- | --- | --- | --- |
| Constant （截距） | -0.1572 \*\*\*  (-4.48) | 4.7400  (1.29) | 1.3367  (0.44) |
| C1 | 0.0514 \*\*  (1.21) | 5.8499  (1.62) | 5.3222  (1.41) |
| 2  C1 | -0.0811 \*\*  （-0.77 ） | -15.0766  （-3.41） | -3.9748  （-0.85） |
| DAR | -0.0678 \*\*\*  (-9.65) | -0.6908  (-1.20) | 0.1675  (0.27) |
| T | 0.0001 \*\*\*  (4.05) | -0.0024  (-1.29) | -0.0049\*\*  (-1.72) |
| SIZE | 0.01995 \*\*\*  (5.73) | -0.1540  (-0.42) | 0.4459  (1.48) |
| F | 153.50 \*\*\* | 11.77 \*\*\* | 13.37 \*\* |

从上表4-16可以看出，第一大股东持股比例*c*1仅与公司绩效选择指标托宾q值之间存在着倒U型关系，且通过显著性检验，然而其余的指标并未通过显著性检验。其余公司绩效指标EVA和托宾Q值的实证分析表明，变量之间并不存在二次关系。

②股权集中度指标对公司绩效的影响为检验H4，首先我们分别构建下列模型：

36

*Y***0**1*c*5**2*dar***3*t***4*size**i Y***0**1*h*5**2*dar***3*t***4*size**i Y***0**1*z***2*dar***3*t***4*size** i*

（式4.6）

（式4.7）

（式4.8）

在上述模型中，Y指的是企业绩效，本文选择用ROA、托宾Q值以及EVA表示，

*c*5、*h*5、z分别指前五大股东持股比例之和、前5位大股东持股比例的平方和以及公司第1大股东与第2大股东到第5大持股比例之和的比值，公司规模size、公司成长性T和资产负债率dar作为控制变量引入模型，首先选择使用固定效应、混合效应以及随机效应进行实证检验。在此基础上选取各对应解释变量合适的效应模型，进行实证回归分析，类似上面的分析过程，此处不重复。分析结果如下表所示。

表4-17 前五大股东持股比例之和与公司绩效的分析结果

|  | ROA | 托宾Q值 | EVA |
| --- | --- | --- | --- |
| Constant （截距） | -0.1010  (-1.63) | 3.0045  (0.83) | 2.2145  (0.75) |
| C5 | 0.06427 \*\*\*  (4.08) | -7.4088 \*\*\*  (-8.01) | 2.6026 \*\*\*  (2.98) |
| DAR | -.06406 \*\*\*  (-6.66) | -1.5311 \*\*\*  (-2.71) | 0.3415  (0.54) |
| T | 0.0001\*\*\*  (3.39) | -0.0024  (-1.32) | -.0053\*  (-1.88) |
| SIZE | 0.0120\* (1.86) | 0.4255  (1.12 ) | 0.3487  (1.14) |
| F | 25.20\*\*\* | 19.02 \*\*\* | 14.96\*\*\* |

注：上表中数据的第一项是相对应的变量估计值，下面括号内的数字为该系数的t值。用星号来表示显著性程度，\*\*\*、\*\*、\*分别代表满足在1%、5%、10%的显著性检验。

表4-18 前五大股东持股比例平方和与公司绩效的分析结果

|  | ROA | 托宾Q值 | EVA |
| --- | --- | --- | --- |
| Constant （截距） | -0.1461\*\*\*  (-4.25) | 12.232 \*\*\*  (5.50) | 0.1971  (0.03) |
| H5 | 0.0257 \*\*  (2.01) | -4.0211\*\*\* (-4.88) | 5.6451 \*\*\*  (2.76) |
| DAR | -0.0678 \*\*\*  (-9.64) | -1.4588 \*\*\*  (-3.28) | -0.2607  (-0.29) |
| T | 0.0001 \*\*\*  (3.96) | -.00121  (-0.65) | -.0060\*\*  (-2.04) |
| SIZE | 0.0196\*\*\* (5.60) | -0.8227 \*\*\*  (-3.64) | 0.6218  (1.05) |
| F | 152.60 \*\*\* | 11.63 \*\*\* | 3.37 \*\*\* |

注：上表中数据的第一项是相对应的变量估计值，下面括号内的数字为该系数的t值。用星号来表示显著性程度，\*\*\*、\*\*、\*分别代表满足在1%、5%、10%的显著性检验。

37

表4-19 股权制衡与公司绩效的分析结果

|  | ROA | 托宾Q值 | EVA |
| --- | --- | --- | --- |
| Constant （截距） | -0.1539\*\*\*  (-4.52) | 9.7697\*\*\*  (2.65) | 1.6144  ( 0.55) |
| Z | -0.0001  (-1.20) | -0.0024965  (-0.90) | -0.0024  (-0.72) |
| DAR | -0.0678\*\*\* (-9.64) | -1.0984 \*  (-1.87) | 0.1373  (0.22) |
| T | 0.0001 \*\*\*  (4.05) | -0.00399 \*\*  (-2.09) | -0.0048 \*  (-1.70) |
| SIZE | 0.0209\*\*\* (6.09) | -0.6589 \*  (0.075) | 0.5591\* (1.88) |
| F | 150.19 \*\*\* | 2.96 \*\* | 6.53 |

注：上表中数据的第一项是相对应的变量估计值，下面括号内的数字为该系数的t值。用星号来表示显著性程度，\*\*\*、\*\*、\*分别代表满足在1%、5%、10%的显著性检验。

从上述实证结果可以看出，当目标企业选择ROA、EVA作为公司绩效指标时，*c*5、*h*5这两个解释变量都与企业绩效正相关，且都通过了显著性检验水平，而企业绩效选择为托宾q值时，呈现负相关关系。然而股权制衡指数z与企业绩效之间虽存在负相关关系，但并未通过显著性检验。

通过上面的实证分析，表明股权集中度各项指标与我国制造业上市公司经营绩效之间存在着显著的线性关系，下面进行来验证变量与经营绩效之间是否存在其他的非线性关系。首先，建立相对应的二次函数模型：

*Y***0**1*m***2*m****dar****t****size* **

2

3 4 5 *i*

（式4.9）

上面模型中，用M作为股权集中度的各个指标，同样采取固定效应或者随机效应的判断，再对选取的模型进行回归分析，模型1到9分别表示*C*5、*H*5以及Z与表示企业绩效的指标ROA、托宾q值、EVA两者之间的二次曲线回归模型。结果总结如下表4-20所示，

表4-20 股权集中度与公司绩效的非线性回归分析

|  | Model1 | Model2 | Model3 | Model4 | Model5 | Mode  l6 | Model7 | Model  8 | Model9 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Cons | -0.1445  （-3.95） | -0.1500  (-4.35) | -0.1546  (-4.0) | -3.2735  (-0.86) | 4.0854  (1.12) | 9.6498  (2.0) | -0.6191  (-0.20) | 1.9647  (0.66) | 1.3606  (0.46) |
| C5 | 0.0417  （0.84） |  |  | 10.4419  (2.78) |  |  | 13.0346  (2.95) |  |  |
| C 2  5 | -0.0039  （-0.08） |  |  | -17.8707  (-4.90) |  |  | -10.3389  (-2.41) |  |  |
| H5 |  | 0.0720  (1.94 ) |  |  | -7.5599  (-2.30) |  |  | 7.0416  (-2.1) |  |
| H 2  5 |  | -0.0987  (-1.33) |  |  | -4.1419  (-0.70) |  |  | -9.7522  (-1.48) |  |
| Z |  |  | -7.01e-06  (-0.09) |  |  | 0.0006  (0.10) |  |  | 0.01288  (1.79) |
| Z2 |  |  | -2.09e-07  (-0.55) |  |  | -0.004  (-0.57) |  |  | -0.0001  ( -2) |
| DAR | -0.0649  （-9.22） | -.06712  (-9.52) | -0.0679  (-9.6) | -1.2522  (-2.24) | -0.8238  (-1.44) | -1.116  (-1.8) | 0.4117  (0.66) | 0.2257  (0.36) | 0.0651  ( 0.10) |

38

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| T | 0.0001  （3.83） | 0.0001  （4.07） | 0.0001  (4.05) | -0.0012  -0.69 | -0.0022  (-1.20) | -0.003  (-2) | -0.0044  (-1.55) | -0.0047  ( -1.6) | -0.0047  (-1.68) |
| SIZE | 0.0177  （5.02） | 0.0196  （5.60） | 0.0210  (6.1) | 0.6329  (1.68) | 0.0451  (0.12) | -0.6  (-1.) | 0.3876  (1.27) | 0.434  (1.43) | 0.5724  (1.93) |
| F | 164.89 | 154.63 | 150.38 | 20.49 | 14.03 | 2.43 | 20.84 | 13.29 | 12.46 |

从上表5-15可以看出，前五大股东持股比例之和*C*5与企业绩效托宾q值以及EVA、股权制衡与企业绩效EVA之间存在着倒U型关系，且通过显著性检验水平，而其余关系式虽存在倒U型，却显著性水平不高。结论：公司的绩效伴随着股权集中度的增加，先提高，然后达到顶点之后，股权集中度再加强，就会引起企业绩效水平的下降。表明我国制造业上市公司股权集中度与经营绩效之间二次曲线关系，呈倒U型。

4.4.4管理层持股比例与公司绩效的实证分析

为检验H5，我们构造如下模型：

*Y***0**1*msr***2*dar***3*t***4*size**i*

(式4.10)

在假定的回归方程中，ROA、托宾q值以及EVA是衡量公司绩效的指标，α0是估计得截距。MSR为高级管理人员持股比例，εi是随机项，α1、α2、α3、α4是估计变量的系数。选择对选取的面板数据进行分析，如上文所示，首先选择使用固定效应、混合效应以及随机效应进行实证检验。最终所得的结果如下表4-21所示：

表4-21 管理层持股比例与公司绩效的回归分析

|  | ROA | 托宾Q值 | EVA |
| --- | --- | --- | --- |
| Constant （截距） | -0.1526 \*\*\*  (-3.67) | 14.1993 \*\*\*  (3.66) | 1.6096  (0.54) |
| MSR | 0.0001 \*\*  (0.51) | 0.1447 \*\*\*  (3.50) | -0.0005  (-0.01) |
| DAR | -0.0680 \*\*\*  (-5.56) | -1.0942 \*  (-1.88) | 0.1191  (0.19) |
| T | 0.0001 \*\*\*  (2.88) | -0.0037 \*\*  (-1.97) | -0.0047\* (-1.66) |
| SIZE | 0.0207 \*\*\*  (4.67) | -1.1165 \*\*\*  (-2.87) | 0.5561\* ( 1.85) |
| F | 55.55 \*\*\* | 4.62 \*\*\* | 0.1986 |

注：上表中数据的第一项是相对应的变量估计值，下面括号内的数字为该系数的t值。用星号来表示显著性程度，\*\*\*、\*\*、\*分别代表满足在1%、5%、10%的显著性检验。

表4-21列出了我国制造业上市公司管理层持股比例与公司绩效两者之间的

回归分析结果。三个绩效指标的回归分析结果存在较大区别：当选取公司绩效指标为ROA时，MSR这一个指标系数的t参量通过5%置信水平上的检验，而其他指标系数皆通过了1%置信水平下的显著检验；当公司绩效的衡量指标选择为托宾q值

39

时，各指标的系数均通过了显著性检验；而当选择EVA作为企业的绩效指标时，各指标的系数显著性水平不高，在此处不做分析。DAR、SIZE、T应该与这两个绩效指标ROA和托宾Q值存在显著的相关关系，由于绩效指标的不同，相关性关系有所差异。进一步选择数据分析发现，管理层持股比例与公司绩效指标托宾q值之间可能存在显著的正相关关系，MSR对托宾q值产生积极地促进作用，这种影响在统计水平上来说还是比较弱小的，那么这儿有效地证明假设检验H5。尽管MSR对

ROA有正面影响，显著水平很差。统计数据分析表明，在当前我国制造业上市公司管理层持股依旧没有达到很好的促进效果，它对高级管理人员的股权激励仍旧效果不佳。分析数据可以发现，上市企业中高级管理人员持股比较十分弱小，根本不能有足够的动力来经营管理企业。这五年以来，样本数据中公司管理人员平均持股比例仅为0.344%，持股比例水平还是很低，并不能够有效地实现企业所有者与高管人员的利益一致化，对于企业的经营管理，不能产生有效地积极促进作用。出于理性的思考，管理人员的付出与收获的差距很大，然而他们的努力却被大股东们较便利的获得。这样，就会造成这种现象，对企业的经营绩效会产生消极的影响，损害了企业的共同利益。

40

# 5 结论与政策建议

## 5.1 研究结论

本文选取我国制造业上市公司作为研究对象，从股权性质、股权集中度以及管理层持股比例三个方面，来分析企业股权结构与公司绩效二者之间的关系，得出以下结论：

（1）从EVA与各股权指标的分析结果来看，大多回归结果是显著微弱的，即用EVA来衡量的公司绩效与股权结构，在这儿，并无明显的相关关系。由于EVA指标自身计算的特点，只考虑企业的相对价值，然而我国制造业产能过剩，出现产品积压，在这种情况下，不适于采用EVA指标。同时，这个指标仅反映企业的最终经营结果，不能层层剖析问题的本质。

（2）从国有股比例方面分析，近年以来，上市企业的国有持股比例成下降趋势，国有股“一股独大”的现象有所改善。这表明国有股比例的存在可以帮助企业获得较多的资源，尤指垄断资源，从而通过在国有股东之间的关联交易来获得利润，从而使公司绩效较好。混合所有制改革的一个重要目的是保证国有资本的增值保值，因此国有股比例应保持在一定的水平上。法人股持股比例与我国制造业上市公司的绩效呈现微弱的相关性，其中与总资产收益率呈现明显的正相关，这说明法人股的存在可以有效的监督企业的管理，这些股东目标明确，责任清晰，有能力控制和监督高管人员，从而提高企业绩效。公众股的持股比例与总资产收益率呈现明显的负相关，这说明在我国证券市场，流通股的数量比较多，由于持有量较少的股东们，人数较多，就会存在这些小股东们的“搭便车”现象，从而缺乏对职业经理人有效地监督。

（3）公司绩效与股权集中度之间存在一定的相关性，而且公司的绩效伴随着股权集中度的增加，先提高，然后达到顶点之后，随着股权集中度加强，就会引起企业绩效水平的下降。表明我国制造业上市公司的股权集中度与经营绩效ROA之间二次曲线关系，呈倒U型，实证数值显示大股东持股比例应保持在20%-25%之间，这表明适当的股权集中有益于有效提升企业绩效。

（4）在管理层持股比例方面，MSR与ROA以及托宾q值呈现正相关，而与EVA是负相关的。这说明在我国，国企股权激励效果较差，适当提高管理层持股比例

41

有利于企业绩效，此外，考虑到管理层人员持股比例较低，那么适当提高其持股比例，对公司绩效是有益的。然而在国企保值增值方面，企业绩效呈负相关，意味着高管持股比例的增加，可能会发生损害企业利益的行为。

## 5.2 政策建议

通过分析上面的结论，为了公司绩效更进一步的提升，本文有以下几点优化制造业上市公司股权结构的对策建议。

### 5.2.1 保持国有股的适当比例

通过对上文的数据进行分析，在混合所有制改革之后，我们可以发现，我国国有制造业上市公司的国有股已有下降的趋势，“一股独大”的现象明显得到改变。

从本文的实证证明中发现，国有股与公司绩效存在明显的正相关关系，过高的国有股比例不利于公司绩效，然而国有股比例保持一定的数量对公司绩效来说是有利的。原因有二：一方面上市公司因为持有国有股可以得到政府政策的支持；另一方面，随着混合所有制改革的不断进行，国有股必须保持一定的比例，国有资本需要进行保值增值，同时对国有企业的监管也不断加大，这必然有利于公司绩效的提高。本文认为，现在，我们应该保持合理的国有股比例，这对于公司绩效的改善是有利的。

### 5.2.2 适当提高法人股比例

公司有效的运营，需要的是相对完善的企业股权结构，本文提出，法人股比例的提高，可以较均衡的建立一个控股股东之间相互制衡的股权结构，从而达到提高企业的市场业绩。以向公司投资入股的方式进入的法人股，往往具有较清晰的主体关系。其自身参与企业的日常生产经营，能够充分了解市场，出于自身的经营发展需求的目的，进行对外的投资扩展活动的。

在我国，法人股的流通是有限制的，其自身具有较强的投资意识。区别于小的投资者，法人股股东更加关心企业的经营业绩，有更强的动力实施对企业的日常经营行为的监督，持有较多股份的法人股股东是有权利进行管理层人员的人事变动，以此来有效的监督。法人股持股比例的增加，缩小他们的差异，分散股权，从而利于实现企业政企分开、自主经营，促进稳定的企业经营、提高绩效。

42

### 5.2.3 保持合理的股权集中度

在我国当前看来，处于经济调整期，此外需要进一步完善的证券市场法律法规，还有不是十分健全的外部市场机制。由于我国特殊国情，相对集中的股权结构是有利于企业绩效的，同时可以避免内部的监控问题。

通过上述的实证分析，制造业上市公司股权集中度与经营绩效存在倒u型关系，那么一定的股权集中度、多个控股股东存在股权结构，将最利于企业绩效的最大化。在前面分析中，我们发现样本公司前五大股东中，第一大股东持股比例仍然较高，第二到第五大持股股东不能形成与第一大持股股东相抗衡的力量。这容易发生第一大股东的侵占利益的行为，不能有效的监督、约束企业的管理层人员，不益于完善公司治理结构和提高经营绩效。因此，需要减持第一大股东的持股比例，对应增强第二至第五大股东的持股比例，缩小他们之间的差距，从而形成良好的股东制衡。

### 5.2.4 慎重对待管理层的持股

在企业当中，一般而言，企业高管人员大多是较高学历的人，不仅熟知企业的制造流程，而且拥有良好的管理能力，能够为企业带来利益，然而他们也追求个人价值的最大化，这有悖于所有者追求利益最大化。企业的高级管理人员具有非凡的价值，他们一旦离职，可能会带来沉重的打击。出于增强管理人员的价值感与归属感，有必要建立良好的股权激励机制。

企业的经营者，考虑自身利益，势必会提高公司盈利能力以及市场表现，从而企业的所有者与经营者的利益达到一致。这样，虽然减少了监督成本，同时有效地避免经营者存在的“道德风险”问题。但是过高的管理层持股比例会形成侵占效应。因为信息是不对称的，管理层有更多的机会先于所有者了解企业的经营状况，就有可能发生“徇私舞弊”的行为，这就要严格监管管理层持股比例。

43

参考文献

[1] 发展混合所有制经济与国有企业改革[N]． 光明日报, 2014 -04-02．

[2] 张卓元. 混合所有制经济是基本经济制度的重要实现形式[A].《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》辅导读本[C]. 北京: 人民出版社, 2013.79－80．

[3] Berle, AdolfA. and Gardiner C, Means. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York, Macmillan Publishing Co., 1932.

[4] Durnev, A, and Kim, E. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment and valuation[J]. Finance. 2005, (60)

[5] Makhija, AnilK. and Michael Spiro. Ownership Structure as a Determinant of Firm Value: Evidence from Newly Privatized Czech Firms[J]. The Financial Review. 2000.

[6] MorckR, ShleiferA, VishnyRW. Management to ownership and market valuation: an empirical analysis [J], Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293-315.

[7] PedersonT, Thomsen S. Economic and systemic explanations of insider ownership among Europe's largest companies [J]. International Journal of the Economics of Business, 1999, 6 (3): 367-381.

[8] Steen Thomsen, Torben Pedersen. Ownership structure and economic performance in the largest European companies [J]. The Strategic Management. 2000, (21)

[9] StulzR. M. Managerial Control of Voting rights: Financing policies and the Market for coraporate control [J]. Jounlal of Financial Economees, Vol. ZO, 1988, 25-54. [10] JohnsonLaPorta, LoPez-de-Silanes, Shleifer. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000, (90): 22-27.

[11] Lehmann EWeig J. Does the Governed Corporation Perform BetterGovernanceStructuresandCorporatePerformanceinGermany[J]. EuropeanFinanceReview, 2000, 4(2): 157-195. [12] LaPorta, LoPez-de-Silanes, Shleifer. CorporateownershiparoundtheWorld[J]. JournalofFinance, 1999, (54): 471-517.

[13] Steen Thomsen, Torben Pedersen, Hans Kurt Kvist. Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems [J]. Journal of Corporate Finance, 2006(1): 246-269

[14] Edwards Jeremy SS and Alfons J. Weichenrieder. Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany. Univ. of Cambridge Working paper 8285, 1999. [15] Claessens, ojankov, Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J] Journal of Financial Economics, 2000, (58): 81-112.

[16] Stulz, Rene M. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Cotrol [J], Journal of Financial Economics, 1988, Vol 20: 25-54.

[17] MorkR, ShleiferA, Vishny RW. Management to ownership and market valuation: an empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293-315.

[18] DemsetzH and K. Lehn. The structure of corporate ownership: causes and consequences [J]. Journal of Political Economy, 1985, 1155-1177.

[19] Holderness C, Sheehan D. The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 317-346.

[20] Fama, Eugen. Agency problem andthe theory of firm [J]. Journal of politic Economy, 1980, 288-307.

[21] DemsetzH. The structure of ownership and the theory of the firm [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 375-390.

[22] IoraverN. Tsegba and Wilson Ezi-Herbert. The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Nigerian Listed Companies [J]. African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research, 2011(7): 51-63

[23] 高明华, 企业经营者行为内部制衡与经营绩效的相关分析[J]. 南开管理评论, 2001年第5期.

[24] 宋敏, 张俊喜, 李春涛. 股权结构的陷阱[J]. 南开管理评论, 2004, (1): 1-12.2004, (1): 1-12.

[25] 牛春平． 创业板股权结构和公司绩效相关性实证分析[J]． 经济师, 2012( 11): 69-71．

[26] 毛洪安, 沈慧敏． 创业板上市公司中的股权结构、董事会特征与公司业绩研究[J]． 中

44

南财经政法大学研究生学报, 2012( 5): 75-81．

[27] 吴国鼎（2015）;《股权结构、上市板块和企业绩效》, 《金融评论》第1期.

[28] 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.

[29] 张红军. 中国上市公司股权结构与公司绩效的理论及实证分析[J]. 经济科学2000, (4): 34-44.

[30] 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): 3-12.

[31] 朱武祥, 宋勇. 股权结构与企业价值召寸家电行业上市公司实证分析. 经济研究, 2001, (12): 66-72. [32] 徐文学、陆希希. 股权集中度与制衡度对上市公司绩效的影响——基于饮料制造业上市公司的实证检验[J]. 企业经济, 2014年第3期.

[33] 王红敏. 上市公司股权结构与公司绩效关系研究——基于沪深两市A股上市公司经验数据[J]. 财会通讯, 2013（8）: 59-61.

[34] 王振ft、石大林、孙晨童. 股权结构与公司绩效关系的实证研究——基于动态内生性的视角[J]. 南京审计学院学报, 2014（4）: 37-48.

[35] 吴淑琨. 股权结构与公司绩效的 U 型关系研究[J]. 中国工业经济. 2002（1）[36] 徐莉萍, 辛宇, 陈工孟． 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. 经济研究, 2006, （1）. [37] 朱雅琴. 股权集中度、股权制衡与公司绩效——来自沪深两市的经验证据[J]. 财会通讯. 2010（5）.

[38] 董骏豪. 中国上市公司股权结构与公司绩效关系的元分析[J]. 经济论坛. 2010（6）.

[39] 陶然. 房地产上市公司股权结构对绩效影响的实证分析——基于2008-2010年的面板数据[J]. 福建省社会主义学院学报. 2012（5）.

[40] 安烨, 钟廷勇． 股权集中度、股权制衡与公司关联性研究--基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. 东北师大学报, 2011（6）.

[41] 刘际陆, 汪军． 上市公司股权结构与公司绩效关系分析[J]. 大连海事大学学报, 2011(10）.

[42] PEDERSON T． Business Systems and Corporate Governance [J]. International Studies of Management & Organization, 2009, 29(6): 43-59.

[43] MITTON． A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis [J]. Journal of Financial Economics, 2012(64): 215-241.

[44] 毛剑峰、杨梅、王佳伟． 政府干预、股权结构与企业绩效关系的实证[J]. 统计与决策, 2015, （5）. [45] 方心童, 高诚昊． 我国城市商业银行价值创造能力研究——基于经济增加值( EVA)绩效考核视角[J]. 财经问题研究, 2015, （2）.

[46] 徐爱菲． 上市公司股权集中度与公司绩效的相关性研究[J]. 西南师范大学学报, 2016, （1）.

[47] 林丽, 萍蔡永林, 廖妍． 创业板上市公司股权激励效果实证研究[J]. 财会通讯, 2015（3）.

[48] 丁亚峰, 杨陈． 股权集中度、研发投入对创新绩效的影响[J]. 财会通讯, 2015（21）.

[49] 黄速建． 中国国有企业混合所有制改革研究[J]. 经济管理, 2015（7）.

45

附录：作者攻读硕士学位期间发表论文及科研情况

[1]李伟民．股权集中度与企业绩效的文献综述[J].西部皮革，2016，（5）.

46

致 谢

转眼间，三年的研究生学习生活即将结束，站在毕业的门槛上，回首往昔，奋斗和辛劳成为丝丝的记忆，甜美与欢笑也都尘埃落定。学校以其优良的学习风气、严谨的科研氛围教我求学，以其博大包容的情怀胸襟、浪漫充实的校园生活育我成人。值此毕业论文完成之际，我谨向所有关心、爱护、帮助我的人们表示最诚挚的感谢与最美好的祝愿。

论文是在导师朱勇教授的悉心指导之下完成的。三年来，导师渊博的专业知识，严谨的治学态度，精益求精的工作作风，诲人不倦的高尚师德，朴实无华、平易近人的人格魅力对我影响深远。导师不仅授我以文，而且教我做人，虽历时三载，却赋予我终生受益无穷之道。本论文从选题到完成，几易其稿，每一步都是在导师的指导下完成的，倾注了导师大量的心血，在此我向我的导师朱勇教授表示深切的谢意与祝福！

本论文的完成也离不开其他各位老师、同学和朋友的关心与帮助。在此也要感谢邹艳等各位老师在论文开题、初稿、预答辩期间所提出的宝贵意见，还要感谢同门的师兄师妹们，在科研过程中给我以许多鼓励和帮助。回想整个论文的写作过程，虽有不易，却让我除却浮躁，经历了思考和启示，也更加深切地体会了学习的精髓和意义，因此倍感珍惜。

还要感谢父母在我求学生涯中给与我无微不至的关怀和照顾，一如既往地支持我、鼓励我。同时，还要感谢刘冬冬同学、郭洋同学、索云腾同学、胡彬同学等三年来对我的爱护、包容和帮助，愿友谊长存！

最后，再次感谢所有关心和帮助过我的老师和同学。

李伟民

2016年5月于重师

47

独创性声 明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得 重庆师范大学或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明。

学位论文作者签名：签字日期：年 月 日

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解 重庆师范大学 有关保留、使用学位论文的规定，有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅。本人授权 重庆师范大学 可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。

学位论文作者签名：签字日期：年 月 日

48