# 上市公司股权结构与治理绩效关系的实证分析

白 俊(博士) 王生年(博士) 宋慧晶

(石河子大学经济贸易学院 新疆石河子 832000)

【摘要】本文以股权分置改革为研究背景,以沪深两市1999~2007年持续经营的692家上市公司作为研究样本,对上市公司股权结构与治理绩效的动态关系进行实证研究。研究发现:股权分置改革优化了上市公司的股权结构,从而显著提高了公司治理绩效。

【关键词】股权分置改革 股权结构 公司治理绩效

上市公司股权结构与治理绩效的关系是会计理论界和实务界研究的重点。本文以股权分置改革为背景,以沪深两市1999~2007年持续经营的692家上市公司作为研究样本,选取增量指标重点考察了上市公司股权结构与治理绩效之间的动态关系。

## 一、研究假设与模型构建

**1.** 研究假设。本文提出以下假设:

假设1:股权过度集中,公司价值反而会有所降低。

假设2:股权制衡能力越强,公司治理绩效越好。

假设3:经营者持股比例与公司治理绩效正相关。

假设4:股票流通性越强,公司治理绩效越好。

假设5:进行股权分置改革能提高公司治理绩效。

**2.** 模型构建。为了检验本文提出的假设,建立如下模型:

$$DCROA=\beta0+\beta1DCR1+\beta2DZ+\beta3DTrad+\beta4DMShare+\beta5GC+\beta6STR+\beta7ConVars+\eta$$

其中:DCROA表示公司治理绩效的变化,即主营业务资产收益率(CROA)的年度增量,具体计算方法为:$DCROA_t=CROA_t-CROA_{t-1}$。主营业务资产收益率(CROA)=主营业务利润/年末资产总额。

DCR1表示控股股东持股比例的年度增量,用第一大股东持股比例CR1的变动数表示,等于第一大股东当年年末持股比例减去上年年末持股比例,计算公式为:$DCR1=CR1_t-CR1_{t-1}$。

DZ表示Z指数的年度增量,即第一大股东持股比例与第二大股东持股比例比值的年度变化量,计算公式为:$DZ=Z_t-Z_{t-1}$。

DTrad表示流通股比例的年度增量,计算公式为:$DTrad=Trad_t-Trad_{t-1}$。

DMShare表示经营者持股比例的年度增量,计算公式为:$DMShare=MShare_t-MShare_{t-1}$。

GC为控股股东性质,用第一大股东性质表示,如果第一大股东的性质为国有,则GC为1;否则,GC为0。

STR表示是否完成股权分置改革,如果已经完成股权分置改革,则STR为1;否则,STR为0。

β1、β2、β3、β4、β5、β6分别表示第一大股东持股比例变动、Z指数变动、流通股比例变动、经营者持股比例变动、控股股东性质和股权分置改革是否完成对公司治理绩效的影响系数;β0为截距项;η为残差项。

ConVars表示控制变量,用来控制其他相关因素对公司治理绩效的影响。控制变量主要包括公司规模、公司成长性和公司债务比例。其中:

公司规模(Size)用上市公司年末总资产的自然对数表示。公司规模是影响公司经营行为的重要变量。由于大型上市公司受到更广泛的关注,经营者非理性行为会受到抑制,因而其公司治理绩效可能会好于小型上市公司。

公司成长性(Growth)用主营业务收入增长率表示。成长性较强的公司发生的研发费用和营业费用可能较多,从而影响公司当前业绩。

公司债务比例(Lev)用资产负债率表示。

为了在研究中对宏观经济因素和行业因素进行控制,我们设置了年度虚拟变量和行业虚拟变量。行业的具体分类标准参照《上市公司行业分类指引》,制造业按两级分类,其他行业按一级分类。

## 二、样本选择与描述性统计分析

**1.** 样本选择。本文研究所用样本为沪深两市1999~2007年持续经营的上市公司,剔除指标数据异常和缺失的公司,同时考虑审计意见为无保留意见的上市公司,共选取692家上市公司的6 228个观测值进行研究。在计算了增量指标后,研究数据为2000~2007年的5 536个观测值。本文所有数据均来自国泰安CSMAR数据库和CCER数据库。

**2.** 描述性统计分析。表1为全体样本的原始指标的描述性统计分析结果。

从表1可以看出,第一大股东持股比例CR1的最大值超过88%,均值约为41%。可见,我国股权集中度相对较高,我国股

表1　全体样本的原始指标的描述性统计分析结果

| | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|---|---|---|---|---|---|
| CROA | 0.112 7 | 0.099 5 | 0.079 2 | −0.313 2 | 0.777 5 |
| CR1 | 0.413 8 | 0.396 3 | 0.168 7 | 0.006 1 | 0.885 8 |
| Z | 45.088 0 | 6.400 3 | 123.210 5 | 1.000 0 | 1 444.57 |
| Trad | 0.419 6 | 0.400 0 | 0.133 1 | 0.060 4 | 1.000 0 |
| MShare | 0.006 8 | 0.000 2 | 0.049 3 | 9.3E−9 | 0.748 1 |
| Lev | 0.476 8 | 0.484 1 | 0.183 3 | 0.008 1 | 0.998 6 |
| Size | 21.173 5 | 21.087 9 | 0.906 2 | 18.556 1 | 25.409 9 |
| Growth | 0.331 8 | 0.132 0 | 5.290 0 | −4.411 0 | 400.677 0 |

表2　股权分置改革前后股权集中度、流通股比例与公司治理绩效的描述性统计分析结果

| | CROA | CR1 | Trad |
|---|---|---|---|
| 股权分置改革前 | | | |
| 均值 | 0.103 49 | 0.406 14 | 0.395 37 |
| 标准差 | 0.074 12 | 0.165 70 | 0.169 10 |
| 最小值 | −0.213 84 | 0.032 37 | 0.025 72 |
| 最大值 | 0.606 93 | 0.837 52 | 1.000 00 |
| 股权分置改革后 | | | |
| 均值 | 0.118 34 | 0.394 02 | 0.438 46 |
| 标准差 | 0.123 10 | 0.165 61 | 0.151 97 |
| 最小值 | −0.071 17 | 0.082 46 | 0.056 85 |
| 最大值 | 1.404 75 | 0.813 21 | 1.000 00 |
| 股权分置改革前后的差异 | | | |
| 均值之差 | 0.018 9*** | −0.009 6** | 0.039 3*** |

注：均值之差为T值，***和**分别表示在1%和5%的水平上显著。

市流动性不强。

表2考察了2005年参加股权分置改革的上市公司的股权集中度、流通股比例及公司治理绩效的变化趋势。股权分置改革之后，公司治理绩效CROA的均值提高了约1个百分点，股权集中度CR1的均值有所降低，而流通股比例Trad的均值提高了约4个百分点；股权集中度CR1的最大值变小了，流通股比例Trad的最小值变大了。从均值之差可以看出，股权分置改革前后，公司的股权集中度、流通股比例和公司治理绩效存在显著差异。

**三、多元回归分析**

表3为多元回归分析结果。结果显示，在控制了行业、年度等因素的情况下，DCR1的系数为负，股权集中度（第一大股东持股比例）与公司治理绩效呈现显著的负相关关系。可见，上市公司的控制权掌握在非流通股股东手中，公司股价不再影响其所持有股权的价值，导致控股股东的个人利益与上市公司利益之间产生冲突，控股股东运用控制权来掏空上市公司的动机变得更加强烈，从而导致上市公司的业绩变差。

DZ的T值不显著，说明股权制衡在公司财务治理中发挥的作用不大，换言之，上市公司的第二大股东并没有发挥监督控股股东和经营者而改善公司治理绩效的作用。这可能是因

表3　多元回归分析结果

| | 预计符号 | 估计系数 | T值 |
|---|---|---|---|
| β0 | | 0.002 39 | 0.56 |
| DCR1 | − | −0.001 4 | −3.26** |
| DZ | + | −5.92E−6 | −0.90 |
| DTrad | + | 0.005 4 | 1.15 |
| DMShare | + | 0.816 4 | 1.97* |
| 年度 | | 已控制 | |
| 行业 | | 已控制 | |
| $R^2$：within | | 0.161 7 | |
| F值 | | 1 082.09** | |

注：**和*分别表示在5%和10%的水平上显著。

为：上市公司第二大股东的持股比例过低，远远低于第一大股东（即控股股东）的持股比例，这导致第二大股东参与公司治理的有效激励不足。我国上市公司第一大股东的持股比例与其他股东的持股比例之间有很大的差异，没有形成其他股东与之制衡的格局，不利于经营者在更大范围内接受多元产权主体对其经营活动的监督和约束，从而应该进一步提高第二大股东的持股比例。

DTrad的T值不显著，表明流通股比例与公司治理绩效的关系不显著。这可能是由于我国资本市场还不够成熟，流通股持有者大多为广大的中小投资者且持股比例较低，流通股股东难以通过“用脚投票”对公司内部人产生制衡，流通股的进入与退出不足以影响控股股东的决策。

DMShare的系数为正，经营者持股比例与公司治理绩效存在显著的正相关关系，随着经营者持股比例的提高，代理成本将降低，公司价值提高，这表明对经营者的激励可以提高公司价值。

股权分置改革后，非流通股逐步上市流通，公司股价直接影响到非流通股股东所持有股权的价值，所以控股股东的个人利益与上市公司的利益趋于一致。这表明股权分置改革能缓解利益冲突，进而提高公司治理绩效。

此外，为了考察所建立模型的稳健性，本文还进行了稳健性检验，具体步骤为：首先，考虑到进行股权分置改革将导致第一大股东减持，将模型中的股权集中度变量由第一大股东持股比例换成赫菲达尔指数；其次，把公司治理绩效的衡量指标由主营业务资产收益率换成净资产收益率；最后，考虑到股权变动对公司治理绩效的影响可能存在滞后效应，用滞后一期的公司治理绩效变量进行回归。按以上步骤进行检验的结果没有使上文的研究结果发生根本性的改变。

**四、结论**

本文根据1999～2007年上市公司的财务数据对股权分置改革前后上市公司股权结构与治理绩效的关系进行动态研究。研究发现，股权分置改革优化了上市公司的股权结构，从而显著提高了公司治理绩效，实现了资本市场的股票全流通，促使上市公司建立合理的股权结构。从已经完成股权分置改革的上市公司来看，其股权集中度有所降低，这有利于改变“一股独大”的状况，有利于股东之间的相互制衡。进行股权分

# 文化价值对分配偏好的影响研究

许新强　李　薇(教授)

(新疆财经大学会计学院　乌鲁木齐　830012)

【摘要】本文从分配规则、分配类型、分配的影响因素和分配的实现背景这四个方面度量分配偏好,并通过问卷调查的方式收集样本来研究文化价值对企业分配偏好的影响。

【关键词】文化价值　分配偏好　分配规则

## 一、研究假设

分配偏好是资源分配者面对各种分配情形时的态度。资源分配的规则和程序是影响资源分配的两个重要因素，通常由于资源分配者倾向于某些规则和程序,从而影响最终分配。

本文提出如下假设:

假设1:就分配类型而言,精神奖励和物质奖励同样重要。

假设2:就分配的影响因素而言,经济方面的因素与人性方面的因素同样重要。

假设3:就分配的实现背景而言,教育背景比家庭背景重要,经济体制比政治体制重要。

假设4:文化价值对分配偏好有正向影响。

## 二、研究设计

**1.** 变量设计。本文主要从四个方面度量分配偏好,即分配规则、分配类型、分配的影响因素和分配的实现背景。

分配规则包括8个变量,即业绩考核、工作难度和技巧、工作努力程度和责任心、创新意识、职位等级、相关职位的需求程度、团队贡献以及个人需求。

分配类型同样包括8个变量,分别是支付工资、奖金计划、福利津贴、年度休假、荣誉称号奖励、公司配备专用车辆、人性化管理制度和举办年度聚会。这8个变量可以分为三类:支付工资、奖金计划和福利津贴是物质奖励方面的变量;荣誉称号奖励、人性化管理制度和举办年度聚会是精神奖励方面的变量;年度休假和公司配备专用车辆是综合物质奖励和精神奖励的混合奖励方面的变量。

分配的影响因素包括12个变量，其中一部分是经济方面的变量,另一部分是人性方面的变量。经济方面的变量包括产品质量、产量、利润、销售额、生产效率和竞争力;人性方面的变量包括管理者与员工的关系、员工满意度、员工参与决策程度、工作时间、员工的成长和进步程度以及融洽和温馨的工作氛围。

分配的实现背景包括4个变量,即家庭背景、教育背景、政治体制、经济体制。

文化价值包括三个方面共28个变量，第一个方面体现创新意识,包括追求卓越上进、作风正派真诚、鼓励创新服务、具有冒险精神、重视成本效益、求真务实、担负社会责任、鼓励奉献服务、发挥集体合作精神、行事积极进取、强调勤劳敬业以及强调顾客第一这些变量；第二个方面体现以人为本的理念,包括赏罚公正公平、注重利用人才、注重实践、重视员工意见、强调人际和谐、尊重个人意愿、遵守制度规范以及注重睦邻关系这些变量;第三个方面体现安稳保守的理念,包括遵从权威领导、讲究表面形式、寻求绩效表现、维护历史传统、讲究学历文凭、讲究客观标准、重视人情关系以及注重安定团结这些变量。

**2.** 样本收集和分析方法。根据以上变量,我们设计了调

---

置改革后，控股股东利用其自身的强势地位来侵蚀中小股东利益的行为会受到限制，控股股东会加强对公司管理者的监督,非流通股股东和流通股股东、大股东和小股东的利益会得到趋同,公司治理绩效会得到改善。但是,目前上市公司流通股比例仍较低,其与公司治理绩效的关系不显著,这是因为目前我国股票市场中流通股持有者大多为广大的中小投资者且持股比例较低，流通股的进入与退出尚不足以影响控股股东的决策。

【注】本文系国家社会科学基金项目“股权结构及其治理绩效研究——基于上市公司股权分置改革的实证研究”(项目编号:07CJY012)和石河子大学高层次人才科研启动项目“上市公司国有股权有效性研究”(项目编号:RCSX200803)的阶段性研究成果。

### 主要参考文献

**1.** 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.经济研究,2006;1

**2.** 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.经济研究,2003;2

**3.** 陈信元,汪辉.股东制衡与公司价值:模型及经验证据.数量经济技术经济研究,2004;11

**4.** Demsetz H.. Ownership Structure and Corporate Performance. Journal of Corporate Finance,2001;7