国有上市公司股权结构与公司绩效关系

——基于混合所有制改革背景的研究

张怀进，徐凤菊（博士生导师），杜运潮

（武汉理工大学管理学院，武汉 430070）

【摘要】本文基于国企混合所有制经济改革背景，选取2012～2014年309家国有上市公司的数据进行实证研究，对ROA和Tobin´s Q值与企业股权结构的关系进行了验证，结果表明：ROA与股权结构的相关性不显著，且不具明显的U型或倒U型关系；Tobin´s Q值与企业股权结构的倒U型关系显著；而Z指数、S指数、H系列指数与股权结构呈倒U型曲线关系，并从国有股持股比例和高管人员持股比例两个方面为混合所有制改革提供实证依据。

【关键词】混合所有制改革；国有上市公司；股权结构；公司绩效

一、引言

国有上市公司所有权结构是混合所有制经济改革关注的焦点。国企积极发展混合所有制经济，一个重要目的是通过提升国企的治理水平，从而实现国有资产的保值增值。目前，国企混合所有制改革亟待解决的首要问题就是产权问题与公司治理问题。在混合所有制经济改革如火如荼开展过程中，混合所有制企业各股东持股比例多少才能达到公司绩效最大化，国家持股在什么程度上才能促进国企公司价值的提升，进而真正实现混合所有制改革的目标，真正提升国企的综合竞争能力?这些问题的解决，对国企改革有着重要的现实意义。在此背景下，研究国有上市公司所有权结构与公司绩效的关系具有重要的理论及实践意义。

通过对相关学者研究结论的探讨和对发改委重大改革课题的研究，笔者认为，当前国企的股权具有以下特征：①股权结构呈现复杂性，股权分置改革前，上市公司流通股和非流通股“同股不同价，同价不同权”；②证券市场发展迅速，股票全流通大局已定；③国有股“一股独大”局面有所改变，但仍占主导地位；④高管持股比例不断增加，已成为内部公司治理中不可忽略的力量；⑤股权集中和股权分散现象并存等。此外，我国学者对国企股权改革问题的探讨一直都没有停止，国企公司治理中股权结构问题和高管激励问题也最为迫切，这也正是本文讨论的主要问题。

二、文献综述

国内外对公司所有权及公司绩效关系的理论和实证研究很多，学者多认为股权结构对公司绩效具有显著的影响（Demsetz，1983；Shleifer和Vishny，1997），但也有部分学者认为二者并没有显著的相关关系（Lehn，1985；Demsetz和Lehn，1985；Mehran，1995；Holderness，2001；朱武祥和宋勇，2001）。

在早期的研究中，学者们大多认为所有权结构与公司绩效存在正相关关系（Vishny，1986；Han和Suk，1998；Xu和Wang，1997；Pedersen和Thomsen，1999；Lins，1999；Makhija和Spiro，2000；吴淑琨，2002）；但也有部分学者持反对意见，认为所有权集中度与绩效负相关（Grossma和Hart，1980；Jensen，1989；Roe，1994）。随着研究的深入，学者们利用托宾Q值、ROA等指标研究发现公司价值与股权结构之间具有非线性关系（McConnell和Servaes，1990；Morck，Nakamura和Shivdasani，2000），包括我国学者在内的多数学者都利用实证研究的方法得出股权集中度与公司绩效呈显著的倒U型曲线关系的结论（杜莹、刘立国，2002；孙永祥、黄祖辉，1999；田利辉，2005）。

从国内外相关文献的研究结果可以看出，对所有权结构与公司绩效关系的研究并未取得一致的结论。国内外学者在研究上市公司股权结构与公司绩效时，多采用单指标回归方式研究，而股权结构与公司绩效应该采用多指标综合衡量（朱勇，2007）。一方面，学者们对公司绩效的衡量大多使用ROA及Tobin´s Q值，但鲜有学者对比各指标差异及其与国有上市公司股权结构的关系，找出国有上市公司绩效衡量指标及其特点，为国企混合所有制改革提供绩效评价依据。另一方面，关于公司股权结构指标，学者们多选择股权集中度为最主要的衡量指标，并且仅以赫芬德尔指数（H指数）来衡量，但实际上除了H指数，还有Z指数、S指数等指标，其代表的股权结构侧重点有所不同，不能一概而论。

三、理论研究及假设检验

学者们研究股权结构与公司绩效关系很多是在两权

分离理论基础上，股东监管能力随着股权分离而下降，从而存在经营者个人“逆向选择”的私利行为而损害公司股东利益，从而以提高内部人持股比例和股权集中度即大股东持股比例的方式促进公司价值的提高。此外，剩余利润占有理论、资产理论、私有化理论等都为本文的研究奠定了理论基础。根据相关理论及文献研究，结合本文研究目的，提出如下假设：

假设1：ROA与企业股权结构呈倒U型曲线关系；

假设2：Tobin´s Q值与企业股权结构呈倒U型曲线关系；

假设3：Z指数与公司绩效呈倒U型曲线关系；

假设4：S指数与公司绩效呈倒U型曲线关系；

假设5：H指数与公司绩效呈倒U型曲线关系；

假设6：国有股比例与公司绩效关系可以为混合所有制改革提供实证依据；

假设7：高管人员持股比例与公司绩效关系可以为混合所有制改革提供实证依据。

四、实证分析

1. 数据样本的来源和选择。研究样本来自在上海和深圳证券交易所上市的309家国有上市公司2012～2014年三年的数据。为保证研究的谨慎性，本文对相关数据信息披露不全的样本企业予以剔除。国有上市公司中包括央企与地方国企。所有数据来源于国泰安数据库。

2. 指标选取及描述性统计。具体的变量指标选取如表1所示，各变量的描述性统计结果如表2所示。

3. 模型。为了检验假设1～假设7，本文使用以下回归模型：

$$Y_i=\alpha_0+\alpha_1A_i+\alpha_2X_i+\mu_i$$

式中：Y_i是ROA、CMA、TAR和Tobin´s Q的名义变量；X_i是SSP、SMR、OCR、Z指数、S指数和H指数的名义变量；A_i是第i家企业总资产规模。

4. 回归结果。本文利用Eviews6.0对样本数据进行回归，回归结果如表3所示。

五、结论

1. 从ROA与各股权结构指标回归结果可以看出，回归结果均不显著，即以ROA平方衡量的公司绩效与股权结构并无明显的相关关系，拒绝假设1。

2. Tobin´s Q值与SSP、SMR、OCR、Z指标、S指标和H指标均具有明显的相关关系，并且均呈明显的倒U型关系，接受假设2。

表1　变量表

变量性质	变量缩写	变量名称	变量解释
因变量	ROA	总资产净利润率	总资产净利润率(ROA)=净利润/总资产平均余额；总资产平均余额=(资产合计期末余额+资产合计上年同期期末余额)/2
	CMA	资本保值增值率	资本保值增值率=所有者权益合计本期期末值/所有者权益合计上年同期期末值
	TAR	总资产增长率	总资产增长率=(资产总计本期期末值-资产总计上年同期期末值)/资产总计上年同期期值
	Tobin´s Q	托宾Q值	Tobin´s Q值=市值/资产总计
自变量	SSP	国有股比例	国有股份占股本总数比例
	SMR	高管股权比例	高级管理人员持股比例
	OCR	股权集中指标	股权集中指标为公司前10位流通股股东持股比例之和
	Z	Z指数	公司第一大流通股股东与第二大流通股东持股比例比值
	S	S指数	公司第二大流通股股东至第十大流通股股东持股比例之和
	H	H指数	Herfindahl指数，采用第一大流通股股东持股比例平方和
控制变量	A	总资产	本文利用总资产代表企业规模，并且在数值上对总资产取以10为底的对数

表2　2012～2014年数据描述性统计表

	变量	ROA	CMA	TAR	TOBIN´S Q	SSP	SMR	OCR	Z	S	H	A
2012年	平均值	0.03	1.25	0.23	1.63	0.13	0.00	45.30	16.64	13.91	0.14	9.94
	最大值	0.35	95.04	15.62	10.17	0.86	0.24	97.86	285.71	61.58	0.75	13.24
	最小值	(0.27)	(76.07)	(0.41)	0.73	0.00	0.00	0.68	1.00	0.53	0.00	8.49
	标准差	0.06	8.49	1.17	1.03	0.21	0.02	24.63	31.72	11.96	0.13	0.86
	变量	ROA	CMA	TAR	TOBIN´S Q	SSP	SMR	OCR	Z	S	H	A
2013年	平均值	0.02	1.25	0.27	1.73	0.09	0.00	0.61	0.18	0.19	0.20	10.00
	最大值	0.25	13.92	24.98	11.75	0.73	0.44	0.98	2.62	0.62	0.75	13.28
	最小值	(1.56)	(1.84)	(0.87)	0.71	0.00	0.00	0.22	0.01	0.01	0.01	8.50
	标准差	0.11	1.15	1.56	1.27	0.18	0.03	0.16	0.31	0.14	0.13	0.86
	变量	ROA	CMA	TAR	TOBIN´S Q	SSP	SMR	OCR	Z	S	H	A
2014年	平均值	0.05	1.82	0.32	2.13	0.08	0.00	48.67	16.09	15.01	0.15	10.05
	最大值	7.25	187.25	45.46	19.35	0.80	0.37	98.07	434.39	61.30	0.75	13.31
	最小值	(0.45)	(3.34)	(0.50)	0.77	0.00	0.00	1.72	1.00	0.19	0.00	8.49
	标准差	0.42	10.70	2.65	1.77	0.17	0.03	22.31	32.70	12.25	0.13	0.86

注：()中的数字代表负值。

表 3 **回归结果表**

变量		ROA	CMA	TAR	Tobin´s Q	变量	ROA	CMA	TAR	Tobin´s Q
2012年	A	(0.01)	0.27	(0.01)	(0.56)***	A	(0.01)	0.26	(0.02)	(0.56)***
	SSP^2	0.01	(2.51)*	1.41*	(1.33)***	Z^2	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)*
	R^2	0.01	0.01	0.03	0.25	R^2	0.01	0.01	0.01	0.22
	D.W	2.08	2.00	2.05	0.81	D.W	2.07	2.00	2.02	1.92
	A	(0.01)	0.27	(0.02)	(0.55)***	A	(0.00)	0.35	0.01	(0.63)***
	SMR^2	1.03	12.89	(2.28)	9.22	S^2	0.01	0.01*	(0.01)	0.01***
	R^2	0.01	0.01	0.01	0.22	R^2	0.01	0.01	0.01	0.25
	D.W	2.08	2.00	2.02	1.92	D.W	2.07	2.00	2.02	1.94
	A	(0.01)	0.70	0.08*	(0.68)***	A	(0.01)	0.55	0.02	(0.61)***
	OCR^2	0.01	(0.01)	(0.01)***	0.01***	H^2	0.07	(10.05)	1.43*	(1.80)**
	R^2	0.01	0.01	0.02	0.25	R^2	0.01	0.01	0.01	0.23
	D.W	2.08	1.99	2.02	1.94	D.W	2.07	2.00	2.02	1.93
变量		ROA	CMA	TAR	Tobin´s Q	变量	ROA	CMA	TAR	Tobin´s Q
2013年	A	0.01	(0.01)***	0.01***	(0.71)***	A	0.01	(0.03)	(0.01)	(0.69)***
	SSP^2	0.04	(2.77)***	5.05***	(1.90)***	Z^2	(0.01)	(0.05)	0.09	(0.18)***
	R^2	0.01	0.06	0.10	0.24	R^2	0.01	0.01	0.01	0.22
	D.W	2.20	1.67	2.06	1.94	D.W	2.19	1.67	2.05	1.95
	A	0.01	(0.01)***	(0.01)***	(0.70)***	A	0.01	(0.06)**	(0.02)	(0.73)***
	SMR^2	0.13	27.68***	22.46***	(1.66)***	S^2	0.04	1.40**	0.36	1.81***
	R^2	0.01	0.07	0.03	0.22	R^2	0.01	0.01	0.01	0.23
	D.W	2.20	1.64	2.04	1.95	D.W	2.20	1.66	2.05	1.97
	A	0.01	(0.08)	(0.13)	(0.72)***	A	0.01	(0.04)	(0.12)***	(0.67)***
	OCR^2	0.04	0.40	0.93***	0.23***	H^2	0.06	0.55	3.66***	(0.82)***
	R^2	0.01	0.01	0.01	0.22	R^2	0.01	0.01	0.03	0.22
	D.W	2.20	1.65	2.04	1.95	D.W	2.20	1.67	2.04	1.96
变量		ROA	CMA	TAR	Tobin´s Q	变量	ROA	CMA	TAR	Tobin´s Q
2014年	A	(0.04)	(0.47)	0.24	(1.02)***	A	(0.04)	(0.47)	0.21	(1.01)***
	SSP^2	(0.11)	(2.25)*	1.08*	(2.73)***	Z^2	(0.01)	0.01	0.01**	(0.01)
	R^2	0.01	0.01	0.01	0.27	R^2	0.01	0.01	0.02	0.25
	D.W	1.98	2.01	2.00	1.94	D.W	1.98	2.01	1.99	1.94
	A	(0.04)	0.02	0.25	(1.02)***	A	(0.05)*	(0.34)	0.31*	(1.14)***
	SMR^2	0.42	661.17***	16.48*	(1.68)*	S^2	0.01	0.01**	(0.01)	0.01***
	R^2	0.01	0.42	0.01	0.25	R^2	0.01	0.01	0.01	0.28
	D.W	1.98	1.86	1.99	1.94	D.W	1.98	1.99	2.00	1.96
	A	(0.04)	(0.05)	0.41**	(1.21)***	A	(0.04)	(0.32)	0.33*	(1.04)***
	OCR^2	0.01	(0.01)	(0.01)*	0.01***	H^2	(0.01)	(5.03)	(3.29)*	1.06*
	R^2	0.01	0.01	0.02	0.28	R^2	0.01	0.01	0.01	0.25
	D.W	1.98	1.99	2.00	1.96	D.W	1.98	2.01	2.00	1.94

注:()中的数字代表负值;***、**和*分别代表在1%、5%和10%的置信水平下显著。

3. Z指数的回归仅在Tobin´s Q值上明显,呈倒U型关系,这个结果证明了大股东“一股独大”现象的弊端,即当第一大股东与第二大股东持股比例差别过大反而不利于公司绩效和价值增长,却也不赞同第二大股东持股过多而可能造成的股权危机和决策风险,接受假设3。

4. S指数回归结果表明,S指数与CMA和Tobin´s Q呈正U型关系,这与H指数和Z指数的回归结果基本对应,即增加第二到第十大股东的持股比例在一定程度上可以促进公司股东的监管作用和公司决策的科学性,从而增加公司资产保值增值能力,接受假设4。

智力资本、股权结构与经营绩效

张 萍，俞 静(副教授)

(河海大学商学院，南京 211100)

【摘要】本文选取高科技企业和传统制造业企业上市公司样本进行对比分析,发现不同行业的上市公司获利能力存在显著差异,高科技企业的获利能力优于传统制造业。本文从股权结构角度分析高科技企业中智力资本对企业绩效的影响,研究结果表明,物质资本与企业绩效呈显著的正向相关关系,结构资本、人力资本对企业绩效有正向影响,但是不显著。国有企业中结构资本对企业绩效的影响优于民营企业,控股企业的结构资本与企业绩效负相关,非控股企业中结构资本与企业绩效正相关,但都不显著。

【关键词】智力资本；股权结构；经营绩效；公司治理

一、引言

当前我们已进入知识经济时代,经济类型也由传统制造型转为科技智力型,企业的价值创造不再单纯依靠物质资源,转为依靠科技创新、知识、技术等,即智力资本成为企业价值创造的驱动因素。智力资本能够使企业在激烈的市场竞争中保持竞争优势,更加从容地应对市场环境的变化。中国处于经济转型时期,既充满挑战也富有机遇,企业要想在市场中获得长远发展,就要创造自己的核心竞争优势,重视发展智力资本。

那么,智力资本具体是如何影响经营绩效的呢?不同行业中,智力资本对经营绩效的影响是否有显著差异?不同股权结构的企业,智力资本对经营绩效又是否存在

---

5. H指数在与TAR和Tobin´s Q值回归时较显著,与TAR呈正U型关系,与Tobin´s Q呈倒U型关系,同样否认了“一股独大”现象对公司每股收益和市值的正的影响,但是也肯定了第一大股东对公司资产增长的正向作用效果,接受假设5。

6. 从国有股比例角度看,SSP与CMA、TAR和Tobin´s Q回归结果显著,与CMA和Tobin´s Q呈倒U型关系,与TAR呈正U型关系,这与实际是相符的。国有股比例达到一定水平,是有利于国有资本保值增值的,混合所有制企业改革最重要的是防止国有资本流失,国有股比例过低很难保证资本保值增值率,而国企Tobin´s Q值却在国有股比例过高时随着国有股比例增高而逐渐下降,这也印证了目前国企改革所要改变的国企的活力的问题,接受假设6。

7. 高管人员持股比例(SMR)回归结果与国有股比例相似,SMR与Tobin´s Q呈倒U型关系,与TAR和CMA呈正U型关系。区别在于SSP与CMA呈倒U型关系,而SMR与CMA呈正U型关系,这主要是因为目前国企股权激励程度较低,高管持股比例较低,所以样本数据处于低高管持股比例范围内,并不能完全体现高持股比例下企业业绩情况。同时,回归结果也说明在国企中,股权激励方式在提高利润与收益方面成效显著,但是,在公司市值和资本保值增值方面公司业绩并不会随着高管股权激励的增加而持续增加,甚至有可能发生高管为增加利润和收益数值而做出损害公司价值的行为,接受假设7。

本文重点对公司股权结构与公司绩效关系做了较多的探索,而对具体的国有股比例、高管激励中高管持股比例等尚未涉及,有待今后进一步研究,从而为混合所有制改革提供更加充分的实证依据。

主要参考文献

Megginson, William L., Jeffery M. Netter. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization[J]. Journal of Economic Literature,2001(39).

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).

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).

吴淑琨.股权结构与公司绩效的U型关系研究——1997~2000年上市公司的实证研究[J].中国工业经济,2002(1).

田利辉.国有股权对上市公司绩效影响的U型曲线和政府股东两手论[J].经济研究,2005(10).

【基金项目】国家发改委重大改革研究课题“国有企业发展混合所有制经济研究”