

第一大股东、股权集中度和公司绩效

谢 军

摘要：第一大股东的持股普遍具有积极的治理功能，第一大股东的治理动力随着其持股的增加而增大。无论控股股东的性质如何，大股东持股都能够强化控股股东改善公司绩效的动机。但是，激励效应的强度受其性质的显著影响：流通股股东控股比例的解释力最强，法人股股东其次，国家股股东最弱。流通股股东随着其对公司管理控制权的增大，其激励作用发生了根本性的改变：由消极的激励功能转化为积极的治理功能。作为控股股东的流通股股东所发挥的积极治理功能还表明，流通股比例的消极治理影响根本源于流通股股东的非控股地位及其所产生的权利弱化。股权越集中，大股东参与管理改善的动机和能力就越强。对于中国现行的市场环境和法律制度而言，较高程度的集中控股是一个有效的公司治理结构。另外，控股股东性质的改变也会导致治理激励强度的显著改变。

关键词：第一大股东 国家股 法人股 流通股 股权集中度 成长性

Berle 和 Means(1932)指出：股份的广泛分散使所有者的福利损失，因为公司结构越分散，股东安排决策控制权的成本就越高，管理者用其他目标替代财富最大化的目标就越容易。Berle-Means 的分析意味着，第一大股东或控股股东的存在有助于改善公司绩效，并营造一个更具活力的公司治理制度。本文以我国上市公司为基础，实证考察第一大股东以及股权集中度对公司业绩的治理效应，并为公司股权结构的改革和大股东治理机制的优化举措提供经验证据。

一、文献回顾

对于一个拥有众多股东的公共公司而言，分散持股会稀释股东的监督激励。小股东们几乎没有动机参与对管理绩效的评估和监督。而大股东则有较强的激励提供“管理监督”这一公共物品，因为他们可以从公司绩效的改善中获得更多的监督收益（由于其较高的持股）。股权持有对股东参与管理监督和控制的激励称为权益激励。Xu 和 Wang (1999)发现：企业的获利能力与法人股的份额呈正相关关系，而与国家股的份额和流通股的份额呈负相关关系。Qian 和 Tong(2003)的研究也得出相似的结论：国家股对公司绩效具有负面效应，法人股对公司绩效则具有积极效应。陈晓和江东(2000)发现，在竞争性行业，国家股具有负面影响，法人股和流通

股具有正面影响。陈小悦和徐晓东(2001)观察到，流通股比例与公司业绩负相关，国家股比例和法人股比例对公司业绩的影响不显著。徐晓东和陈小悦(2003)的研究显示，第一大股东为非国家股股东的公司较国家控股的公司具有更高的价值和更强的盈利能力。王会芳(2004)考察了第一大股东变更对公司绩效所带来的影响，但她没有观察到第一大股东变更对公司业绩具有显著的影响。苏卫东和黄晓艳(2004)发现，“一股独大”会助长经营者机会主义；民营控股的上市公司在防治机会主义方面具有明显的制度优势。上述研究主要围绕股权结构，计量国家股、法人股和流通股比例对公司绩效的影响力，大多没有估计第一大股东的性质及其持股对公司绩效和价值的解释力；还有，对公司业绩的衡量指标多选用财务指标。财务指标（如，净资产收益率和经营利润率）无法反映考虑风险结构对投资回报率的影响，而且可能会因为公司管理当局的盈余管理而丧失客观性和真实性。本文将重点研究第一大股东对公司绩效的实证影响，并将选用代表企业成长性的价值指标作为公司治理绩效的评价指标。

二、制度背景和研究目的

1. 制度背景分析

中国上市公司的股权类型典型地划分为国家股、法人股和流通股，其中，国家股和法人股目前尚

不能流通。从制度安排和组织结构上来看,不同类型的股东具有不同的公司治理激励。

国有股(包括国家股和国有法人股)的产权主体多为各级政府和主管部门。当政府机关的各级官员作为国家股法定代表行使其控制权,会造成现金流权利和控制权利的严重不对称分布。因此,作为国家股代表的官员很难有利益驱动去监督和控制公司经理以提高公司的价值和经营绩效。另外,持有国家股的政府机构有着各自的行政目标,这些行政目标常常与股东价值最大化的目标不尽相同。综上所述,国有股具有较高等度的负面治理功能。但是,相对分散化的流通股而言,集中化的国家股权可能又具备一定的制度优势,因为国家股股东也会拥有一定的经济动机,并且有能力去改善公司绩效(由于其控股地位)。

法人股的产权主体多为盈利性企业或机构。法人股虽然不可在股市上流通,但可通过协议转让。法人进行股权投资的动机在于获得各种形式的投资收益以及其他兼并协同效应等。还有一部分法人股为上市公司发起人所持有,这些发起人往往是上市公司的奠基人,或者被上市公司奠基人所控股。因此,这部分法人股股东有特别强烈的动机关注公司价值。虽然法人股股东缺乏“用脚投票”的机制(由于法人股的非流通性),但是由于较集中的持股,他们能够更有力地通过“用手投票”在董事会中占有一席之地,直接参与公司的决策。由于法人股股东的政治动机较少,因此法人股股东具有更强的激励去监督和控制公司管理层,并引导企业追求股东价值最大化的目标。

流通股是三种股票中惟一可在公开股票市场上交易的股票。流通股股东可以直接从股票的升值中获得资本收益,因此,他们是最有动机去密切关注公司价值和成长性的股东。从理论上讲,流通股股东可通过参加股东大会投票选举和更换董事会成员来对公司管理层实施监控。然而,在目前阶段,大多数流通股股东为个人股东,机构投资者甚少,个人股东的有限资金决定了流通股的分布较为分散。流通股股权的分散性决定了小股东对“用手投票”机制的放弃,也导致了流通股股东在公司决策系统中的严重缺位。因此,当流通股小股东的利益与法人股等大股东的利益相冲突时,小股东的利益很难得到保障和照顾。所以,尽管流通股股东具有很强的动机去改善公司业绩,但由于在公司治理体系中的弱势地位,他们往往无能为力。

2. 理论模型和研究目的

(1) 理论模型

上述的制度背景分析表明,国家股股东、法人股股东和流通股股东具有不同的股权激励。法人股股东具有较强的积极性治理激励功能,并且有能力提升企业价值。国家股股东的治理激励具有“两面

性”:一方面他们具有负向的治理激励,另一方面他们具有一定的正向治理激励。流通股股东的治理激励和监督能力取决于控股程度;当流通股股东成为控股股东时,他会有较强的动机去关注和改善公司绩效,提升公司价值。

$$I(x) = k V(x) - C(x) \dots\dots\dots (1)$$

$I(x)$ ——第一大股东的净收益;

$V(x)$ ——企业价值, $\partial V / \partial x > 0$, $\partial^2 V / \partial x^2 < 0$;

$C(x)$ ——第一大股东的努力成本, $\partial C / \partial x > 0$, $\partial^2 C / \partial x^2 < 0$;

——第一大股东的持股份额(> 0);

k ——第一大股东持股代理人所分享的份额(> 0)。

第一大股东的均衡努力解:

$$\frac{\partial I}{\partial x} = k \frac{\partial V}{\partial x} - \frac{\partial C}{\partial x} = F(k, x) = 0 \dots\dots (2)$$

对(2)式应用隐函数定理:

$$dx/dk = - \frac{\partial F / \partial k}{\partial F / \partial x} = - \frac{kV}{kV - C} > 0 \dots (3)$$

$$dx/dk = - \frac{\partial F / \partial k}{\partial F / \partial x} = - \frac{V}{kV - C} > 0 \dots (4)$$

(3)式和(4)式的结果显示,持股份额(k)的增加会激励第一大股东投入更多的努力去实施监督和管理;分享份额(k)的增加会激励第一大股东代理人投入更多的努力去实施监督和管理;第一大股东努力投入的增加会提高企业价值,激励强化具有价值创造的功能。作为法人股股东和流通股股东的第一大股东能够完全分享其管理努力所创造的净收益(即 $k=1$);因此,法人股股东和流通股股东具有比国家股股东更强的激励去改善公司业绩。另外,只要 $k > 0$, $dx/dk > 0$,这意味着,如果国家股股东的代理人的报酬与其管理业绩挂钩,作为第一大股东的国家股代理人就有激励去提升公司价值。

(2) 理论预期和研究目的

理论模型的结果预期,作为法人股股东和流通股股东的第一大股东具有较强的管理激励,而作为国家股股东的第一大股东也有激励改善公司绩效;第一大股东持股具有积极的激励效应。本文的研究目的在于:利用上市公司的数据估计并比较第一大股东以及股权集中度的治理激励方向和强度,检验我们的理论模型对现实的解释能力。

三、实证研究设计:变量和模型

本文主要考察第一大股东的性质和持股以及股权集中度与公司绩效之间的计量关系。对公司绩效的评价指标,我们选择公司成长性指标。成长性代表企业未来投资机会,是一种管理价值;它体现了公司管理质量和公司治理的制度效率。

经济学教科书通常用 Tobin's Q 值是衡量企业的成长性和投资价值(Varian,1990)。传统上,学术研究在计算我国上市公司 Q 值时,将非流通的国家

股和法人股定价为账面价值(徐晓东、陈小悦, 2003)。为了避免选用Q值所带来的计量性问题,本文选择市净率(market-to-book, P/B)作为公司成长性的量化指标。

本研究所采用的基本计量模型为:

$$Y = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 P + \epsilon$$

Y: 公司成长性变量, X: 第一大股东和股权集中度变量, P: 一组企业特异性控制变量, 用于控制和剔除企业特异性(specification)的影响, α : 截距, ϵ : 残差项。本研究将分别建立第一大股东的性质和持股以及股权集中度与公司成长性的回归模型, 运用OLS方法考察第一大股东性质及其持股对公司绩效的影响力, 计量股权集中度的激励效应(具体的变量说明及描述见表1)。

表1 变量定义一览表

变量(符号)	性质	描述	备注
市净率(P/B)	被解释变量	年末每股市价与年末每股净资产之比	
第一大股东为国家股股东(SS)	解释变量	虚拟变量: 第一大股东为国家股股东, 该变量取值“1”; 否则, 取“0”	为了避免多重共线性问题, 同一模型中, 第一大股东变量最多只能选择其中两个。
第一大股东为法人股股东(LS)	解释变量	虚拟变量: 第一大股东为法人股股东, 该变量取值“1”; 否则, 取“0”	
第一大股东为流通股股东(PS)	解释变量	虚拟变量: 第一大股东为流通股股东, 该变量取值“1”; 否则, 取“0”	
第一大股东持股(Largest)	解释变量	第一大股东的持股总数占总股本比重	
LargestSS	解释变量	Largest × SS	
LargestLS	解释变量	Largest × LS	
LargestPS	解释变量	Largest × PS	
股权集中度(Largestshare)	解释变量	前十大股东的持股数和占总股本比重	
企业规模(size)	控制变量	企业账面总资产的对数	
资产结构(fixed)	控制变量	固定资产比重	
财务杠杆(lever)	控制变量	企业资产负债率	
行业(IA, IB, IC, ID, IE, IF, IG, IH, IJ, IK, IL)	控制变量	设置12个虚拟变量(IA, IB, IC, ID, IE, IF, IG, IH, IJ, IK, IL); 如果该公司属于第i个行业, $I_i=1$; 反之, $I_i=0$	中国证监会将上市公司划分为13个行业, 本研究以综合业为基底, 设置12个虚拟变量
市净率: 行业均值(P/Bmean)	控制变量	该变量值取各公司所处行业的市净率均值	该变量作为行业控制的替代变量

注: 由于是2003年数据的横截面分析, 所有变量的取值均为2003年或2003年末数据。

四、描述性统计

1. 样本和数据

本文选择2003年12月30日之前在上海证券交易所上市并且至今交易的763家上市公司作为研究样本; 在计量分析中, 剔除16家财务异常(如净资产为负)或数据缺损的公司, 最后的计量观察样本为剩余的747家公司。样本公司共涉及13个大类行业, 分别为农林牧渔业、采掘业、制造业、电力煤气及水的生产和供应业、建筑业、交通运输仓储业、信息技术业、批发和零售贸易、金融保险业、房地产业、社会服务业、传播与文化产业和综合类。本研究进行的是横截面的数据分析, 数据采用样本公司2003年的年报数据, 年报数据来源于中国证券监督管理委员会网站(<http://www.csrc.gov.cn>), 市场数据来自于“巨潮资讯”网站(<http://data.cninfo.com.cn>)。

2. 描述性统计

表2 第一大股东和股权集中度的描述性统计

行业	第一大股东为国家股的公司比例	第一大股东为法人股的公司比例	第一大股东为流通股的公司比例	观察值
农林牧渔业	0.555556	0.444444	0.000000	18
采掘业	0.900000	0.100000	0.000000	10
制造业	0.678899	0.300459	0.020642	436
电力煤气及水的生产和供应业	0.861111	0.138889	0.000000	36
建筑业	0.687500	0.187500	0.125000	16
交通运输仓储业	0.756098	0.195122	0.048780	41
信息技术业	0.469388	0.469388	0.061224	49
批发和零售贸易	0.737705	0.262295	0.000000	61
金融保险业	0.571429	0.428571	0.000000	7
房地产业	0.700000	0.250000	0.050000	20
社会服务业	0.833333	0.166667	0.000000	18
传播与文化产业	0.500000	0.500000	0.000000	6
综合类	0.311111	0.622222	0.066667	45
全部样本	0.663172	0.310616	0.026212	763

	均值	中位值	最大值	最小值	标准差	观察值
第一大股东持股	43.13524	42.52000	85.00000	2.25000	17.01416	763
股权集中度	63.21656	64.38000	99.48000	5.99000	12.86400	763

企业成长性	均值	中位值	最大值	最小值	标准差	观察值
国家股股东控股的公司	2.926310	2.353400	44.68977	0.692396	2.567848	501
法人股股东控股的公司	3.698730	2.448192	106.4515	1.08738	7.653056	227
流通股股东控股的公司	2.861102	2.643375	4.751257	1.464165	0.830699	19
总样本	3.159376	2.408437	106.4515	0.692396	4.723017	747

	国家股股东控股的公司	法人股股东控股的公司	流通股股东控股的公司
国家股股东控股的公司	—	2.023039 ** (1.081819)	0.110380 ** (4.424835)
法人股股东控股的公司	—	—	0.475965 *** (2.794806)
流通股股东控股的公司	—	—	—

注: 表内数字为均值; 检验值, 括号内数字为中位值秩检验值; *为0.01水平显著, **为0.05水平显著, ***为0.10水平显著。

PanelE 主要变量相关系数矩阵(括号内数字为 t 检验值)

	市净率	国家股第一大股东	法人股第一大股东	流通股第一大股东	国家股第一大股东持股	法人股第一大股东持股	流通股第一大股东持股	股权集中度
市净率	1.000000	-0.061355 *** (-1.67783)	0.065863 *** (1.801622)	-0.009214 (-0.2515)	-0.071119 *** (-1.9461)	0.027784 (0.758648)	-0.006192 (-0.16901)	0.026108 (0.712853)
国家股第一大股东		1.000000	-0.942732 * (-77.1443)	-0.231177 * (-6.48559)	0.859686 * (45.93542)	-0.848798 * (-43.8186)	-0.200978 * (-5.59989)	0.174271 * (4.830592)
法人股第一大股东			1.000000	-0.106577 * (-2.92565)	-0.810453 * (-37.7619)	0.900360 * (56.47543)	-0.092654 ** (-2.53989)	-0.161965 * (-4.47993)
流通股第一大股东				1.000000	-0.198740 * (-5.53496)	-0.095957 ** (-2.63126)	0.869365 * (48.01793)	-0.047072 (-1.28624)
国家股第一大股东持股					1.000000	-0.729700 * (-29.1282)	-0.172778 * (-4.78793)	0.367355 * (10.7806)
法人股第一大股东持股						1.000000	-0.083422 ** (-2.28494)	-0.030941 (-0.84493)
流通股第一大股东持股							1.000000	0.076662 ** (2.09864)
股权集中度								1.000000

注: $t = \frac{r}{\sqrt{(1-r^2)/(n-2)}}$; *代表在 0.01 水平显著, **代表在 0.05 水平显著, ***代表在 0.10 水平显著。

表 2 的 PanelA 显示,国家股股东控股的公司多集中于采掘业、水电公用事业、社会服务业和交通运输仓储业等行业,所有行业中有 66.32% 的企业为国家股股东所控制;法人股股东控股的公司多分布于综合业、信息技术业和传播文化业等产业领域,所有行业中有 31.06% 的企业为法人股股东所控制;流通股控股的公司较少,所有行业中只有 2.62% 的企业为流通股股东所控制。表 2 的 PanelB 显示,第一大股东的平均持股比例为 43.14%, 股权集中持股比例平均为 63.22%。表 2 的 PanelC 和 D 显示,不同股东控制的企业在绩效(成长性)水平上存在着一定的差异,就平均成长性而言,法人股股东控股的公司成长性最高,流通股股东控股的公司成长性最低;显著性检验的结果表明,法人股股东控制的公司成长性均值显著高于国家股股东控制的公司,流通股股东控制的公司成长性中位值显著高于国家股股东和法人股股东控制的公司。表 2 的 PanelE 显示,

公司成长性与国家股第一大股东和国家股第一大股东持股显著负相关,与法人股第一大股东显著正相关;而且,国家股第一大股东和法人股大股东与股权集中度分别显著正相关和负相关(这表明,国家股股东控制的公司股权相对更为集中,法人股股东控制的公司股权相对更为分散)。

五、第一大股东和股权集中度的激励效应

1. 回归计量结果:总样本基础

本文首先以总样本公司为基础,建立了 21 个回归模型(包括加权调整模型),运用 OLS 方法,估计了第一大股东和股权集中度对公司价值的解释力。模型 1-8 测定了第一大股东性质对公司成长性的影响力(见表 3);模型 9-17 测定了第一大股东持股对公司成长性的影响力(见表 4);模型 18-21 测定了股权集中度对公司成长性的影响力(见表 5)。

表 3 第一大股东性质与公司成长性的回归关系(回归系数表)

解释变量	被解释变量:企业成长性(市净率)							
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6(模型 5 的加权回归)	模型 7	模型 8(模型 7 的加权回归)
截距	3.634035 *	2.923928 *	3.167161 *	2.926310 *	13.71247 *	13.70067 *	11.36157 *	11.33266 *
SS	-0.707725** (0.0542)							
LS		0.774802 ** (0.0391)		0.772419 * (0.0410)	0.397883 (0.2635)	0.369660 * (0.0000)	0.212617 (0.5531)	0.219773 * (0.0000)
PS			-0.306059 (0.7806)	-0.065208 (0.9528)	0.232317 (0.8211)	0.155757 * (0.0000)	0.024366 (0.9810)	0.066428 * (0.0000)
Size					-2.835545 *	-2.832060 *	-2.800763 *	-2.791814 *
Fixed					0.011438 *	0.011459 *	0.012197 *	0.011941 *
Lever					0.079433 *	0.079339 *	0.076581 *	0.076603 *
PBmean							0.739763 *	0.734368 *
R-squared	0.004966 **	0.005700 **	0.000104	0.005705	0.142713 *	1.000000 *	0.154111 *	1.000000 *
F- 检验值	3.718102	4.271214	0.077660	2.134501	24.67086	7.75E+14	22.46986	1.17E+12
P 值	0.054205	0.039108	0.780571	0.119028	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
White 异方差检验 P 值			0.809788	0.251076	0.000000 *		0.000000 *	

注:观测值为 747 家公司;表内数字为解释变量的回归系数,对应括号内数字为 P 值,截距和控制变量的 P 值省略;*为 0.01 水平显著,**为 0.05 水平显著。由于异方差干扰可能会降低解释变量的显著性,因此对解释变量不显著的模型进行 White 异方差检验,并对异方差显著的模型用残差项进行加权回归。

表 4

第一大股东持股与公司成长性的回归关系(回归系数表)

解释变量	被解释变量:企业成长性(市净率)								
	模型 9	模型 10	模型 11(模型 10的加权回归)	模型 12	模型 13(模型 12的加权回归)	模型 14	模型 15(模型 14的加权回归)	模型 16	模型 17(模型 16的加权回归)
截距	4.096306*	13.50930*	13.39248*	10.70366*	10.63064*	13.37949*	13.45725*	17.31218*	17.17306*
Largest	-0.022380** (0.0253)	0.005330 (0.5857)	0.005206* (0.0000)	0.009453 (0.3337)	0.009884* (0.0000)				
LargestSS						0.005995 (0.544)	0.006017* (0.0000)	0.012637 (0.221)	0.012004* (0.0000)
LargestLS						0.009331 (0.5019)	0.009300* (0.0000)	0.013178 (0.3516)	0.012180* (0.0000)
LargestPS						0.019375 (0.6159)	0.023572* (0.0000)	0.026980 (0.4874)	0.016915* (0.0010)
Size		-2.787710	-2.754614	-2.754567	-2.733699	-2.780661	-2.797326	-3.245312	-3.213299
Fixed		0.009963**	0.009321*	0.010972**	0.011145*	0.010087**	0.009722*	0.007864	0.007474*
Lever		0.076768*	0.076032*	0.074406*	0.074164*	0.077108*	0.077680*	0.079841*	0.078221*
P/Bmean				0.799736*	0.783828*				
行业虚拟变量								行业控制	行业控制
R-squared	0.006706**	0.130624*	0.999999*	0.144724*	1.000000*	0.130920*	1.000000*	0.156416*	1.000000*
F- 检验值	5.022648	27.83388	1.44E+08	25.04346	8.53E+11	18.55403	3.48E+12	7.488817	9.59E+09
P 值	0.025312	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
White 异方差检验 P 值		0.000000*		0.000000*		0.000000*		0.000000*	

注:观测值为 747 家公司;表内数字为解释变量的回归系数,对应括号内数字为 P 值,截距和控制变量的 P 值省略;*为 0.01 水平显著,**为 0.05 水平显著。由于异方差干扰可能会降低解释变量的显著性,因此对解释变量不显著的模型进行 White 异方差检验,并对异方差显著的模型用残差项进行加权回归。

表 3 的结果显示:法人股股东控股的公司成长性显著高于其他股东类型的公司;国家股股东控股的公司成长性显著低于法人股股东控股的公司,不显著地高于流通股股东控股的公司。在控制了企业规模、资产结构、财务杠杆和行业效应的影响之后,法人股股东和流通股股东控制的公司成长性显著高于国家股股东控制的公司(其中,法人控股股东的治理效应高于流通控股股东)。

表 4 的模型 10-13 的结果显示,在控制了企业规模、资产结构和财务杠杆以及行业属性的影响之后,并经过残差项的加权调整处理后,第一大股东持股比例对企业成长性具有显著的正向解释力。模型 15 的结果显示,在控制了企业规模、资产结构和财务杠杆的成长性效应之后,并经残差项的加权调整,国家股股东、法人股股东和流通股股东的控股比例对企业成长性均具有显著的正向影响力,其中,流通股股东控股比例的解释力最强,法人股股东其次,国家股股东最弱。模型 16 的结果显示,在增加了对行业影响的控制之后,国家股股东、法人股股东和流通股股东的控股比例对企业成长性仍然具有显著的正向影响力,而且激励强度的排序没有改变(但持股激励强度的差异程度有较大幅度的减弱)。上述结果表明,股权持有存在着积极的治理激励功能,第一大股东改善公司绩效的动机会随着其持股的增加而增强。另外,控股股东的性质会影响其持股的激励强度,流通股股东具有最强的激励倾向,国家股股东具有最弱的激励倾向,法人股股东介于两者之间。

表 5 显示,在控制了企业规模、资产结构和财务

杠杆以及行业属性的影响之后,股权集中度(前十大股东的持股总和比例)对企业成长性存在显著的正向解释力。这表明,集中式的股权结构有利于公司成长性的改进,具有积极的治理功能。

表 5 股权集中度与公司成长性的回归关系(回归系数表)

解释变量	因变量:企业成长性(市净率)			
	模型 18	模型 19	模型 20	模型 21
截距	2.522922*	11.65054*	8.180184*	15.62878*
Largestshare	0.009495 (0.4764)	0.040032* (0.0017)	0.047683* (0.0002)	0.045062* (0.0007)
Size		-2.90770*	-2.865734*	-3.343177*
Fixed		0.009299**	0.010353**	0.007465
Lever		0.081129*	0.078503*	0.081595*
P/Bmean			0.902049*	
行业虚拟变量				行业控制
R-squared	0.000682	0.141717*	0.159502*	0.167953*
F- 检验值	0.507495	3058779	2808610	9.197037
P 值	0.476449	0.000000	0.000000	0.000000
White 异方差检验 P 值	0.943527			

注:观测值为 747 家公司;表内数字为解释变量的回归系数,对应括号内数字为 P 值,截距和控制变量的 P 值省略;*为 0.01 水平显著,**为 0.05 水平显著。

2. 回归计量结果:亚样本基础

本文将总样本公司按照第一大股东的性质分为两个亚样本:国家股股东控股的公司样本和法人股股东控股的公司样本(流通股股东控股的公司数量太少,该亚样本在此不作分析),然后建立了相应的回归模型,估计并比较不同性质第一大股东的持股

激励强度(见表6)。

模型23和模型25的结果显示,控股股东的持股比例对公司成长性均具有显著的积极效应(无论第一大股东性质);对于法人股股东控制的公司而言,第一大股东持股的激励强度更大。模型27的结果进一步显示,国家股股东控股的公司的成长性显著较低;而且,对于国家股股东控制的公司而言,第

一大股东持股对公司成长性具有显著的额外负面效应。上述结果表明,无论对于国家股股东还是法人股股东,第一大股东持股都具有显著的积极的治理激励效应,较大的持股将控股股东的利益与其他股东的利益更好地协调了起来;但是,法人股股东的持股激励显著高于国家股股东,这意味着,控股股东的性质改变有助于公司治理的改善。

表6 第一大股东持股与公司成长性的回归关系(回归系数表)

解释变量	被解释变量:企业成长性(市净率)					
	国家股股东控股的公司样本 (观察值:501)		法人股股东控股的公司样本 (观察值:227)		混合样本 (观察值:728)	
	模型22	模型23(模型22 的加权回归)	模型24	模型25(模型24 的加权回归)	模型26(经残差项加 权调整后的回归结果)	模型27(经残差项加 权调整后的回归结果)
截距	8.129456*	8.194167*	25.84483*	25.33030*	10.66403*	12.11634*
SLS						-1.927383*
Largest	0.007327 (0.2913)	0.007111* (0.0000)	0.013894 (0.6643)	0.014471* (0.0000)	0.009343* (0.0000)	0.016317* (0.0000)
Largest*SLS						-0.0043344* (0.0000)
Size	-1.583433*	-1.597180*	-7.001642*	-6.988009*	-2.792701*	-2.812293*
Fixed	0.002816	0.002845*	0.094900*	0.093097*	0.011071*	0.011738*
BHLever	0.044734*	0.045189*	0.146046*	0.145465*	0.077111*	0.076692*
PBmean	0.192414	0.190987*	1.288021*	1.456056*	0.837123*	0.775220*
R-squared	0.141180*	1.000000*	0.278085*	1.000000*	1.000000*	1.000000*
F- 检验值	16.27447	1.29E+13	17.02607	99455662	3.07E+09	9.27E+08*
P值	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000*
White异方差检验 P值	0.000006		0.000000			

注:总样本观测值为747家公司;表内数字为自变量的回归系数,对应括号内数字为P值,截距和控制变量的P值省略;*为0.01水平显著。由于异方差干扰可能会降低解释变量的显著性,因此对解释变量不显著的模型进行White异方差检验,并对异方差显著的模型用残差项进行加权回归。

3. 敏感性分析

由于本研究所用数据为横截面数据,因此模型不会存在较严重的序列自相关问题。另外,根据VIF(方差膨胀因子)法,本研究的所有模型均不存在多重共线性问题。

4. 第一大股东和股权集中度的治理激励效应

通过对第一大股东和股权集中度的治理激励功能的考察,本文发现,第一大股东持股具有积极的治理功能。较高的持股会激励第一大股东更密切地关注公司业绩,并更积极地实施管理监督和管理改善。但是,第一大股东性质会对权益激励强度产生显著影响,流通股股东控股比例的解释力最强,法人股股东其次,国家股股东最弱。这表明,流通股股东随着其对公司管理控制权的增大,其激励作用发生了根本性的改变(由消极的激励功能转化为积极的治理功能)。^⑩此外,股权集中度对公司绩效具有积极的治理功能。这意味着,股权越集中,大股东参与管理改善的动机和能力就越强。第一大股东和股权集中度的治理激励效应进一步验证了股权结构的权益激励结构,也验证了Shleifer和Vishny(1986)的“大股东理论”。

六、结论及政策意义

本文计量了第一大股东和股权集中度与公司成

长性的经验关系,考察了我国上市公司的股东激励效应。我们的经验结果表明,第一大股东的持股普遍具有积极的治理功能,第一大股东的治理动力随着其持股的增加而增大。无论控股股东的性质如何,大股东持股都能够强化控股股东改善公司绩效的动机。但是,激励效应的强度受其性质的显著影响——流通股股东控股比例的解释力最强,法人股股东其次,国家股股东最弱。结果显示,流通股股东随着其对公司管理控制权的增大,其激励作用发生了根本性的改变——由消极的激励功能转化为积极的治理功能。最后,作者还确证了股权集中度对公司绩效的积极治理功能:股权越集中,大股东参与管理改善的动机和能力就越强。第一大股东和股权集中度的治理激励效应验证了Shleifer和Vishny(1986)的“大股东理论”。作为控股股东的流通股股东所发挥的积极治理功能还表明,流通股比例的消极治理影响根本源于流通股股东的非控股地位及其所产生的权利弱化。

本文的结论意味着,对于中国现行的市场环境和法律制度而言,较高程度的集中控股是一个有效的公司治理结构,保持股权结构的集中性似乎仍然是必要的。另外,控股股东性质的改变也会对治理激励产生较显著的影响;法人股股东和流通股股东控制较之国家股股东控制更具制度优势。(下转第97页)

Household Savings Behaviours and Motives: Evidence from Spain. " <http://www.ersa.org/ersaconfs/ersa98/papers/136.pdf>, acc. Apr. 7, 2004.

29. Lundberg, Shelly J. and Ward-Batts, Jennifer, 2000. "Saving for Retirement: Household Bargaining and Household Net Worth." www.mrrc.isr.umich.edu/conferences/cp/cp00-lundberg.pdf, acc. Apr. 7, 2004.

30. Ludvigson, Sydney, 1999. "Consumption and Credit: A Model of Time-Varying Liquidity Constraints." *Review of Economics and Statistics*, Vol. 81, No. 3, pp. 434-447.

31. Marquis, Milt, 2002. "What's Behind the Low U.S. Personal Saving Rate?" *FRBS Economic Letter*, March 29.

32. Michaelides, Alexander, 2002. "Buffer Stock Saving and Habit Formation." personal.lse.ac.uk/michael3/own/habinf.pdf, acc. Apr. 13, 2004.

33. O'Donoghue, T. & Rabin, M., 2001. "Choice and Procrastination." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 1, pp. 121-160.

34. Parker, Jonathan, 1999. "Uncertain Medical Expenses and Precautionary Saving Near the End of the Life Cycle." *Review of Economic Studies*, Vol. 66, No. 2, pp. 395-421.

35. Pender, John L., 1996. "Discount Rates and Credit Markets: Theory and Evidence from Rural India." *Journal of Development Economics*, Vol. 50, No. 2, pp. 257-96.

36. Seckin, Aylin, 2000a. "Consumption with Habit Formation." *Scientific Series, CIRANO*, Oct. econpapers.hhs.se/paper/circirwor/2000s-39.htm, acc. Apr. 11, 2004.

37. Seckin, Aylin, 2000b. "Consumption with Liquidity Constraints and Habit Formation." *Scientific Series, CIRANO*, Oct. www.jstor.org, acc. Apr. 11, 2004.

38. Sepulveda, Facundo, 2001. "Precautionary Savings in General Equilibrium." econrsss.anu.edu.au/facundo/saving.pdf.

acc. Apr. 11, 2004.

39. Shapiro, M. & Slemrod, J., 1995. "Consumer Response to the Timing of Income: Evidence from a Change in Tax Withholding." *American Economic Review*, Vol. 95, No. 1, pp. 274-283.

40. Skinner, Jonathan, 1985. "Variable Lifespan and the Intertemporal Elasticity of Consumption." *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 67, No. 4, Nov., pp. 616-623.

41. Souleles, Nicholas S., 1999. "The Response of Household Consumption to Income Tax Refunds." *American Economic Review*, Vol. 89, No. 4, pp. 947-958.

42. Summers, Lawrence & Chris, Carroll, 1987. "Why is the U.S. Saving Rate So Low?" *Brookings Paper on Economic Activity*, pp. 607-635.

43. Thaler, Richard H., 1990. "Saving, Fungibility, and Mental Accounts." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 1, Winter, pp. 193-205.

44. Weil, David N., 1994. "The Saving of the Elderly in Micro and Macro Data." *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 1, pp. 55-81.

45. Xu, Xiaonian, 1995. "Precautionary Saving under Liquidity Constraints: A Decomposition." *International Economic Review*, Vol. 36, No. 3, August, pp. 675-690.

46. Zeldes, Stephen P., 1989. "Optimal Consumption with Stochastic Income: Deviations from Certainty Equivalence." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, pp. 275-290.

47. 臧旭恒、朱春燕:《预防储蓄理论》,载《经济动态》, 2000(8)。

(作者单位:中国社会科学院研究生院 北京 100102
责任编辑: N)

(上接第 75 页)

注释:

Grossman, S. and Hart, O., 1980. "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation." *Bell Journal of Economics*, 11, p. 64.

Shleifer, A. and Vishny, R., 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*, 94, p. 488.

徐晓东和陈小悦(2003)只比较了不同性质控股股东的公司的经营绩效之间的差异,并未进行进一步的回归分析。

价值指标既考虑了风险因素,也减轻了会计操纵的影响。

Miller 和 Modigliani(1961)认为:企业的成长性(捕获超常回报的能力)来源于企业专有的(firm-specific)优势,如管理优势、市场优势、技术优势、地理优势以及其他垄断性优势。

$$Q = \frac{\text{企业价值}}{\text{企业重置成本}} = \frac{\text{股票价值} + \text{债务价值}}{\text{企业重置成本}}$$

宋剑峰(2000)的中国股市经验研究显示:市净率是一个能良好预示公司未来成长性的指标。

由于流通股股东在专业能力、知识结构和经验方面的不足,流通股股东的业绩激励强度可能比之法人股东会显得较弱。但是,流通股票的可交易性和可定价性强化了流通股股东的管理激励,因为他们可以从管理改善中获取市场回报。

SSLS=1, 如果公司控股股东为国家股股东;SSLS=0, 如果公司控股股东为法人股股东。

VIF=1/(1-R²);多重共线性的经验判断是:如果 VIF 大于 10, 模型就存在多重线性;反之,模型不存在多重线性。本文所有模型的 VIF 值均小于 10(计算结果省略)。

⑪谢军(2005)发现,流通股比例对公司成长性会产生显

著的负面效应。

参考文献:

1. 陈晓、江东:《股权多元化、公司业绩与行业竞争性》,载《经济研究》,2000(8)。
2. 陈小悦、徐晓东:《股权结构、企业绩效和投资者利益保护》,载《经济研究》,2001(11)。
3. 宋剑峰:《净资产倍率、市盈率与公司的成长性》,载《经济研究》,2000(8)。
4. 苏卫东、黄晓艳:《第一大股东与上市公司经营者机会主义实证研究》,载《金融与经济》,2004(7)。
5. 王会芳:《中国上市公司第一大股东变更的实证研究》,载《当代经济科学》,2004(2)。
6. 谢军:《股权结构和公司成长性》,载《华南师范大学学报》,2005(5)。
7. 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》,载《经济研究》,2003(2)。
8. Grossman, S. and Hart, O., 1980. "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation." *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64.
9. Qian, Sun and Tong, H. S., 2003. "China Share Issue Privatization: the Extent of its Success." *Journal of Financial Economics*, 70, pp. 183-222.
10. Shleifer, A. and Vishny, R., 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461-488.
11. Xu, Xiaonian and Wang, Yan, 1999. "Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies." *China Economic Review*, 10, pp. 75-98.

(作者单位:华南师范大学经济与管理学院 广州 510631
责任编辑: N、Q)