

上市公司股权结构与治理效率的实证分析

石劲磊

摘要: 股权结构作为上市公司治理体系的产权基础,对上市公司的治理效率起着重要的作用。本文从股权集中度和股权构成两个角度出发,首先通过大量的数据论证了中国上市公司股权结构的现状,进而在总结有关研究文献基础上分析了股权结构与公司治理效率的关系,并对中国上市公司股权结构与治理效率的关系进行了实证检验,最终提出改进我国上市公司股权结构的基本思路,即建立一个股权相对集中又有一定制衡、国家股逐渐退出、对非公共产品领域上市公司控制的新型股权结构。

关键词: 上市公司 股权结构 治理效率

股权结构作为上市公司治理体系的产权基础,它首先决定了上市公司的控制权结构,进而决定了内部治理机构的构成和运作,并通过内部治理机构对整个公司治理的效率发挥作用。正如著名经济学家吴敬琏所说,作为现代企业制度的核心,有效的公司治理结构应当建立在一个健全的产权基础上,股东所有权是公司治理结构的最终控制力量。

一、中国上市公司股权结构的实证分析

经济学一般从股权集中度和股权构成两个角度研究所有权结构对公司治理的影响。对前者的研究通常将公司股权结构划分为股权高度集中、股权高度分散以及股权相对集中三种类型,以当今世界上最具代表性的三种公司治理模式为例,东亚国家的公司属于股权高度集中的类型,美英等普通法系国家的公司属于股权高度分散类型,日德等大陆法系国家的公司则属于股权相对集中的类型。就股权构成而言,主要是根据所有者性质的不同区分为法人、机构投资者、个人、家族等不同类型,美国公司曾经是个人持股的天下,20世纪80年代以后又逐渐转变为养老基金等机构投资者持股为主;日德公司以法人持股为主;东亚公司则以家族持股为主。

(一) 股权集中度

现有的一些实证研究表明,我国上市公司股权集中度呈现股权高度集中和一股独大的显著特征。张红军对1998年沪深两市385家上市公司股权结构的研究表明,以前5大股东持股比例之和表示股权集中度,上市公司的股权是高度集中的,公司前5大股东平均控制了57%以上的股权(最高86%、最低10%)。施东辉(2000)以1999年沪市440家上市公司为样本的研究显示,前5大股东的持股比重接近60%,其中第1大股东平均持有上市公司45.3%的股权;进一步计算的结果显示,表示前10大股东股权分布均衡度的赫芬达尔(Herfindah)指数为0.2535,表明前10大股东的持股比例极不均衡,前10大股东的持股比例相差很大;而第1大股东与第2大股东持股比例比值的平均值为48.7、最大值达到1026,说明第1大股东与第2大股东在持股比例上的力量对比悬殊;以上结果表明上市公司股权高度集中于第1大股东身上。何浚对截至1996年底沪深两市全部530家上市公司股权结构的研究也得出相似的结论,其研究结果显示,在全部样本公司中,最大股东平均(加权平均)持股43.9%,

其中,只有8.5%(45家)的公司最大股东持股在20%以下,而38.3%(203家)的公司最大股东持股超过50%,使公司被单个股东绝对控股。

考虑到国内关于上市公司股权结构一些已有的研究基本上取自1999年以前的数据,而且除了何浚以外的研究都只选取了沪深两市的部分上市公司而非全部作为样本,为了更加全面地揭示我国上市公司股权集中度的最近情况,笔者对截至2001年12月31日沪深两市全部1207家上市公司的股权结构作了一个简单的统计,结果显示(见表1),我国上市公司前5大股东持股之和平均为70.41%(指加权平均数,下同),最高93.64%、最低0.88%,前5大股东持股10%以下的公司仅有4家,占上市公司总数的0.33%,近六成的上市公司前5大股东持股在50%以上,超过98%的上市公司前5大股东持股在20%以上,而且持股比例越高的区间,所分布的上市公司家数越多(见图1)。在投资银行业务中,一般持有35%股份作为控股股东或一致行动人对上市公司强力控制的一个标准,因为作为要约收购标准的30%持股比例已经可以构成对上市公司的较有效控制,此时其他股东要想取得公司控制权将会触发全面收购的强制要约,大大增加了其收购成本,因而可以较为有效地阻止敌意接管的发生,而比30%更高的35%股权比例则可以视为一个对上市公司强力控制的标准。考虑到我国上市公司中因发起人股不能流通导致前5大股东中存在关联关系的情况相当普遍,也就是说,前5大股东构成一致行动人的现象有较大可能,因而对我国上市公司前5大股东持股情况以35%为准做一个考察,对于我们进一步判断上市公司控股股东的股权控制力有一定的参考价值。结果显示,接近85%的上市公司前5大股东持股在35%以上,表明我国绝大部分上市公司的控股股东对上市公司有着强有力的股权控制。

表1 沪深上市公司第1大股东持股比例分布情况(2001年12月31日)

	家数	占总数比例(%)	前5大股东持股比例之和加权平均数(%)
0~10%	4	0.33	0.05
10%~20%	18	1.49	0.72
20%~35%	163	13.52	5.42
35%~50%	334	27.69	6.95
50%以上	687	56.97	57.26
合计	1206	100	70.41

表2 沪深上市公司前5大股东持股比例分布情况(2001年12月31日)

	家数	占总家数的比例(%)	前5大股东持股比例之和算术平均数(%)
0~10%	4	0.33	6.85
10%~20%	18	1.49	17.83
20%~35%	163	13.51	29.67
35%~50%	334	27.69	42.33
50%以上	687	57.00	63.21
合计	1206	100	31.98

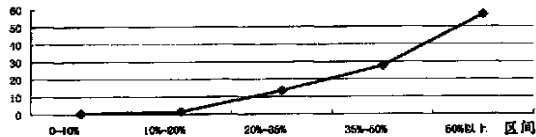


图1 沪深上市公司前5大股东持股比例分布情况示意图(2001年12月31日)

进一步分析第1大股东持股情况显示(见表3),我国上市公司第1大股东持股平均(加权)为52.02%(最高85%、最低0.54%),第1大股东持股10%以下的公司仅有10家,占上市公司总数的0.83%,近四成(39.39%)的上市公司第1大股东持股在50%以上,超过九成(91.96%)的上市公司第1大股东持股在20%以上,除了持股比例在35%~50%区间的公司家数(279家、占公司总数23.13%)比20%~35%区间(355家、占公司总数29.44%)有所下降外,总的趋势还是第1大股东持股比例越高的区间,所分布的上市公司家数越多(见图2)。而超过六成(62.52%)的上市公司第1大股东持股比例在35%以上,表明第1大股东在我国大部分上市公司中有着强有力的股权控制,可以有效地阻止敌意接管的发生。进一步计算第1大股东与第2大股东持股比例的比值,结果显示全部上市公司的加权平均值为5.27,最高为868.66,表明我国上市公司中第1大股东与第2大股东股权力量对比悬殊,在这种情况下,即使第1大股东持股比例不高(如20%~30%之间),也可以较容易地独揽公司大权,进而操纵公司谋取私利。

表3 沪深上市公司第1大股东持股比例分布情况(2001年12月31日)

家数	占上市公司总数的比例(%)	第1大股东持股比例加权平均值(%)	第2大股东持股比例加权平均值(%)	第1大股东持股比例与第2大股东持股比例加权平均值比(%)
0~10%	10	0.83	0.02	2.00
10%~20%	87	7.21	0.39	1.77
20%~35%	355	29.44	3.38	2.40
35%~50%	279	23.13	4.99	4.62
50%以上	475	39.39	43.24	6.04
合计	1206	100	52.02	9.88

表4 沪深上市公司第1大股东持股比例分布情况(2001年12月31日)

家数	占上市公司总数的比例(%)	第1大股东持股比例算术平均值(%)	第2大股东持股比例算术平均值(%)	第1大股东持股比例与第2大股东持股比例算术平均值比(%)
0~10%	10	0.82	5.8	4.19
10%~20%	87	7.21	16.04	10.70
20%~35%	355	29.41	27.65	13.85
35%~50%	279	23.12	42.14	10.72
50%以上	476	39.43	61.49	3.63
合计	1207	100	30.62	8.16

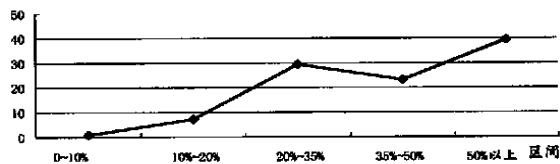


图2 沪深上市公司第1大股东持股比例分布情况示意图(2001年12月31日)

值得注意的是,统计结果显示前5大股东与第1大股东持股的加权平均值远远高于其算术平均值(见表2、表4),这表明股权集中度高的公司其总股本规模要远远大于股权集中度相对较低的公司,这与我国上市公司中大型企业主要由国家控股,而且国家股比例很高的实际情况是相吻合的。

最后值得一提的是,我国股票市场一直以散户力量为主,在仅占我国上市公司总股份约三分之一的流通股中,呈现出个人投资者为主导、股份持有高度分散的显著特征。根据深圳证券交易所的统计数据,1998、1999年个人投资者掌握的市场流通股本及市值占到总数的70%~80%左右,机构投资者仅占流通股本及市值的20%~30%。

(二) 股权结构

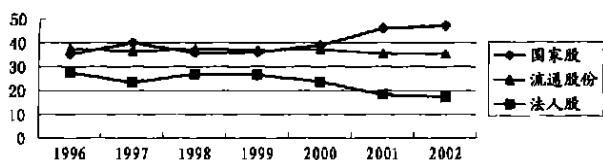
我国上市公司股权结构较为复杂,虽然根据《公司法》有关规定,目前我国上市公司发行的股份只能是普通股,但同为普通股却有流通股(社会公众股)与非流通股之别,流通股中又存在彼此分割的境内上市内资股(A股)、境内上市外资股(B股——2001年2月28日以后向境内投资者开放)、境外上市外资股(H股——香港上市,N股——纽约上市,S股——新加坡上市等)之分;非流通股中则存在国家股、法人股、内部职工股和转配股之分。由于国家体改委1994年6月19日发布的《关于立即停止审批定向募集股份有限公司并重申停止审批和发行内部职工股的通知》已经禁止定向募集内部职工股的发行,因此自中国证监会分别于1998年11月25日及2000年3月13日发布《关于停止发行公司职工股的通知》(证监发字[1998]297号)及《关于安排上市公司转配股分期、分批上市的通知》(证监公司字[2000]19号)后,除了部分在[1998]297号文发布之前已上报证监会并可能在2000年以后才获准上市的定向募集公司,其内部职工股可能尚未上市外,已经基本上不存在非流通的内部职工股,而所有转配股则在2002年之前均已上市流通而不复存在。因此,目前我国上市公司股份构成基本上可以划分为国家股、法人股和流通股(含A股、B股、H股等)三大类别。

前面提到的国内关于上市公司股权结构的一些实证研究也揭示了上市公司股权构成方面的情况,但同样存在样本不全和数据较旧的问题,为了全面揭示我国上市公司股权构成的最新情况及其在过去几年中的趋势变化,笔者对1996-2002年末我国上市公司股权构成情况做了一个分析。根据笔者收集到的1996-2002年我国所有上市公司(包括A股、B股、H股、N股、S股在内、注册地在我国的境内外所有上市公司)总股份的构成情况(见表5),在上市公司总股份结构中,流通股比例约占35%~37%;在余下约63%~65%的非流通股中,国家股占了其中的大部分,占总股本的比例大致在35%~47%之间,最后剩下约17%~27%为法人股。进一步分析股份分布的变动趋势,从图3可以看出,流通股比例一直较为稳定,基本上呈水平直线形态,国家股和法人股则大致以32%为中轴线呈现一种近似对称分布状态。进一步分析,在1996-2000年之间,三类股份的比例相对较稳定,其中流通股比例基本稳定在37%左右,正负偏差不超过0.5个

百分点;国家股比例与流通股较为接近,1996-2000 年间变动幅度较小,大致在 35% ~ 40% 的较窄区间波动;法人股比例最低,约为四分之一左右,1996-2000 年间变动也较小,约在 23% ~ 27% 之间。从 2001 年起情况有了较大变化,表现为国家股比重突然较大幅度的上升和法人股比重较大幅度的下降,2001 年与 2000 年相比,二者上升和下降的幅度分别达到 18.7% 和 23.2%,2002 年国家股比重高达 47.2%, 法人股比重则低至 17.32%; 流通股比重虽然未出现如此大幅度的变动,但与前 5 年相比,也出现了明显的下降,从前 5 年 37% 左右、正负偏差不超过 0.5 个百分点的水平一下子降到 35.5% ,2001 年与 2000 年相比下降了近 2 个百分点。根据笔者的分析,出现这种变动的原因可能是由于 2000 年以后中石化、中石油、中海油、中国联通、中国电信、中外运等国有大型企业纷纷在境内外上市,这些公司股本规模巨大,在上市公司整体中的权重较大,股本结构中国家股比重又很高,因而对以境内外所有上市公司为一个整体的总股份构成影响也较大。以 2002 年上市的中国联通 A 股上市公司为例,其总股本为 1969659.6 万股,其中国家股为 1469659.6 万股,占总股本比例 74.6%, 流通股为 500000 万股,占总股本比例 25.4%, 法人股为 0^①。中国联通 A 股一家上市公司的总股本、国家股和流通股分别占到 2002 年末所有上市公司相应总数的 3.35%、5.3% 和 2.3%, 而其时我国上市公司家数已超过 1200 家,其对上市公司整体股份构成的重要影响由此可见一斑。

表 51996-2002 年中国上市公司总股份构成情况

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
一、非流通股份			1916.07	1935.32	2378.09	3364.83	3790.90
其中:国家股(亿股)			1091.82	1115.59	1475.13	2410.61	2773.43
占总股本比例(%)	35.1	40.03	35.72	36.12	38.91	46.19	47.20
法人股(亿股)			824.25	819.73	902.96	954.22	1017.47
占总股本比例(%)	27.6	23.46	26.97	26.54	23.81	18.29	17.32
二、流通股股份			1140.18	1153.63	1413.61	1853.18	2084.56
占总股本比例(%)	37.3	36.51	37.31	36.91	37.28	35.52	35.48



数据来源:1998-2002 年数据摘自中国证监会官方网站公布的统计数字(www.csrc.gov.cn 一统计数据—上市公司),1996 年数据引自何浚(1998),1997 年数据引自郝继伦(1999);转引自王立民:《中国证券市场总体回顾》,载《经济工作者学习资料》,1998(9)。

图 3 1996-2002 年中国上市公司股权结构分布示意图

施东辉的研究还表明,国有股比重随公司规模增加而增加,法人股比重和流通股比重则随公司规模增加而降低,这与上市公司中大型企业由国有企业改制为主,而中小型公司更多地来源于其他所有制企业有关^②。这也可以印证笔者对 2001 年以后我国上市公司总股份中国家股比重突然大幅上升的原因分析,是由 2001 年以来随着中石化等“航母级”超大型国有企业纷纷在境内外上市所致。

从我国上市公司总股份构成情况来看,国家股显然处于主导地位,如果考虑到法人股中有相当一部分也属国家所有,则国家股比重还要更高。以 2002 年末国家股占总股份 47.2% 来看,加上 17.32% 法人股中包含的相当一部分国有股,几乎可以肯定国有股在我国上市公司总股份中已超过

50%,处于绝对统治地位。何浚对 1996 年沪深两市全部 530 家上市公司股权结构的研究更显示,在最大股东中,有 284 家是国家股股东,占总数的 53.6%; 其中,国家股持股份额超过 50%,处于绝对控股地位的有 129 家,占样本总数的 24.3%^③。而如果考虑法人股中相当一部分也属国有股,而且前 5 大股东中还有相当一部分是最大股东的“一致行动人士”,则国有股在我国上市公司股权结构中的统治地位无疑更为明显。何浚还对国家股在不同产业部门的分布做了研究,结果显示,在房地产类、公用事业类和工业类上市公司中,国家股均处于主导地位,其比重依次为 43.6%、41.8% 和 36.8%,而在商业类、综合类和金融类上市公司中,流通股占主导地位(分别为 40.2%、40.7%、59%),法人股次之(分别为 31.2%、40.5%、29.7%),国家股比重则较低,分别为 28.6%、18.8% 和 11.3%^④。

综合上述两个方面,我们可以得出这样一个结论,中国上市公司的股权结构是一个股权高度集中、控股股东一股独大,国有股占统治地位,近三分之二股份不能流通,而流通股份又以高度分散的个人持股为主的结构。

二、股权结构与公司绩效的关系

(一) 内部股东持股比例与公司绩效

关于公司内部股东持股与公司价值关系的研究最早可追溯到 Berle 和 Means(1932),他们指出,当经理人员只拥有很少股权且股东很分散不能按价值最大化原则行事时,公司资源可能被调度来最大化经理人员的利益而不是股东的利益。但对内部股东与公司绩效关系的正式研究则始于 Jensen 和 Meckling(1976),他们将股东分为两类,一类是公司内部股东,主要指董事会成员及公司其他高层经理人员,他们实际上拥有对公司的控制权及专有投票权;另一类是公司外部股东,他们不拥有对公司的控制权,只能“用脚投票”。对两类股东来说,每股股权都可以获得相同的股利。不同的是,内部股东除了获得股利外,还可以通过职务消费来增加个人福利。在此框架下,经理人员存在背离公司价值最大化的机会主义行为。根据 Jensen 和 Meckling 的观点,背离价值最大化的成本随经理人员持股比例的增加而下降。当经理人员持股比例增加时,他们须支付大部分背离价值最大化的成本,从而更加不可能浪费公司财富^⑤。因此,根据这种利益趋同假说,公司价值随经理人员持股比例的提高而增加。另一方面, Demsetz(1983)、Fama 和 Jensen(1983)发现了经理人员大量持股的成本抵消效应。他们认为,当经理人员只拥有少量公司股权时,市场约束仍然可以迫使经理人员趋于价值最大化目标;相反,持有公司大量股权的经理人员可能有足够的投票权或广泛的影响力来保证他们能够以令人羡慕的工资水平受到公司雇佣。事实上, Weston(1979)发现,没有一个内部股东持有股权超过 30% 的公司在敌意接管中被兼并。由于拥有对公司的有效控制权,经理可能沉溺于非价值最大化目标。这种地位防御假说预言,当公司被其控制权不受控制的经理管理时,该公司资产的价值将下降。

沿着 Jensen 和 Meckling 的思路,对公司价值与股权在公司内部股东和外部股东之间分配关系的研究在理论及实证两方面都取得了重要进展。Morck, Shleifer 和 Vishny(1988)认为,经理人员对两种相反的力量作出反应,一方面,经理人员有一种按自己利益最大化原则分配公司资源的自然倾向,这与外部股东的利益是相冲突的;另一方面,随着经理人员持股比例的增加,他们的利益将与外部股东的利益更加趋于—

三、对我国上市公司股权结构 与公司绩效关系的实证检验

(一) 股权集中度对上市公司绩效影响的实证检验

致。在上述两种力量中,第一种力量对公司价值有负面影响,第二种力量则对公司价值有正的影响。Morck等人指出,在任一给定经理人员持股水平上,预测哪种力量占优势是不可能的,因此,公司绩效和股权结构之间的关系是一个实证问题。他们发现,在公司内部股东持股比例达5%之前,托宾Q值^①随内部股东持股比例的增加而增加,然后,Q值随公司内部股东持股比例的增加而下降,直至内部股东比例达25%;最后,当公司内部股东持股比例超过25%时,Q值随内部股东持股比例的增加而缓慢增加^②。Myeong-Hyeon Cho (1998)利用《幸福》杂志500家制造业公司的数据,采用普通最小平方回归的方法,得出了内部股东持股比例影响投资、进而影响公司价值的经验结论。他认为,在内部股东持股比例为0%至7%、7%至38%以及38%至100%的三个不同区间上,公司价值分别随内部股东持股比例的增加而增加、减少和增加。另外,他还得出了公司价值影响公司股权结构的经验证据,因而认为股权结构是一个内生变量^③。Stulz (1988)建立了一个模型证明,公司价值和内部股东持有的股权比例之间存在着曲线关系,即公司价值最初随经理人员持股比例增加而增加,然后随经理人员持股比例增加而下降。McConnell和Servaes(1990)通过对纽约证券交易所(NYSE)和美国证券交易所(AMEX)1976年1173家样本公司以及1986年1093家样本公司托宾Q比率与股权结构关系的实证分析,得出一个结论,即托宾Q比率与公司内部股东所持有的股权比例之间具有显著的曲线关系。在内部股东的股权比例达到大约40%~50%之前,曲线向上倾斜;此后,曲线缓慢向下倾斜^④。

以上分析表明,在内部股东持股与公司绩效关系的问题上,理论界各执一辞,并未形成一个被普遍认可的一致看法,与此相关的实证研究也是结果迥异,无从统一。

(二) 股权集中度与公司绩效

一般认为,股权分散和股权集中两种不同的股权结构对公司治理和绩效会产生两种不同的效应:利益趋同效应和利益侵占效应。Shleifer和Vishny(1986)认为,股价上涨带来的财富效应使控股股东和中小股东的利益趋于一致。在这种情况下,一方面控股股东有足够的激励去收集信息并有效监督经理人员,从而避免了股权高度分散情况下外部股东的“搭便车”行为;另一方面,控股股东在某些情况下直接介入公司经营决策,又部分解决了外部股东和内部经理人员的信息不对称问题,从而较好地解决了传统的代理问题,因而股权集中相对于股权分散而言更有利于公司提高盈利能力和实现价值最大化。Demsetz(1985)和LaPorta(1999)则认为,控股股东的利益和外部小股东之间的利益经常并不一致,两者之间存在严重的利益冲突。在缺乏外部控制威胁,或者外部股东的类型比较多元化的情况下,控股股东可能以自利目标取代公司价值目标,并以其他股东的利益为代价追求自身福利最大化。因此,股权分散比股权集中更有利于公司的绩效和市场价值最大化。Grossman和Hart(1988)证明,如果公司股权高度分散,股东就不会有足够的激励来密切监督公司经理人员^⑤。

Holderness和Sheehan(1988)则通过对拥有绝对控股股东的上市公司与股权非常分散的上市公司(最大股东持股少于20%)业绩的比较,即它们的托宾Q值与会计利润的比较,发现它们之间的业绩没有显著的差别,因而认为公司的股权集中度与公司绩效之间无相关关系^⑥。但这种只比较股权集中度极端状态的研究无疑是存在缺陷的。

关于股权集中度对我国上市公司绩效的影响,国内理论界对此已经有了一些实证研究。张红军(2000)以1998年沪深两市385家上市公司为样本,以前5大股东持股比例表示股权集中度,以托宾Q值衡量公司价值,对股权集中度与公司价值的关系做了实证分析,结果显示,股权集中度与公司绩效存在显著的正相关关系,并认为我国上市公司中存在Shleifer和Vishny所说的利益趋同效应。郑德珲、沈华珊(2002)对1997-1998年间上市的188家上市公司股权集中度与公司绩效的实证分析表明,股权集中度与净资产收益率及托宾Q值之间呈微弱的负相关;进一步研究则发现,托宾Q值与股权集中度(前5大股东持股比例之和)之间存在着一种较为显著的二次关系,并计算出当前5大股东持股比例之和为42.29%时,可以使托宾Q值达到最高;研究还发现,公司价值与前5大股东股权离散度之间也存在着一种较为显著的二次关系,并计算出前5大股东持股比例平方和为0.08时,可以使托宾Q值达到最高;根据对上述两个函数关系的进一步求解,最终得出最大股东持股比例的最优取值区间为12.65%~28.28%之间。施东辉(2000)以1999年沪市440家上市公司为样本的研究显示,不管用市净率^⑦还是净资产收益率来表示公司绩效,股权分散型公司的盈利能力和市场表现都要好于股权集中型公司;并认为我国上市公司中存在LaPorta所说的利益侵占效应。孙永祥、黄祖辉(1999)以1998年12月31日以前在沪深交易所上市的503家A股上市公司为样本,对第1大股东持股比例与托宾Q值进行了回归分析,得出与McConnell和Servaes类似的结论,即随着公司第1大股东持股比例增加,托宾Q值先是上升,当第1大股东持股比例达到50%左右时,Q值开始下降;孙永祥、黄祖辉还从实证角度考察了股权集中度对公司购并与代理权非正常变更的影响,结果显示,股权分散公司(第1大股东持股比例低于20%)发生购并的几率远高于股权集中(第1大股东持股比例高于20%)的公司,股权分散公司(第1大股东持股比例低于20%)和股权高度集中公司(第1大股东持股比例高于50%)董事长、总经理非正常变更次数多于股权相对集中公司(第1大股东持股比例介于20%~50%)。

笔者以截至2001年12月31日沪深两市剔除ST和PT公司后的1125家上市公司为样本,按0~10%、10%~20%、20%~35%、35%~50%及50%以上5个持股比例区间,对前5大股东持股比例之和及第1大股东持股比例与公司净资产收益率和资产报酬率之间的关系做了一个简单分析,结果显示,上市公司资产报酬率基本上随前5大股东和第1大股东持股比例上升而上升,惟一的例外是当前5大股东持股比例在10%~35%之间时,资产报酬率维持在一条平均为2.33的水平直线上,而第1大股东持股比例20%~35%的区间比10%~20%区间的资产报酬率略有下降。与资产报酬率的变化不同,净资产收益率与前5大股东持股比例呈现一种不对称的V型关系,在前5大股东持股比例为0~50%的区间内,净资产收益率随前5大股东持股比例的增加而显著下降,而当前5大股东持股比例到达50%以上后,净资产收益率又转为明显上升。净资产收益率与第1大股东持股比例的关系则是先随第1大股东持股比例增加而显著下降,当第1大股东持股比例达到35%时,净资产收益率又随第1大股

东持股比例增加而缓慢上升,第1大股东持股比例达到50%以上后,净资产收益率又略有下降。值得注意的是,第1大股东持股比例在10%以下的10家上市公司,其净资产收益率平均值为12.3%,远远高于全部样本公司的平均值7.07%,也远远高于其他4个持股区间各自的平均值;同样,前5大股东持股比例在10%以下的4家上市公司,其净资产收益率平均值为10.68%,也远高于全部样本公司的平均值7.25%,同时远高于其他4个持股区间各自的平均值。

表6 上市公司前5大股东持股比例与盈利能力对照表

	家数	占总家数的比例(%)	净资产收益率均值(%)	资产报酬率均值(%)
0~10%	4	0.36	10.68	1.44
10%~20%	16	1.42	7.56	2.33
20%~35%	157	13.96	5.70	2.32
35%~50%	302	26.84	4.20	3.11
50%以上	656	58.32	6.45	3.84
合计	1125	100	7.25	2.60

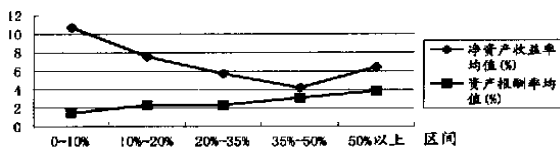


图4 上市公司前5大股东持股比例与盈利能力关系示意图

表7 上市公司第1大股东持股比例与盈利能力对照表

	家数	占总家数的比例(%)	净资产收益率均值(%)	资产报酬率均值(%)
0~10%	10	0.89	12.30	2.47
10%~20%	78	6.93	5.22	2.78
20%~35%	317	28.18	5.27	2.14
35%~50%	261	19.2	6.40	3.46
50%以上	459	40.8	6.15	3.92
合计数	1125	100	7.07	2.95

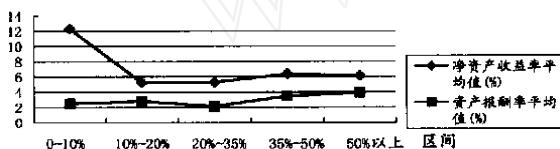


图5 上市公司第1大股东持股比例与盈利能力关系示意图

从上述分析可以看出,国内关于上市公司股权集中度与公司绩效的研究,以及笔者就全部上市公司剔除ST、PT公司后股权集中度与公司绩效的简单统计分析,得出的结论可谓大相径庭,这一方面与西方学者关于股权集中度研究的现状相吻合,另一方面,也是更为重要的一点,可能与我国上市公司股权结构的畸形以及过渡经济条件下市场的不规范状况有关。

(二) 股权结构对上市公司绩效影响的实证检验

张红军(2000)的研究表明,国家股与托宾Q值呈负相关关系,法人股与托宾Q值呈正相关关系,公众股与托宾Q值呈正相关关系,但影响效果都不显著;进一步的研究显示托宾Q值与法人股东持股比例之间存在明显的二次函数关系,并呈现一种“U”型曲线分布,即当法人股比例较低时,Q值随法人股东持股比例增加而下降,当法人股东持股比例较高时,Q值随法人股东持股比例增加而增加,当法人股东持股比例为约30%时,Q值最小。施东辉(2000)的研究表明,国有股东与流通股东在公司治理中的作用甚微,二者的持股比例与公司绩效之间没有显著关系,法人股东在公司治理中的

作用则依据其持股水平而定,当法人股比重低于20%或超过60%时,法人股东在公司治理中会发挥积极作用,使持股比例和绩效表现呈正向关系,当法人股比重在20%~60%之间时,法人股东持股比例和绩效表现存在负向关系,其最终结论是,以社会法人为主要股东的股权分散型公司的绩效表现要好于法人控股型公司,法人控股型公司的绩效则好于国有控股型公司。周业安(1999)的研究表明,流通A股比例的增加有助于改进公司绩效,但流通B股和H股对企业绩效有不利影响;法人股对公司绩效的促进作用显著;非国有股对企业行为的正向激励明显优于国有股^②。郑德珲、沈华珊(2002)的研究则表明,国家股比例与净资产收益率及托宾Q值之间存在着微弱的负相关关系;与之相反,法人股比例与净资产收益率及托宾Q值之间存在着正相关关系;公众股比例与净资产收益率及托宾Q值之间则几乎不存在相关关系。孙永祥、黄祖辉从公司购并与代理权非正常变更角度就股权结构构成对公司治理的影响作了实证研究,结果显示,法人股东控股型公司发生购并的几率略高于国家股控股的公司;法人股和国家股对公司代理权非正常变更的影响则因股权集中度而异,在股权分散(第1大股东持股比例低于20%)和股权高度集中(第1大股东持股比例高于50%)的公司中,国家股控股型公司董事长、总经理非正常变更次数多于法人控股型公司,而在股权相对集中(第1大股东持股比例介于20%~50%)的公司中,国家股控股型公司董事长、总经理非正常变更次数则少于法人控股型公司。

关于上市公司股权结构与公司治理效率的上述研究虽然角度不同、结论也不尽一致,但我们还是可以从中学得出一个较为一致的结论,即国家股的存在对我国上市公司的治理效率有不利影响,而法人股对上市公司治理效率则有促进作用。另一方面,我们还可以看出,相对于股权集中度的研究而言,股权结构的研究对我们探讨我国上市公司治理的所有制基础可能更具有指导意义。

值得注意的是,在我国上市公司所处的特殊环境和条件下,无论从股权集中度角度、还是从股权结构角度出发,以股权结构对公司绩效的实证研究来判断股权结构在我国上市公司治理中的作用,至少会在以下两个方面存在明显的缺陷:一是由于我国股票市场发展时间不长,目前至多处在弱式有效状态^③,加上其固有的制度特征使市场存在严重的结构性和功能性缺陷,上市公司长期在不规范状态下运行,这些状况的存在使公司治理效率与公司绩效更多地受到非竞争因素的影响,因此必然使上述实证研究所依据的理论假说的有效性受到重大影响;进而导致另一方面的问题,即,被用于实证检验的主要指标可能存在严重失真,如托宾Q值会因股市弱式有效状态下股票价格机制的扭曲而失真,净资产收益率则可能因上市公司为满足再融资条件进行的人为雕琢而失真。有鉴于此,对我国上市公司股权结构与公司绩效进行定量的实证检验固然有其科学性的一面,但由我国股票市场的先天不足和后天缺陷所决定,仅仅依据这种定量分析还很难对我国上市公司股权结构与治理效率的关系给出完全可信的结论,试图从这种定量分析中寻找最优股权安排的做法也未免失之草率。相对而言,经验分析与规范研究对于我们正确理解我国上市公司股权结构与治理效率的内在关系,进而寻求在股权安排上改进公司治理,可能更具有现实意义。

四、改进我国上市公司股权结构的基本思路

众所周知,公司治理缺失是我国证券市场积患已久的一

个诟病。而在我国上市公司被扭曲的公司治理中,股权结构的不合理是被扭曲的第一步,然后其负面因素通过控制权结构、内部治理机构等各个公司治理机制不断传导和放大,最终形成上市公司整体业绩差强人意,证券市场过度投机、功能错位的尴尬局面。由此可见,我们要实现上市公司治理的改进,也必须从股权结构入手,首先纠正我国上市公司被扭曲的股权结构。

由于股权结构对公司治理效率的影响体现在股权集中度和股权构成两个方面,因而对我国上市公司股权结构的改进也必须在这两个方面同时进行。就股权集中度而言,一个有效的公司治理应当建立在公司所有权相对集中并使股东之间有一定制衡的所有制基础上,这是因为,一方面相对集中的股权持有可以避免股权分散情况下外部股东“搭便车”而陷入完全的内部人控制,以缓解所有者与经营者之间的代理问题;另一方面,股东之间有一定制衡的所有权结构可以约束控股股东滥用控制权“损公肥私”的自利倾向,从而避免或减轻控股股东与其他外部股东之间的代理问题。前面的讨论也更加坚定了我们应当采用股权相对集中、既有相对控股股东对公司经营者进行监督又有具备足够影响力的其他外部股东对控股股东的股权制约的股权集中度安排,这也许不是一个各方面最优的股权集中度安排(因为这种各方面最优的股权集中度安排根本就不存在),却可能是现有条件下我们所能做到的相对理想的次优选择。就股权构成而言,国家股在公司治理上的无效率已经被广泛证明,而且国家股一股独大已经成为我国股票市场结构性缺陷的重要成因,因此国家股在非公共产品领域上市公司中的比重应当尽快降到非控股地位,一时难以达到的也应先降至相对控股地位、并由非国有的社会法人或自然人股东持有相当比例的股份以防止国家股所有者缺位情况下完全陷入内部人控制可能导致的公司治理缺失;而国家股改革的最终目标则应当是完全退出对非公共产品领域上市公司的控制(但不排除以相当于一个机构投资者的角色持有一部分股权,从而既可以使国家股充分享受到有效公司治理下中小股东“搭便车”的边际福利最大化好处,又可以适当制约私人控股股东在失去制约情况下对公司可能的掠夺性机会主义倾向),以实现在产权这个最根本层面上对我国上市公司治理的有效改进。

注释:

参见《中国经贸导刊》,2000(4)。

现在美国机构投资者持股占市场总股份的比例已达到70%以上。

其中日本在战后初期一度以个人持股为主。

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》,载《经济科学》,2000(4)。

⑫参见施东辉:《股权结构、公司治理与绩效表现》,载《世界经济》,2000(12)。

⑬⑭参见何浚:《上市公司治理结构的实证分析》,载《经济研究》,1998(5)。

参见桂敏杰:《中国股票市场非竞争均衡与制度变迁研究》,77页,厦门大学博士学位论文(打印稿),2002年11月。

据统计,2003年将有30家公司约69070万股内部职工股按规定可以上市,参见:《深圳商报》,2003-03-17。

注册地在境外并在境外上市的离岸中资公司,或称“红筹公司”,因其在法律上已属外国公司,故不纳入研究范围。

此前中国联通已以BVI红筹公司形式在香港上市。

①摘自中国上市公司网(网址 <http://www.cnlist.com>),中国联通《上市公告书》。

⑬ Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3.

⑭ 托宾 Q 值是经济学家托宾提出的一个衡量公司绩效的参数,它等于公司权益的市场价值与负债面值之和与公司资产重置价值之比。

⑮ Mock, E., Shleifer, A. and Vishny, R., 1988. Management Ownership and Market Valuation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293 ~ 315.

⑯ Myeong Hyeon Cho., 1998. Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 47.

⑰ McConnell, J. and Servaes, H., 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595 ~ 612.

⑱ Grossman, S. and Hart, O., 1996. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Intergration. *Journal of Political Economics*, 94.

⑲ Holderness, C. and Sheehan, D., 1988. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations. *Journal of Financial Economics*, 20.

⑳ 即每股市价与每股净资产之比值。

㉑ 参见周业安:《金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究》,载《经济研究》,1999(2)。

㉒ 关于中国股市有效性的研究文献自1993年以来陆续出现在国内有关学术刊物上,这些研究大都采用了实证分析的方法对我国股票市场在不同时期的有效性进行了检验,其中多数检验结果证明中国股市尚达不到弱式有效,桂敏杰利用截至2001年底十余年间的数据库,运用游程检验方法得出中国股市已进入弱式有效状态的结论。参见俞乔:《市场有效、周期异常与股价波动》,载《经济研究》,1994(9);吴世农:《上海股票市场效率的分析与评价》,载《投资研究》,1994(8);吴世农:《我国股票市场效率的分析》,载《经济研究》,1996(4);魏玉根:《技术交易系统与我国股市有效性的实证分析》,载《经济科学》,2002(2);桂敏杰:《中国股票市场非竞争均衡与制度变迁研究》,厦门大学博士学位论文(打印稿),2002年11月。

参考文献:

1. 桂敏杰:《中国股票市场非竞争均衡与制度变迁研究》,厦门大学博士学位论文(打印稿),2002年11月。

2. 何浚:《上市公司治理结构的实证分析》,载《经济研究》,1998(5)。

3. 施东辉:《股权结构、公司治理与绩效表现》,载《世界经济》,2000(12)。

4. 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》,载《经济科学》,2000(4)。

5. Grossman, S. and O. Hart, 1996. "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Intergration", *Journal of Political Economics*, 94.

6. Holderness, C. and Sheehan, D., 1988. "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, 20.

7. Mock, E., A. Shleifer and R. Vishny, 1988. "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293 ~ 315.

8. Myeong Hyeon Cho. 1998. "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 47.

9. McConnell, J. and Servaes, H., 1990. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595 ~ 612.

(作者单位:厦门大学金融系 厦门 361005)
(责任编辑:Q)