

# 股权结构与公司价值创造<sup>①</sup>

李亚静<sup>1,2</sup>, 朱宏泉<sup>2</sup>, 黄登仕<sup>2</sup>, 周应峰<sup>3</sup>

(1. 西南民族大学管理学院, 成都 610041; 2. 西南交通大学经济管理学院, 成都 610031;  
3. 香港中文大学财务学系, 香港新界 沙田)

**摘要:** 以企业价值创造评价指标——经济附加值, 及相关变量作为公司价值的度量, 对沪市上市公司股权结构与公司价值的相关关系进行了分析. 实证结果表明, 股权结构对公司价值有显著的影响. 主要体现在: 1). 股权集中度与公司价值间呈现显著的负相关关系. 这说明上市公司中股权集中度越高的公司, 公司价值越低; 2). 国家股比例与公司价值创造间显著的负相关关系, 表明了国家股东在公司价值创造活动中的负面效应; 3). 法人股比例与公司价值创造间具有正相关关系, 说明了法人股东既能激励又有能力来监督和控制公司管理人员, 在公司治理中扮演着重要的角色; 4). 实证结果不支持流通股比例与公司价值创造的正相关关系.

**关键词:** EVA; 股权结构; 价值创造

**中图分类号:** F276.6

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1007-9807(2006)05-0065-10

## 0 引言

针对我国国有企业的改革, 股权结构对公司绩效的影响一直是争论的焦点之一.

有关上市公司股权结构对公司绩效的影响, 存在着两种观点. 一种可称为市场调节观点, 以 Fama<sup>[1]</sup> 为代表. Fama 提出, 如果把公司看作是一个契约集, 充分发达的经理人市场可以约束经理人和解决由于所有权与控制权分离造成的激励问题, 那么, 公司的股权结构就是一个无关的概念. 另一种被称为所有者控制观点, 以 Grossman 和 Hart<sup>[2]</sup> 为代表. Grossman 和 Hart 的研究表明, 在股权分散条件下, 单个股东缺乏监督公司经营管理、积极参与公司治理和驱动公司价值增长的动力, 因为他们从中得到的收益远小于他们监督公司的成本. Shleifer 和 Vishny<sup>[3]</sup> 对此问题的进一步研究表明, 一定的股权集中度是必要的. 因为大股东具有限制管理层以牺牲股东利益来谋取自身利益行为的经济激励及能力, 从而既可避免股权高度分

散情况下的“免费搭车”问题, 又能有效地监督经理层的行为. 然而, Demsetz<sup>[4]</sup> 和 LaPorta<sup>[5]</sup> 却认为, 当存在控股股东时, 控股股东与小股东之间存在着严重的利益冲突, 控股股东可能会以牺牲其它小股东的利益为代价来追求自身利益的最大化.

有关市场调节和所有权控制这两种对立观点的合理性, 现有的实证分析没能得到一致的结论. 国外的主要研究结果是: Demsetz<sup>[4]</sup> 对 1980 年 511 家美国公司进行的实证分析表明, 股票收益率和股权集中度之间并没有显著的相关性存在. 相反, Levy<sup>[6]</sup> 的研究发现, 美国公司的股价和股权集中度之间存在正相关性. McConnell 和 Servaes<sup>[7]</sup> 发现 Tobin's Q 与机构投资者的份额正相关, 即机构投资者对上市公司的监督作用比个体投资者更有效. Claessens<sup>[8]</sup> 等对九个东亚国家中 2 980 个上市公司的研究显示, 家族绝对控制是许多东亚国家企业生产能力过剩和资本使用效率低下的主要根源; Claessens<sup>[9]</sup> 等对东亚地区 1 301 家上市公司进一步的实证分析发现, 在存在控股股东的情况下,

① 收稿日期: 2003-06-20; 修订日期: 2006-07-26.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70171054); 香港研究资助局资助项目(RGC Grant No. CUHK 4302/01H).

作者简介: 李亚静(1964—), 女, 山东牟平人, 博士, 副教授. Email: yjli01@hotmail.com

控股股东通过各种方式掌握了超过其所持现金流权利的公司控制权,然后利用这种控制权掠夺小股东的利益.另外一些研究则发现股权集中度和公司绩效之间存在非线性关系,如 Morck<sup>[10]</sup>等发现管理层持股比重与公司绩效之间存在倒 U 型关系.

国内的主要研究结果是:朱武祥<sup>[11]</sup>以家电行业上市公司为样本,以市净率作为公司绩效的度量,实证结果表明,在竞争激烈的家电行业,股权结构与公司绩效间并无显著的相关性.而许小年和王严<sup>[12]</sup>用市净率、资产回报率、净资产收益率作为公司绩效度量指标,基于 1993 至 1995 年的数据,得到股权集中度与法人股比例与公司的市净率正相关、法人股比例与市净率呈现 U 型关系,而国家股和流通股比例的大小与公司绩效无关.孙永祥等<sup>[13]</sup>也认为股权集中度高的公司其绩效好于股权集中度低的公司.

Qian Sun 等<sup>[14]</sup>基于 1994 年至 1997 年上市公司的数据,实证分析得到:国家股、法人股与市净率显著地正相关,国家股和法人股比例与市净率还呈现显著的倒 U 型关系.说明政府或机构的部份持股有利于企业绩效的提高.然而,施东晖<sup>[15]</sup>利用市净率和净资产收益率作为公司绩效的度量,基于上海证交所上市公司 1999 年度的数据,实证结果是股权分散的公司其盈利能力和市场表现要好于股权集中的公司.

国内现有的这些研究,存在着两大缺陷.其一是,均采用会计业绩指标和与股票市场价格相关的变量作为公司绩效的度量,没有采用能真正反映公司价值创造的指标;其二是,使用的样本数据时间跨度很短,这样分析结果受样本数据误差的影响会较大,特别是在我国股市整体走势变化较大的情况下.

在公司治理结构的研究中,如何度量公司绩效,是十分关键的.当采用会计业绩指标,如利润率、资产回报率(ROA)、净资产收益率(ROE)等,作为企业价值创造的度量时,忽略了无息补偿资金占用的机会成本,没有充分地利用机会收益去测算企业相对于资本机会成本收益的真实效益.这种“利润信息的非充分性”使得会计业绩指标不

能真正地反映企业价值创造的能力. Fisher 和 McGowan<sup>[16]</sup>也曾指出,基于会计报表的传统指标无法准确地判断上市公司为股东创造的价值.使用与股票市场价格相关的业绩指标,如收益率、Tobin's Q、市净率等,作为公司绩效的度量,虽然在发达的证券场所所做的相关研究中常常使用它们,但在我国这样一个新兴的证券市场上是否适用值得考虑.众所周知,在我国,股票市场的投机性强,一些股票的价格脱离公司基本面的情况时有发生,且股票价格在一定时间区间内呈现出大幅度的波动.在分析中,若以与股票价格相关的评价指标作为公司价值创造的度量,可能会使研究结果在一定程度上偏离实际.

企业存在的目的就是创造价值,所以公司绩效的评价应是公司价值创造的大小<sup>[17]</sup>.所谓价值创造是指在考虑了资本投资风险的基础上,企业创造的高于资本机会成本的收益.创造的价值越高,企业为股东带来的资本收益就越大.价值创造的大小,直接反映了企业资本的价值创造能力和经营效益,为资本的优化配置与流动提供真实、准确的信息导向.因此以反映企业价值创造能力的指标作为公司价值的度量,既有助于真实地反映公司的治理结构,也能为企业的进一步深化改革与证券市场的健康发展提供相关的决策支持.

经济附加值(economic value added, EVA<sup>②</sup>),是一个体现企业价值创造能力的公司绩效评价指标,定义为公司税后净营运利润与其债务和权益成本的差<sup>[18]</sup>.它是经济学中的经济利润(economic profit)和会计学中的剩余收益(residual income, RI)的变形. Stern 和 Stewart 等<sup>[18~20]</sup>认为 EVA 是一个以价值为基础、优于其它会计指标,并能够评价公司战略及经营绩效、设计内部激励机制、评价内部管理绩效的单一指标.它能使决策者提高资本使用效率,使公司的价值在将来有显著的提高,并最大可能地为投资者带来投资回报.这些观点在 20 世纪 90 年代中后期得到理论上的证明<sup>[21~24]</sup>和实证支持<sup>[25,26]</sup>. EVA 指标于 90 年代逐渐在美国等国的大公司中,如可口可乐、西门子、IBM、Wal-Mart 等,获得成功的应用,使这些公司的资本效益大幅度地提高<sup>[18]</sup>.

② EVA 也是 Stern Stewart 管理咨询公司的注册商标.

不同于现有文献中以会计业绩指标和与股票市场价格相关的变量作为公司绩效的度量, 本文以 EVA 作为公司绩效的评价, 探讨公司的股权结构对公司价值创造的影响, 就作者所知在国内鲜见, 而且国外对 EVA 的研究也主要集中在 EVA 与会计信息的相关性上。因此, 采用 EVA 作为公司绩效的评价, 对上市公司治理结构进行研究, 将有助于我国公司治理结构的构建, 有助于资源的优化配置。另外, 本文样本数据的时间区间为 1996 年至 2001 年, 比现有文献中样本数据的时间跨度长, 这样能尽可能地减少样本数据误差对分析结果的影响。

采用 EVA 作为公司绩效的度量, 并辅以其它相关指标进行比较, 研究在上市公司治理结构中, 股权结构对公司价值创造的影响。即本文将探讨股权集中度对公司价值创造的影响, 是否存在小股东免费搭车问题以及大股东所扮演的角色; 股权结构和公司价值创造间的关系, 如国家股、法人股和流通股比例的大小对公司价值创造的影响; 以及在公司治理结构中国有模式是否与其他管理模式一样有效等问题。

## 1 数据和检验模型

### 1.1 样本及数据时段

Stern Stewart 管理咨询中国公司从 2000 年开始在证券之星网站上公布沪深上市公司的 EVA 及其相关数据, 沪市公司的 EVA 及其相关数据始于 1996 年, 而深市公司的 EVA 及其相关数据仅始于 2000 年。因此, 本文选取 1995 年底前上市的沪市公司为研究样本, 时间区间为 1996 年至 2001 年。以 1995 年底前上市的公司为研究样本, 其原因, 一是为了避免样本的生存偏差 (Survival Bias) 对分析结果可能带来的误差; 二是因为在我国证券市场上, 新股上市后业绩快速下跌, 已不是个别现象。要求上市公司必须有一年以上的上市经历, 就是为了尽可能地减少这一影响。另外, 在样本中, 还剔除了 ST 和 PT 这些经营状况异常的公司, 以消除异常样本对分析结果的可能影响。最终的

样本为 178 家沪市上市公司。

### 1.2 研究变量

本文中的变量包括解释变量和被解释变量两类。被解释变量是公司创造的价值, 即价值指标, 分别用每股 EVA、资本回报率与资本成本率的差额来代表。解释变量有股权结构变量, 包括股权集中度——前十大股东持股比例和 Herfindahl 指数<sup>③</sup>、国有股和法人股的持股比例和; 股权构成——国有股比例、法人股比例和流通股比例; 此外, 为了控制其它特征对公司价值创造的影响, 类似 Morck<sup>[10]</sup> 和 McConnell<sup>[7]</sup> 的研究, 行业类别、资产负债率、净利润增长率和公司规模也包括在解释变量之中。另外, 因为我国的改革开放政策首先实施于沿海城市, 而后再扩展到内陆地区, 因此沿海地区的上市公司在公司治理和绩效上, 也许会不同于内陆地区的上市公司。所以本文把地理位置也作为一个可能影响公司价值创造的因素。

各种变量定义如下:

1) EVAPS: 每股 EVA 值。Stern Stewart 公司提供了上市公司每年的 EVA 值。

$$EVA = \text{税后净营业利润} + \text{Stern Stewart 对会计营运收益的调整项} - K * (\text{负债和权益资本} + \text{Stern Stewart 对会计资本成本的调整项})$$
,  $K$  是 Stern Stewart 公司对加权平均资本成本率的估计值<sup>[18]</sup>。

2) SPREAD: 资本回报率与资本成本率的差额。它是公司每单位资本超过机会成本的收益, 是 EVA 指标体系中的另一个重要指标, 因为 EVA 也等于 SPREAD 乘以总资本<sup>[18]</sup>。这个指标把不同的公司放在一个水平上, 可排除公司规模的影响。

3) CR 指股权集中度。

4) A10: 一家公司前十位大股东的持股比例之和, 它是衡量公司股权分布程度的主要指标。

5) HERF: Herfindahl 指数。是公司前 10 名大股东持股比例的平方和, 它可以更好地度量公司大股东持股的集中度和公司前 10 名大股东持股的分散程度。

6) DAR: 以帐面价值计算的资产负债比率, 即公司财务杠杆。因为不同公司贷款政策可能不同, 资产负债比率可反映公司贷款政策的差异对公司

③ 由于股东持股比例均小于 1, 对其平方以后会出现某种“马太效应”, 即大的越大, 小的越小, 因此 Herfindahl 指数可以表示大股东之间股权分布的均衡情况。

价值创造的影响。

7)GROW:以净利润计算的公司业绩增长率.它反映公司的成长机会. $GROW_t = [t \text{ 年净利润} - (t-1) \text{ 年净利润}] / (t-1) \text{ 年净利润}$ .

8)SALE:公司营业收入的自然对数,代表公司规模的大小.

9)PS:国家股占总股份的比例.

10)PL:法人股占总股份的比例.法人股包括境内发起人法人股、外资法人股和募集法人股.

11)PT:流通股占总股份的比例,流通股包括流通 A 股和流通 B 股.

12)PSL:国家股和法人股持股比例之和.

13)DUM $_i$ :  $i = 1, 2, \dots, 5$ , 分别为工业、商业、房地产、公用事业和综合类这五个行业的虚拟变量.例如,若样本公司属于工业类,则  $DUM_1 = 1$ , 否则  $DUM_1 = 0$ , 余者类推.

14)DUM:为地理位置的虚拟变量.若样本公司所在地是沿海地区,则  $DUM = 1$ , 否则  $DUM = 0$ . 它反映因公司所在地理位置不同对公司价值创造所产生的影响.

### 1.3 假设检验

首先,讨论在不区分股权结构情况下,股权的集中度对公司价值创造的影响,以及是否存在小股东免费搭车和大股东所扮演的角色.

**假设 1** 如果股权结构与公司价值创造无关,那么股权集中度与公司价值创造指标间不存在相关性.

通过回归方程(1)能够检验该假设.

$$P = \sum_{i=1}^5 \alpha_i DUM_i + \alpha DUM + \beta_1 SALE + \beta_2 DAR + \beta_3 GROW + \beta_4 CR + e \quad (1)$$

其中, $P$ 是上市公司价值创造指标,用EVAPS或SPREAD来度量.CR为股权集中度,分别用A10和HERF来表示, $e$ 是误差项.如果假设成立,则对应系数 $\beta_4$ 应不显著异于零.

在Qian Sun<sup>[14]</sup>的研究中,他们认为国家股和法人股比例之和(PSL)代表了国内上市公司的股权集中度,从而得到了股权集中度与公司价值创造正相关的结论.为了比较A10和HERF与PSL的差异,本文把PSL也作为股权集中度,纳入方程(1)中分析.方程(1)的分析结果列在表3中.

然后,考察不同的股权构成对公司价值创造的影响.如果股权构成与公司价值创造不相关,那么,在与公司价值指标的回归方程中,不同股权比例对公司价值指标的回归系数应不显著.

**假设 2** 如果股权构成与公司价值创造无关,那么,不同股权所占比例对公司价值指标的回归系数不显著.

$$P = \sum_{i=1}^5 \alpha_i DUM_i + \alpha DUM + \beta_1 SALE + \beta_2 DAR + \beta_3 GROW + \beta_4 F + e \quad (2)$$

其中: $F$ 表示不同股权所占的比例,即国家股比例(PS)、法人股比例(PL)或流通股比例(PT).如果假设成立,则对应系数 $\beta_4$ 应不显著异于零.方程(2)的回归结果列于表4.

### 1.4 样本统计分析

我国大多数上市公司中,在股权结构上是国有股、法人股和公众流通股并存.表1给出了178家上市公司各年度股权结构的平均分布.表1中的数据显示,在1996年到2001年这6年中,公司平均国有股比例为34%,其中最低为31%,最高为38%,约占总股份的三分之一;平均法人股比例最低为16%,最高为23%,年平均值为19%;公司年平均流通股比例为36%,其中最小为32%,最大也仅为40%,流通股占总股本的比例略大于三分之一.在国内的上市公司中,其大股东基本上都是国家或国有法人,二者持股比例之和在一定程度上也反映了公司股权的集中程度,所以表1也给出了国家股和法人股比例之和.表中数据显示,在国内上市公司的总股本中,国家股和法人股占有很大的比重,其均值为53%,仅在1999年和2000年,年平均比例小于50%.

表1 股权结构分布表(百分数)

Table 1 Ownership structure (percent)

	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	均值
国家股	38	35	34	31	31	35	34
法人股	20	21	18	17	16	23	19
流通股	34	35	36	36	40	32	36
其他股份	8	9	12	16	13	10	11
国家股 + 法人股	58	56	52	48	47	58	53

表2 股权集中度(百分数)

Table 2 Ownership concentration (percent)

A10	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	均值
平均值	60.8	59.4	58.8	59.0	56.8	56.0	58.5
最大值	94.9	94.7	92.6	93.8	93.7	93.8	93.9
最小值	11.1	8.6	8.4	9.1	13.2	12.5	10.5
标准差	15.6	15.8	15.6	15.4	15.3	15.1	15.47
HERF							
平均值	24.1	23.2	22.4	22.2	20.9	20.4	22.2
最大值	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
最小值	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
标准差	15.3	15.3	14.7	14.4	14.1	13.9	14.62

表2为公司前十大股东平均的持股情况,反映公司的股权集中度。A10是前十大股东的持股比例之和,HERF指数是公司前十大股东持股比例的平方和。表中的数据表明,一方面,在国内的上市公司中前十大股东在公司总股本中平均占有很大的比重,A10的均值为58.5%,HERF指数的均值为22%左右;另一方面,不同公司间十大股东的持股比例相差很大,其中A10的最大值为94.9%,最小值为8.4%,HERF指数的最大值高达60%,而最小值接近于0。

## 2 实证结果与分析

### 2.1 股权集中度与公司价值创造

考虑到数据中可能存在的异方差性等特性,在利用方程(1)对假设1进行检验前,本文首先对所用数据进行了异方差检验,其结果是存在异方差性;另外,由于数据是典型的平行数据,所以还做了相应的Hausman检验,其结果是拒绝随机效应模型,因此,选用固定效应模型。对方程(1)的回归结果列在表3中。

表3数据显示,无论是否有行业虚拟变量,前十大股东的持股比例之和(A10)和HERF指数对公司价值指标EVAPS和SPREAD的回归系数均为负,且在5%下显著,说明A10和HERF与公司价值指标间存在显著的负相关关系,即股权集中度与公司价值创造间存在显著的负相关关系,因此应拒绝假设1。这与许小年<sup>[12]</sup>、孙永祥<sup>[13]</sup>等的结果——股权集中度与公司绩效正相关,不一致,

与施东晖<sup>[15]</sup>的结果相一致。但施东晖的研究只用了1999年一年的沪市数据,说服力不强。

股权集中度对公司价值创造的显著负面影响,这一实证结果支持Demsetz<sup>[4]</sup>和LaPorta<sup>[5]</sup>的理论,即控股股东的利益和外部小股东的利益常常并不一致,两者之间存在着严重的利益冲突。在缺乏外部控制威胁、或者外部股东类型比较多元化的情况下,控股股东可能以其它股东的利益为代价来追求自身利益,通过追求自利目标而不是公司价值目标来实现自身收益的最大化。实际上,在我国上市公司中,大部分是以募集设立方式进行改组后而上市的。在此情况下,大股东与其控股的上市公司之间存在许多生产经营方面的联系和非生产性经济往来,大股东和上市公司之间通过关联交易、商标租赁使用、原料采购和产品销售、以及上市公司为大股东提供资金或资金担保,形成不对等的资金交易关系,从而增加上市公司财务与经营风险;而且在上市公司中,许多小股东放弃了其投票权,这样就为大股东掌握绝对控制权,然后利用这种控制权掠夺小股东利益提供了可能(由于缺少数据,未能对此做实证分析)。相反,在那些股权相对分散的上市公司中,公司治理结构的分权与制衡作用发挥得比较完善,证券市场的监控功能也能得到充分发挥,因此,股权分散型公司价值创造要优于股权集中型公司。

由于在我国上市公司中,大股东基本上由政府机构或法人实体,所以国家股东和法人股东持股比例之和在一定程度上也代表了股权集中的程度。Qian Sun<sup>[14]</sup>等认为我国的股权集中度就是国家股和法人股之和(PSL),而不是一般意义上的股权集中度。如果真是这样,那么国家股和法人股持股比例之和应该与公司价值指标呈现显著的负相关关系。但从表3可知,不论是否存在虚拟变量,国家股和法人股持股比例之和与EVAPS、SPREAD的回归系数虽然为负,但在5%下均不显著,即国家股和法人股持股比例之和与EVAPS、SPREAD的相关性不显著,这表明Qian Sun等<sup>[14]</sup>的观点不一定正确。国家股和法人股之和未必能作为通常意义下的股权集中度的度量。

表3的数据还表明,公司的资产负债率指标DAR与公司的价值指标EVAPS和SPREAD间的回归系数均为负,在5%下显著,表明公司的资产

负债率与公司价值创造间存在显著的负相关关系,即资产负债率越高的公司,其价值创造能力越低;公司的地理位置指标 DUM 与 EVAPS 和 SPREAD 间的回归系数均为正,在 5% 下显著,说明首先在沿海地区所实施的改革开放政策确实对

企业的发展有好的促进作用,从而也肯定了相关政策的有效性;另外,公司的规模(SALE)和成长机会(GROW)这两个指标与 EVAPS、SPREAD 也显著地正相关,表明公司的规模和成长机会对公司价值创造同样存在正面影响。

表 3 股权集中度对公司价值创造的回归结果

Table 3 Regressions of firm performance on ownership concentration ratio

	DUM <sub>i</sub>	DUM	SALE	GROW	DAR	A10	HERF	PSL	Adj-R <sup>2</sup>
EVAPS	有	0.042 5 (0.05)	0.077 8 (0.00)	0.011 6 (0.00)	-0.521 4 (0.00)	-0.135 4 (0.05)			0.19
EVAPS	有	0.039 5 (0.06)	0.082 1 (0.00)	0.011 1 (0.00)	-0.514 8 (0.00)		-0.230 0 (0.00)		0.19
EVAPS	有	0.041 4 (0.05)	0.076 7 (0.00)	0.010 8 (0.00)	-0.523 5 (0.00)			-0.029 0 (0.57)	0.19
EVAPS	没有	0.040 4 (0.06)	0.072 7 (0.00)	0.011 0 (0.00)	-0.539 8 (0.00)	-0.168 6 (0.01)			0.18
EVAPS	没有	0.037 2 (0.08)	0.078 1 (0.00)	0.011 0 (0.00)	-0.530 5 (0.00)		-0.278 9 (0.00)		0.19
EVAPS	没有	0.039 7 (0.06)	0.071 6 (0.00)	0.011 2 (0.00)	-0.541 7 (0.00)			-0.053 4 (0.29)	0.18
SPREAD	有	0.020 0 (0.01)	0.024 7 (0.00)	0.011 0 (0.00)	-0.142 2 (0.00)	-0.045 3 (0.02)			0.23
SPREAD	有	0.021 0 (0.01)	0.025 8 (0.00)	0.010 1 (0.00)	-0.140 5 (0.00)		-0.064 0 (0.00)		0.23
SPREAD	有	0.020 0 (0.01)	0.024 6 (0.00)	0.010 2 (0.00)	-0.142 5 (0.00)			-0.019 5 (0.18)	0.23
SPREAD	没有	0.017 5 (0.00)	0.022 9 (0.00)	0.010 1 (0.00)	-0.151 4 (0.00)	-0.063 0 (0.00)			0.21
SPREAD	没有	0.016 6 (0.01)	0.024 3 (0.00)	0.010 0 (0.00)	-0.148 8 (0.00)		-0.085 5 (0.00)		0.26
SPREAD	没有	0.017 2 (0.01)	0.022 7 (0.00)	0.010 0 (0.00)	-0.151 9 (0.00)			-0.026 5 (0.06)	0.21

注:表中的数据是各解释变量的回归系数,括号内是  $t$  检验渐进显著性概率, Adj- $R^2$  为调整残差平方和.在回归方程中,虚拟变量 DUM<sub>i</sub> ( $i=1,2,\dots,5$ ) 中仅有 DUM<sub>5</sub> 在 5% 下显著,为节省篇幅相关结果未在表中列出。

## 2.2 股权构成与公司价值创造

对假设 1 的检验,结果表明股权集中度对公司价值创造有显著地影响.那么构成股权的国家股(PS)、法人股(PL)和流通股(PT)对公司价值创造的影响如何?为此下面检验假设 2.

利用方程(2)检验假设 2,数据的处理方式同上,结果仍应选用固定效应模型.由于国家股、法人股和流通股三类数据在同一方程中会产生多重共线性,所以在回归时分别考虑.回归的结果列于表 4.

表 4 的数据表明,不论是否有虚拟变量,国家股比例对价值指标 EVAPS 和 SPREAD 的回归系数都为负,且在 5% 下显著,说明国家股东对公司价值创造具有负面影响.这与许小年等<sup>[12]</sup>的研究

结果一致,而与 Qian Sun 等<sup>[14]</sup>的研究结果不一致.事实上,我国目前国家股的持股主体包括国资局、国有资产经营公司、国有控股公司、企业主管部门和财政局等.这些国家股持股主体的行政化因素使其有可能以政治功利或行政目标来代替股东利益,从而使中小股东利益受到损害.此外,国有资本主体的缺位加大了“内部人控制”带来的代理问题,使得作为代理人的经理行为表现为政治上的机会主义和经济上的道德风险.

表 4 中法人股比例对 EVAPS、SPREAD 的回归系数都为正,且当没有虚拟变量时,在 5% 下显著.由于虚拟变量中仅有 DUM<sub>5</sub> 显著,所以可以认定法人股比例与公司价值指标正相关,这说明法人股东确实既有经济激励又有能力来监督和控制

公司经理人员.与国家股相反,法人股代表的资本不仅仅只有国家资本,更多的是民营资本和集体所有资本.其特性决定了法人股比国有股更具有“经济人”特征,法人股东对管理层行为的结果所承担的风险要大于国有股股东的委派人所承担的风险.此外,由于法人股不能上市流通,持有者不似流通股持有者以追求市场短期价差为目的,而更关注公司中长期的经营发展情况,并求得良好的红利回报.因此,法人股股东的这些特点使其对企业经理人员进行监督的积极性要高于国有股股东,且监控效率要好于国有股股东.

表4中流通股比例对EVAPS或SPREAD的回

归系数均为正,但在5%的水平下,仅有对SPREAD的回归系数显著.因此,实证结果不完全地支持流通股比例与公司价值创造的正相关关系,这与许小年等<sup>[12]</sup>的研究结果不一致.

表4中,公司的规模(SALE)、成长机会(GROW)以及地理位置(DUM)与公司的价值指标EVAPS、SPREAD间仍是显著的正相关,而公司的资产负债率(DAR)与EVAPS、SPREAD之间呈现显著的负相关关系.这也进一步地验证了前面相关的分析结果.

综合以上的分析,应该拒绝假设2,即股权结构对公司价值创造有显著影响.

表4 国家股(PS)、法人股(PL)、流通股(PT)对公司价值创造的回归结果

Table 4 Regressions of firm performance on state shares ratio, legal-person shares ratio, and ordinary shares ratio

	DUM <sub>i</sub>	DUM	SALE	GROW	DAR	PS	PL	PT	Adj-R <sup>2</sup>
EVAPS	有	0.041 9 (0.05)	0.078 8 (0.00)	0.010 8 (0.00)	-0.510 3 (0.00)	-0.084 1 (0.05)			0.19
EVAPS	有	0.043 3 (0.05)	0.076 3 (0.00)	0.011 0 (0.00)	-0.515 3 (0.00)		0.072 9 (0.12)		0.19
EVAPS	有	0.043 2 (0.05)	0.077 3 (0.00)	0.011 0 (0.00)	-0.524 4 (0.00)			0.058 3 (0.30)	0.19
EVAPS	没有	0.040 6 (0.06)	0.074 9 (0.00)	0.011 3 (0.00)	-0.522 3 (0.00)	-0.120 5 (0.00)			0.18
EVAPS	没有	0.042 8 (0.05)	0.071 6 (0.00)	0.011 2 (0.00)	-0.529 4 (0.00)		0.100 0 (0.03)		0.18
EVAPS	没有	0.042 2 (0.05)	0.072 3 (0.00)	0.011 0 (0.00)	-0.543 6 (0.00)			0.085 5 (0.12)	0.18
SPREAD	有	0.016 3 (0.01)	0.025 0 (0.00)	0.010 0 (0.00)	-0.138 4 (0.00)	-0.028 4 (0.02)			0.23
SPREAD	有	0.016 7 (0.01)	0.024 7 (0.00)	0.009 0 (0.00)	-0.141 1 (0.00)		0.016 7 (0.20)		0.23
SPREAD	有	0.017 0 (0.01)	0.024 7 (0.00)	0.008 0 (0.00)	-0.143 1 (0.00)			0.028 2 (0.07)	0.23
SPREAD	没有	0.017 6 (0.00)	0.023 5 (0.00)	0.008 9 (0.00)	-0.145 9 (0.00)	-0.039 3 (0.00)			0.21
SPREAD	没有	0.018 2 (0.00)	0.022 1 (0.00)	0.009 0 (0.00)	-0.149 3 (0.00)		0.024 7 (0.06)		0.21
SPREAD	没有	0.018 3 (0.00)	0.022 9 (0.00)	0.010 0 (0.00)	-0.152 9 (0.00)			0.037 3 (0.02)	0.21

注:表中的数据是各解释变量的回归系数,括号内是*t*检验渐进显著性概率,Adj-R<sup>2</sup>为调整残差平方和.在回归方程中,虚拟变量DUM<sub>i</sub>(*i*=1,2,⋯,5)中仅有DUM<sub>5</sub>在5%下显著,为节省篇幅相关结果未在表中列出.

### 2.3 法人股东与公司价值创造的进一步讨论

法人股比例与公司价值创造正相关,说明法人股东既能激励又有能力来监督和控制公司经理人员.由于法人股东比单个流通股股东的持股比例要高得多,法人股东可以确保其在董事会、监事会中拥有相应的席位.那么,法人股东和内部经理

人员间是控制者关系还是合作者关系?

通过在回归方程中增加二次函数项,McConnell和Servaes<sup>[27]</sup>发现,在内部人持股比例大约为40%~50%之间,Tobin's Q随内部人持股比例增加而增加,此后缓慢下降.Morck<sup>[10]</sup>等也指出,当存在两种相反的力量时,公司经理人员就会

存在一种机会主义行为,他们有按自己的利益最大化来分配公司资源而以损失外部股东的利益为代价的自然倾向;然而,随着经理人员持股比例的增加,他们的利益和外部股东的利益就更加一致.反映公司价值创造与内部人持股比例关系的曲线既可能向上倾斜也可能向下倾斜,它依赖于两种力量中哪种力量占优势.因此,下面进一步检验法人股比例和公司价值指标之间是否也存在非线性关系.考虑如下的回归方程

$$P = \alpha \text{DUM} + \beta_1 \text{SALE} + \beta_2 \text{DAR} + \beta_3 \text{GROW} + \beta_4 \text{PL} + \beta_5 \text{PL}^2 + \beta_6 \text{PL}^3 + e \quad (3)$$

$P$  是公司价值指标,即 EVAPS 和 SPREAD, PL2, PL3 分别为法人股的二次方和三次方,回归结果列在表 5 中.

从表 5 可以看到,仅法人股比例的二次方与 EVAPS 显著地正相关,法人股比例的三次方与 SPREAD 显著地负相关,其它回归系数都不显著.因此,总体上法人股比例与 EVAPS 或 SPREAD 未呈现倒 U 型或者 U 型关系,即不支持诸如倒 U 型或者 U 型的非线性关系假设.这与许小年<sup>[12]</sup>和施东晖<sup>[15]</sup>的结果不一致.说明法人股东和内部经理人员之间的关系还有待于进一步的探讨.

表 5 法人股与公司价值创造间的非线性关系检验

Table 5 Test for non-linear relationship between firm performance and legal-person shares ratio

	DUM	SALE	GROW	DAR	PL	PL2	PL3	Adj- $R^2$
EVAPS	0.038 9 (0.05)	0.072 0 (0.00)	0.010 1 (0.00)	-0.529 8 (0.00)	0.205 8 (0.43)	-0.290 2 (0.73)	0.172 5 (0.81)	0.18
SPREAD	0.019 8 (0.00)	0.022 4 (0.00)	0.012 2 (0.00)	-0.152 4 (0.00)	-0.028 7 (0.73)	0.286 2 (0.25)	-0.302 2 (0.13)	0.21
EVAPS	0.041 1 (0.04)	0.074 8 (0.00)	0.011 1 (0.00)	-0.525 8 (0.00)		0.124 6 (0.07)		0.18
SPREAD	0.024 3 (0.00)	0.021 8 (0.00)	0.098 5 (0.00)	-0.149 5 (0.00)		0.025 0 (0.23)		0.20
EVAPS	0.043 7 (0.05)	0.072 4 (0.00)	0.011 3 (0.00)	-0.528 7 (0.00)	0.135 1 (0.12)		-0.066 4 (0.68)	0.18
SPREAD	0.024 3 (0.00)	0.023 4 (0.00)	0.011 0 (0.00)	-0.153 4 (0.00)	0.062 8 (0.01)		-0.083 6 (0.08)	0.21
EVAPS	0.043 5 (0.05)	0.074 9 (0.00)	0.010 9 (0.00)	-0.535 4 (0.00)	0.164 8 (0.22)	-0.090 8 (0.64)		0.18
SPREAD	0.022 5 (0.00)	0.021 9 (0.00)	0.010 8 (0.00)	-0.153 9 (0.00)	0.072 7 (0.04)	-0.085 6 (0.14)		0.21

注:表中的数据是各解释变量的回归系数,括号内是  $t$  检验渐进显著性概率,PL2, PL3 分别为法人股比例的二次方和三次方,Adj- $R^2$  为调整残差平方和.

### 3 结 论

采用企业价值创造的评价指标 EVA 及相关变量作为公司绩效的度量,以沪市上市公司 1996 年至 2001 年的数据,本文对沪市上市公司股权结构与公司价值创造间的相关关系进行了实证分析.实证发现,股权结构对公司价值创造有显著的影响,主要体现在:1). 股权集中度与公司价值创造显著地负相关.这表明在上市公司中,股权越集中的公司,其创造的价值越小;2). 国家股比例与公司价值创造之间显著的负相关关系,表明了国家股东在公司价值创造中的负面效应;3). 法人

股比例与公司价值创造之间的正相关关系,说明了法人股东既能激励又有能力来监督和控制公司管理人员,在公司治理结构中扮演着重要的角色;4). 实证分析结果不完全地支持流通股比例与公司价值创造之间的正相关关系,说明流通股比例的大小对公司价值创造的正面影响不明显.

到目前为止,我国对国有企业的改革取得了一定的成绩,国有企业的效率也有了一定程度的提高.然而,国有企业中的一些根本问题仍没有得到解决,资源也未完全实现优化配置.综合本文以上的实证分析结果,针对国有企业的改革,可以得到以下几点启示:第一,恰当的股权结构是提高企业生产能力和经济效益所必须的.股权的过度集



中会使得企业价值创造的能力下降,不利于公司的发展,同时也会使中小股东的权益受到损害.因此政府可通过多种渠道与方式逐步减少大股东拥有的股权,降低上市公司的股权集中度;第二,由于实证结果并不完全支持流通股与公司价值创造间的正相关关系,在投资者价值理念偏好于短期投资行为的现实下,完全分散的流通股权并不是最合适的方案,国有股权只能部分地转化为流通股;第三,由于法人股东既能激励又有能力来监督和控制公司管理人员,有利于公司为股东创造更大的价值,所以法人股东应在公司治理结构中扮演着更为重要的角色.在加快国有股在有效监督下的适度流通前提下,在上市公司中应适当地引入非国有股份,如在发起人股权结构设置上引入

自然人股权和其它社会法人股权,真正实现产权主体的多样化.而且应在证券市场中大力培育长期、稳定的投资者,如保险公司、养老基金、证券投资基金等机构投资者,同时在上市公司中积极引入管理层期权计划和职工持股计划,形成多个法人相对控股的股权结构,使公司治理结构的分权与制衡作用得以实施,证券市场的监控功能得以发挥,逐步完善上市公司的治理结构.

就现有的股权结构对公司价值创造影响的两种观点——市场调节和所有者控制,本文的实证结果支持所有者控制观点.然而,市场调节对公司价值创造的影响作用值得进一步研究.另外,法人股东是如何影响公司的价值创造、法人股与公司价值指标间的具体关系,也是有待于进一步探讨的问题.

## 参 考 文 献:

- [1]Fama E. Agency problems and the theory of the firm[J]. *Journal of Political Economy*, 1980, 88: 288—307.
- [2]Grossman S, Hart O. Take-over bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation[J]. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1980, 11: 42—64.
- [3]Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control[J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94: 461—488.
- [4]Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences[J]. *Journal of Political Economy*, 1985, 93: 1155—1177.
- [5]LaPorta R, Lopez F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54: 157—471.
- [6]Levy J. The effect of shareholding dispersion on the degree of control[J]. *Economic Journal*, 1983, 93(2): 351—369.
- [7]McConnell J, Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27: 595—612.
- [8]Claessens S. Who Controls East Asian Corporations? [R]. World Bank Working Paper, 1999.
- [9]Claessens S, Djankov S, Fan P H, *et al.* Disentangling the incentive and the entrenchment effects of large shareholdings[J]. *Journal of Financial*, 2002, 57(6): 2741—2771.
- [10]Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Management ownership and market valuation: An empirical Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 293—315.
- [11]朱武祥, 黄 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: 66—72.  
Zhu wuxiang, Huang Yong. Ownership structure and firm performance—Empirical analysis about household appliances corporation in China stock market[J]. *Economics Research*, 2001, 12: 66—72. (in Chinese)
- [12]Xu Xiaonian, Wang Yan. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies[J]. *China Economic Review*, 1999, 10: 75—98.
- [13]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.  
Sheng Yongxiang, Huang Zhuhui. Ownership and firm performance[J]. *Economics Research*, 1999, 12: 23—30. (in Chinese)
- [14]Qian Sun Wilson Tong H S, Jing Tong. How does government ownership affect firm performance? evidence from China's privatization experience[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*. 2002, 29(1)&(2): 1—27.
- [15]施东晖. 股权结构、公司治理与绩效表现[J]. *世界经济*, 2000, 12: 37—44.  
Shi Donghui. Ownership structure, corporation governance and firm performance[J]. *International Economics*, 2000, 12: 37—44. (in Chinese)

- [16] Fisher F M, McGowan J J. On the misuse of accounting rates of return to infer monopoly profits[J]. *American Economic Review*, 1983, 73: 82—97.
- [17] Jensen M. Value maximization and the corporate objective function[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, 10: 8—22.
- [18] Young S D, Stephen F. *EVA and Value-Based Management*[M]. Columbus: McGraw-Hill, 2000.
- [19] Stewart G B. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*[M]. New York: Harper Business, 1991.
- [20] Tully S. The real key to creating wealth[J]. *Fortune*, 1993, 128: 38—50.
- [21] Anctil R M, Jordon J S, Mukerherji A. The asymptotic optimality of residual accounting studies[J]. 1997, 23: 207—229.
- [22] Rogerson W. Intertemporal cost allocation and managerial investment incentives: A theory explaining the use of economic value added as a performance measure[J]. *Journal of Political Economy*, 1997, 8: 770—795.
- [23] Reichelstein S. Investment decisions and managerial performance evaluation[J]. *Review of Accounting Studies*, 1997, 2(2): 157—180.
- [24] Reichelstein S. Providing managerial incentives: Cash flow versus accrual accounting[J]. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38: 243—269.
- [25] Chen S, Dodd J L. Economic value added (EVA™): An empirical examination of a new corporate performance measure[J]. *Journal of Managerial Issues*, 1997, 9: 318—333.
- [26] Milunovich S, Tsuei A. EVA in the computer industry[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, 9: 104—115.
- [27] McConnell J, Servaes H. Equity ownership and the two face of debt[J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 39: 131—157.

## Ownership structure and value creation

*LI Ya-jing*<sup>1,2</sup>, *ZHU Hong-quan*<sup>2</sup>, *HUANG Deng-shi*<sup>2</sup>, *ZHOU Ying-feng*<sup>3</sup>

1. School of Management Science, Southwest University for Nationalities, Chengdu 610041, China;

2. School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031, China;

3. Department of Finance, Chinese University of Hong Kong, Shatin, NT, Hong Kong, China

**Abstract:** Using the economic value added (EVA) index and some other firm value evaluating variables, this paper disentangles the relations between the ownership structure and value of the firms listed at Shanghai Stock Exchange. Our results indicate that the ownership structure has significant effects on firm values. First, concentrated ownership negatively correlates with firm value. The firm with high centralized ownership structure has low earnings. Second, the rate of state-owned shares in the total shares of a firm is also significantly negatively related to firm value. But the relation between firm value and the proportion of legal-person shares in a firm is positive. Legal-person shareholders can not only motivate but also control the firm managers. They have dominant power over corporate governance of Chinese companies. Finally, the empirical findings do not fully support the positive relation between firm value and the scale of tradable shares of a firm.

**Key words:** EVA; ownership structure; value creation