

# 混合所有制企业股权结构治理效应分析<sup>\*</sup>

王欣 韩宝山

【摘要】发展混合所有制经济，是当前深化国资国企改革的重要内容。基于中国上市公司数据实证研究混合所有制企业股权结构与公司绩效的关系，结果表明：股权集中度与公司绩效存在“倒U型”关系，适度集中的股权结构、多个大股东之间的制衡作用均有利于绩效改善，异质股东制衡比同质股东制衡更有利于绩效改善；第一大股东性质对股权结构与公司绩效的关系起调节作用。因此，企业在推进混合所有制改革中，应当防止股权过于集中或过于分散；应在大股东间形成有效的股权制衡关系；国有企业引入民营、外资等非国有资本，实现真正意义上的混合所有制是一种更优的股权结构。

【关键词】混合所有制；股权结构；股权制衡；公司绩效

【中图分类号】F279.2 【文献标识码】A 【文章编号】1006—012X（2018）—06—0125（07）

【作者】王欣，副研究员，博士，中国社会科学院工业经济研究所，北京 100044

韩宝山，副研究员，博士，山东省人民政府发展研究中心，山东济南 250011

股权结构设置是公司治理的关键环节，也是影响公司绩效的重要因素。自从现代公司制产生以来，股权结构与公司绩效之间的关系，一直是学者们关注的一个焦点问题。我国改革开放四十年来，国有企业产权制度改革始终处于关键地位。党的十八届三中全会开启了新一轮国资国企改革历程，强调发展混合所有制经济是国企改革的重要举措。从实践来看，我国国有企业经过长期的股份制、公司制改革，国有股“一股独大”问题得到缓解，股权结构多元化的趋势日益明显，国有资本和非国有资本相互融合的路径和方式也更加多样化。然而，实施混合所有制改革是一把“双刃剑”，并不必然带来公司治理的改善和绩效的提升，还需要企业不断优化股权结构。面对改革新时期新环境，对混合所有制企业而言，是否存在一种相对最优的股权结构？它与公司绩效之间存在着怎样的关系？有哪些因素可能影响这种关系？都是亟待解答的现实问题。

## 一、文献回顾

学者们针对股权结构与公司绩效的关系进行了长期的跟

踪研究，但得出的结论却不尽相同甚至截然相反。通过对相关文献进行梳理发现，已有研究大多集中于以下几个问题：

一是股权集中度与公司绩效的关系。一般用第一大股东的持股比例来衡量股权集中度。针对这一问题，学者们尚未得出较为一致的结论，主要观点包括三类：第一类是股权集中度与公司绩效正相关，<sup>[1-3]</sup>第二类是股权集中度与公司绩效负相关；<sup>[4]</sup>第三类是股权集中度与公司绩效存在非线性关系，有的实证结果表明两者呈正U型关系，<sup>[5-7]</sup>而有的研究却得出了截然相反的倒U型关系的结论。<sup>[6-11]</sup>

二是股权制衡度与公司绩效的关系。其研究重点是，大股东之间的制衡关系能否改善公司治理，从而提升公司绩效。一般是检验第二到第十大股东对第一大股东的制衡，也有少数选择第二大股东对第一大股东的制衡。有研究表明，股权制衡程度过高会对企业经营绩效有负面影响，但不同性质的外部大股东的作用效果是有明显差别的。<sup>[12,13]</sup>朱红军、汪辉（2004）认为，股权制衡结构不能提高我国民营上市公司的治理效率，也不比一股独大更有效率。<sup>[14]</sup>但也有学者得出了相反的结论，证明了股权制衡度与公司绩效之间存在显著的正相关关系。<sup>[15-17]</sup>

\* 基金项目：国家自然科学基金面上项目“竞争性国有企业混合所有制改革研究”（71472186）；国家社会科学基金重大项目“国有企业改革和制度创新研究”（15ZDA026）。

三是第一大股东的性质对于股权结构与公司绩效关系的调节作用。学者们讨论的重点是,国有控股企业和非国有控股企业之间的差异性。徐晓东、陈小悦(2003)通过实证检验发现,第一大股东的所有权性质不同,股权结构对公司绩效的影响也有所不同。同时,第一大股东的变更有利于公司治理效力的提高,从而有利于公司绩效的改善。<sup>[18]</sup>熊风华、黄俊(2016)指出,股权制衡度与公司绩效的关系受到多个因素的影响,股权制衡效果与实际控制人性质有关,非国有控股时股权制衡效果优于国有控股。<sup>[19]</sup>

另外,有学者按照股东性质进行了比较研究,试图验证异质性股东与公司绩效之间的关系。刘星、刘伟(2007)在考虑到股东性质的影响后发现,在第一、二大股东性质相同的公司中,股权制衡效果相对较差,尤其当二者均属于非国有性质时,股权制衡难以发挥积极作用。<sup>[20]</sup>涂国前、刘峰(2010)进一步区分国有控股股东和民营控股股东两类,发现不同性质的制衡股东具有不同的制衡效果。<sup>[21]</sup>马连福等(2015)指出,简单的股权混合并不能够改善公司绩效,在完善的制度环境下,混合主体多样性才能有效提升公司绩效。<sup>[22]</sup>郝阳、龚六堂(2017)实证研究发现,异质性股东“混合所有”的股权结构,能够发挥优势互补效应,从而对公司绩效产生积极影响。<sup>[23]</sup>郝云宏、汪茜(2015)的单案例研究和郝云宏等(2015)的多案例研究表明,民营参股股东对国有控股股东进行适度控制权争夺,是符合效率原则的市场化行为,总体上没有违反效率原则。<sup>[24 25]</sup>

通过对已有研究的分析发现,研究结论存在很大差异,且在当前情境下解释力不足,主要源于以下几个因素:第一,学者一般选取上市公司作为样本进行实证检验,大部分研究集中于2000~2008年之间。实际上,最近这10年间,上市公司股权结构和外部市场、制度环境都发生了显著变化,在不同的情境下得出的结论也不尽相同。第二,学者选取的样本区间不同,用于衡量股权集中度、股权制衡度等核心变量的指标也不同,导致最终得出的结论产生很大差异。第三,由于我国上市公司长期以来股权集中度相对较高,已有研究更多关注第一大股东性质的影响,而普遍忽视了相互制衡的两大股东同质和异质的差别,也就无法真正回答混合所有制能否提升公司绩效的问题,也无法证明,国有与国有融合的股权多元化与国有与非国有融合的混合所有制,哪一种模式更有利于公司绩效的改善问题。综上所述,以往研究得出的股权结构与公司绩效关系的结论,需要新的改革背景下重新加以检验。

## 二、研究假设

### 1. 股权集中度与公司绩效的关系

股权集中度反映的是大股东对公司的控制能力。股权集中度对公司绩效存在多种传导路径,不同的股权集中度会产生不同的治理机制和治理绩效。<sup>[26]</sup>在双重代理情境下,股权集中度对公司绩效的影响存在多重效应。一是监督效应,即大股东能够对经营者进行有效监督,避免产生败德行为。二是隧道效应,即大股东通过转移资产等非正当手段掏空公司,侵占中小股东利益。三是利益协同效应,即大股东的利益与公司利益高度一致,从而减少掏空行为。在现实中,这三种效应可能同时存在,股权集中度的高低决定了哪一种效应起主导作用。

当股权高度分散时,单个股东对公司的控制能力有限,分散的股东容易产生“搭便车”的行为,导致股东对经营者的有效监督不足,可能引发第一类代理问题,经营者的“败德行为”会导致公司绩效的损失。当股权适度集中时,大股东的利益与公司利益更为一致,且大股东之间存在相互制约关系,损害公司利益的行为相应减少,也更有动力加强对经营者的监督和激励,从而创造出更高的公司绩效;当股权高度集中、第一大股东掌握绝对控制权时,由于其他股东很难对其行为产生有效约束,使得大股东谋取不正当利益的机会增加,从而对公司绩效造成不利的影响。

综上所述,适度集中的股权结构有利于公司绩效的提升,过于集中或者过于分散的股权结构都会对公司绩效产生负面影响。因此提出如下假设:

H1: 股权集中度与公司绩效呈倒U型的非线性关系。

### 2. 股权制衡度与公司绩效的关系

股权制衡度反映的是多个大股东之间的相互制约关系,但多个大股东之间可能存在多种作用机制。一是制衡效应,即多个大股东之间相互竞争和监督,可减少单一大股东损害公司利益的行为。二是分歧效应,即由于大股东之间产生意见分歧,而影响公司决策效率和经营绩效。三是合谋效应,即大股东之间联合一致,共同做出损害公司利益的行为。

当一家公司存在多个大股东共享控制权时,彼此之间就会形成一种监督和约束,产生一种相互制衡效应,能够有效避免公司决策陷入“一言堂”。因此,与单一大股东控制公司相比,多个大股东控制有利于公司绩效的改善。但是,在制衡效应发生作用的同时,大股东之间也可能产生一种分歧效应。有研究指出,当大股东之间持股比例的差距缩小时,大股东之间的分歧效应占主导,公司绩效表现就越差。<sup>[27]</sup>实际

上,分歧效应只发生在股权制衡程度过高的情况下,并且与控股股东性质紧密相关。<sup>[28]</sup>最后,与两个大股东控制的情形相比,多个大股东之间形成合谋比较困难。

总体而言,当前我国公司股权集中度仍然处于较高水平,大多数情况下制衡效应占主导地位,其他大股东可形成对第一大股东的监督,通过改善公司治理而提升公司绩效。因此提出如下假设:

H2: 股权制衡度与公司绩效呈正相关关系。

### 3. 股权异质性与公司绩效的关系

股权异质性反映的是不同所有制性质的股东之间的关系。根据控股股东和参股股东的性质,可以从三个方面来分析股权异质性对公司绩效的影响机制。一是互补效应,即不同所有制背景的股东具有各自的优势和劣势,彼此融合可以实现优势互补,发挥协同效应。二是监督效应,即异质性股东与同质性股东相比,具有更强的监督和约束作用。三是合谋效应,即同质性股东与异质性股东相比,更加容易形成合谋,损害公司利益。

当前,我国正在积极推进混合所有制改革,反映在微观企业层面就是国有资本与非国有资本相互融合的股权结构。研究股权异质性对公司绩效的影响,实质上是希望回答“股权多元化”与“混合所有制”孰优孰劣的问题。与非国有控股公司相比,国有控股公司受到政府干预的程度更高。这种行政干预具有两面性,既可以是损害企业利益的“攫取之手”,也可能是提升企业价值的“协助之手”。<sup>[29]</sup>而非国有控股公司的核心优势在于更高的市场化程度,以及更灵活的治理机制。正因如此,异质性股东“混合所有”的股权结构,能够发挥优势互补效应,从而对公司绩效产生积极影响。<sup>[30]</sup>但是,要充分发挥这种互补效应,需要完善的制度环境作保障。<sup>[31]</sup>

概括而言,异质性股东之间的混合所有制,比同质性股东之间的股权多元化,更有利于公司绩效的改善。因此提出如下假设:

H3: 异质性股东制衡比同质性股东制衡更有利于公司绩效的改善。

### 4. 第一大股东性质对股权结构与公司绩效关系起调节作用

由于不同性质的控股股东,在上市公司中行使控制权的方式有所不同,因而对公司绩效的影响程度也存在差异。在中国当前制度环境下,股权集中度、股权制衡度对公司绩效的影响程度,与控股股东的性质紧密相关。<sup>[32,33]</sup>

具体而言,与非国有控股公司相比,国有控股公司更容易受到行政干预,其中一些还承担着部分非市场化的特殊功

能,经济绩效并不是公司追求的唯一目标。同时,在选择外部董事、选聘经理人的标准和流程方面,国有控股公司与非国有控股公司也存在明显差异,非国有控股公司更倾向于运用市场化选聘和激励机制。此外,在国有控股公司中控股股东相对强势,信息披露主动性不强,更易产生隧道效应,其他股东难以对其形成有效制衡。因此提出如下假设:

H4: 与国有控股公司相比,非国有控股公司股权结构对公司绩效的影响更显著。

## 三、变量与模型设计

### 1. 变量定义与度量

(1) 因变量。衡量公司绩效主要有财务指标和市值指标两种方法,综合国内外相关文献,两种方法都使用得较为广泛。考虑目前中国资本市场的成熟度和稳定性,本文选取财务指标的方法。在实证研究部分,笔者首先采用 ROA 来衡量公司的绩效,然后通过 ROE 和调整行业均值后的 ROA 进行稳健性分析。

表 1 主要变量的定义及说明

变量类型	变量符号	变量名称	测量方式
自变量	Topone	股权集中度	第一大股东持股数量/总股本
	HHI2_10	股权制衡度	第二到第十大股东持股比例平方和
	State_1	第一大股东性质	1 代表国有控股, 0 非国有控股
	State_2	第二大股东性质	1 代表国有股, 0 非国有股
因变量	ROE	净资产收益率	净利润/所有者权益
	ROA	资产回报率	净利润/总资产
控制变量	Size	公司规模	Ln(总资产)
	Lev	负债率	负债总额/总资产
	Growth	主营业务收入增长率	销售收入对数的一阶差分
	Age	公司年龄	Ln(1 + (Year-IPO))
	HHI	行业竞争强度	基于营业收入的赫芬达尔指数
	Industry	行业虚拟变量	基于证监会发布的《2011 年行业分类指引》; 制造业行业代码两位数划分
	Year	年度虚拟变量	企业成立年限

(2) 自变量。已有文献对股权结构的测量指标主要包括股权性质、股权集中度和股权制衡度等。借鉴已有研究成果,本文主要通过以下指标来测量股权结构: 第一大股东的持股比例 (Topone)、股权制衡度 (HHI2\_10) (第二至第十大股东的持股比例平方和)、第一大股东性质的哑变量 (State\_1) (取 1 表示第一大股东为国有控股, 0 表示非国有控股)、第二大股东性质的哑变量 (State\_2) (取 1 表示第二大股东为国有股, 0 表示非国有股)。同时,借鉴 Morck et

al. (1988)、白重恩等(2005)等的经验,引进第一大股东持股比例的平方项,以检验第一大股东持股比例与公司绩效的非线性关系。<sup>[34][35]</sup>

(3) 控制变量。本文参考曹廷求等(2007)等的研究,在考察股权结构对公司绩效的影响时,引用公司规模(Size)、负债率(Lev)、成长性(Growth)、公司年龄(Age)、行业竞争强度(HHI)、行业(Industry)、年度(Year)7个变量。<sup>[36]</sup>所有变量的定义与测量方式见表1。

## 2. 模型设计

在Pearson相关性分析和方差分析基础上,笔者构建了计量模型来检验股权结构与公司绩效之间的关系。在实证分析中,进一步对国有控股和非国有控股上市公司进行了分组比较。模型如下:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Topone_{it} + \alpha_2 Topone_{it}^2 + \alpha_3 HHI2\_10_{it} + \alpha_4 State\_1_{it} + \alpha_5 (State\_1 * State\_2)_{it} + \alpha_6 Size_{it} + \alpha_7 Lev_{it} + \alpha_8 Age_{it} + \alpha_9 HHI_{it} + \alpha_{10} Growth_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it}$$

## 四、实证检验与分析

上市公司是混合所有制企业的主要实现形式。考虑到2008年公司绩效受金融危机影响较大,故本文以2009~2015年沪深A股上市公司作为研究样本,相关数据来源于CSMAR和CCER数据库。其中,删除了金融类、ST、ST\*、PT类的上市公司,删除股东权益小于零的公司,删除了年度数据缺失的公司,最终样本包括10629个上市公司年度非平衡面板观察值。

### 1. 描述性统计

对样本公司2009~2015年股权结构的统计分析结果见表2: 股权集中度的均值为35.74,最大值为75.90,最小值为8.77,中位数为33.83,标准差为15.29,表明上市公司的股权集中度存在较大差异,但与以往研究的分析结果相比有下降趋势,表明我国上市公司“一股独大”问题有所缓解;① 股权制衡度的均值为20.50,最大值为68.61,最小值为0.63,中位数为18.75,标准差为13.19,也存在较为明显的差异。

根据第一大股东的持股比例,可以划分为绝对控股和相对控股两大类。Leech & Leahy (1991)<sup>[40]</sup>认为,如果公司第一大股东股权比例超过25%则处于相对控股地位,而当持股超过50%时,大股东就具有了对上市公司的绝对控制权。对样本公司的统计结果显示: 有71.43%的公司第一大股东持股比例超过25%,约20%的公司第一大股东持股比例超过50%。由此可见,我国大多数上市公司中第一大股东处于相对控股地位,约1/5的公司处于绝对控股地位。

表2 主要变量的描述性统计

变量	样本数	最小值	均值	中位数	最大值	标准差
ROA	10629	-0.160	0.032	0.030	0.170	0.048
ROE	10629	-0.724	0.055	0.065	0.319	0.130
Size	10629	19.63	22.11	21.93	26.02	1.278
Lev	10629	0.105	0.505	0.505	0.893	0.186
Growth	10629	-0.810	0.113	0.102	1.434	0.311
Age	10629	0	10.06	10	25	6.170
HHI	10629	0.011	0.076	0.020	0.607	0.123
Topone	10629	8.773	35.74	33.83	75.90	15.29
HHI2_10	10629	0.633	20.50	18.75	68.61	13.19

按照第一大股东的性质分组,对国有控股和非国有控股公司进行差异性检验的结果见表3: 国有控股公司的规模要显著大于非国有控股公司,但其盈利能力却显著低于后者,无论是ROA还是ROE都支持这一结论,表明国有控股公司的运营效率相对较低。同时,国有控股公司的股权集中度要显著高于非国有控股企业,但其股东制衡效应要显著低于后者,表明相比非国有控股公司而言,国有控股公司的治理结构还不完善,“一股独大”的问题更为突出。从控制变量来看,相较于非国有控股公司,国有控股公司的年龄更大、杠杆率更高,但其成长性却较低。

表3 国有控股与非国有控股公司的差异检验

变量	非国有控股公司		国有控股公司		差异性检验	Z值
	样本数	均值	样本数	均值		
ROA	5587	0.0370	5042	0.0260	0.012***	14.73
ROE	5587	0.0630	5042	0.0460	0.017***	5.21
Growth	5587	0.134	5042	0.0900	0.044***	8.54
Lev	5587	0.455	5042	0.560	-0.105***	-28.974
Size	5587	21.69	5042	22.57	-0.877***	-34.086
Age	5587	7.848	5042	12.50	-4.654***	-38.629
HHI	5587	0.0730	5042	0.0800	-0.007***	-13.269
Topone	5587	32.98	5042	38.79	-5.808***	-19.537
HHI2_10	5587	23.947	5042	16.684	7.262***	29.657

### 2. 相关性分析

从表4的变量相关系数矩阵可以看出,本模型的自变量与因变量间存在显著的相关关系,而自变量间并不存在较高的相关性,这表明自变量间并不存在多重共线性问题。具体来看,ROA和ROE的相关系数高达0.868( $p < 0.01$ ),这表明ROA和ROE对公司绩效的测度具有高相似性,为此,笔者在回归分析中选用ROA,稳健性检验时用ROE替代ROA

① 徐向艺等(2008)报告的2005年上市公司第一大股东的持股比例均值为41.12%,最大值达85%;<sup>[37]</sup>白重恩等(2005)报告的2000年上市公司第一大股东的持股比例均值为45.3%,最大值达88%;<sup>[38]</sup>曹廷求等(2007)报告的2004、2005和2006年三年的平均上市公司第一大股东的持股比例均值为36%。<sup>[39]</sup>这表明我国上市公司“一股独大”的局面正在逐步改善。

进行分析。从控制变量来看,企业杠杆率与公司绩效负相关 ( $-0.36, p < 1$ ), 成长性与公司绩效正相关 ( $0.294, p < 0.01$ ), 行业竞争强度与公司绩效正相关 ( $0.071, p < 0.01$ )。从自变量来看, 股权集中度与公司绩效显著正相关

( $0.093, p < 0.01$ ); 股权制衡度与公司绩效显著正相关 ( $0.169, p < 0.01$ ); 第一大股东的性质与公司绩效显著负相关 ( $-0.119, p < 0.01$ )。以上相关性分析结果初步验证了本文的研究假设。

表4 主要变量的 Pearson 相关性统计表

	ROA	ROE	Size	Lev	Growth	Age	HHI	Topone	HHI2_10	State_1
ROA	1									
ROE	0.868***	1								
Size	-0.0150	0.094***	1							
Lev	-0.360***	-0.176***	0.461***	1						
Growth	0.294***	0.283***	0.038***	-0.00300	1					
Age	-0.176***	-0.085***	0.263***	0.380***	-0.108***	1				
HHI	0.071***	0.061***	0.00500	-0.041***	0.031***	0.00300	1			
Topone	0.093***	0.105***	0.270***	0.094***	0.029***	-0.100***	0.025***	1		
HHI2_10	0.169***	0.112***	-0.083***	-0.210***	0.139***	-0.409***	0.0120	-0.351***	1	
State_1	-0.119***	-0.066***	0.343***	0.282***	-0.071***	0.383***	0.029***	0.190***	-0.275***	1

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示统计检验在10%、5%和1%置信水平上显著不为零。

3. 回归分析结果

根据前文提出的计量分析模型,对假设H1、H2和H3进行检验,具体的实证分析结果见表5。

首先,第一大股东持股比例显著提升了公司绩效 ( $\beta = 0.00661, p < 0.01$ ), 而其平方项显著降低了公司绩效 ( $\beta = -0.00305, p < 0.01$ ), 这表明第一大股东持股比例对公司绩效的影响是非线性的, 呈倒U型, 证明假设H1成立。进一步分析倒U型曲线的转折点发现, 当第一大股东的持股比例达到46.5%时, 公司绩效达到最大值。这一结果表明, 当我国上市公司第一大股东处于相对控股时, 最有利于公司绩效的改善。

其次, 第二至第十大股东的持股比例平方和与公司绩效显著正相关 ( $\beta = 0.00273, p < 0.01$ ), 这表明大股东之间的股权制衡作用, 有利于提升公司绩效, 证明假设H2成立。这一结果表明, 当存在持股比例相近的多个大股东时, 会强化大股东之间的制衡效应, 从而改善公司绩效。

最后, 第一大股东性质与第二大股东性质的交互项 ( $State_1 * State_2$ ) 与公司绩效显著负相关 ( $\beta = -0.00253, p < 0.01$ ), 这一结果表明第二大股东的性质强化了第一大股东性质对公司绩效的影响。具体而言, 在国有控股公司的股权结构中, 如果第二大股东性质为国有股, 那么将显著降低公司绩效; 如果第二大股东性质为非国有股, 那么将显著改善公司绩效, 证明假设H3成立。这一结果表明, 国有控股公司引进非国有资本作为战略投资者, 这种异质性股东相互制衡的股权结构有利于公司绩效的改善。

表5 基于ROA的回归结果

DV: ROA	(1)	(2)
Size	0.00818*** (12.85)	0.00875*** (13.39)
Lev	-0.122*** (-27.80)	-0.120*** (-27.68)
Growth	0.0403*** (22.59)	0.0384*** (21.29)
Age	-0.00107 (-1.33)	0.00255** (2.80)
HHI	0.00976 (0.52)	0.00739 (0.41)
Topone		0.00661*** (5.34)
Topone <sup>2</sup>		-0.00305*** (-3.50)
HHI2_10		0.00273*** (5.53)
State_1		-0.00725*** (-4.83)
State_1* State_2		-0.00253*** (-5.72)
Constant	-0.0959*** (-6.77)	-0.116*** (-8.08)
Year fixed effect	Yes	Yes
Ind. fixed effect	Yes	Yes
N	10629	10629
R <sup>2</sup> _a	0.276	0.289
F	63.03	59.05

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示统计检验在10%、5%和1%置信水平上显著不为零, 括号内为t值。

4. 第一大股东性质的调节作用

为进一步检验第一大股东性质的调节作用, 笔者将样本划分为国有控股和非国有控股两组, 分别进行了回归分析, 分析结果见表6。其中, (a) 为非国有控股公司样本组的回归结果, (b) 为国有控股公司样本组的回归结果。经过差异性检验证明假设H4成立。

从股权集中度的治理效应来看,无论第一大股东性质为国有或非国有,股权集中度对公司绩效的影响都是非线性的,呈倒U型,这与前文总体样本分析结果一致。在此基础上,通过似无相关模型(SUREST)检验证明,非国有控股公司样本中股权集中度对公司绩效的影响程度高于国有控股公司样本( $\text{Chi}^2 = 11.47, p = 0.0007$ )。

从股权制衡度的治理效应来看,无论第一大股东性质为国有或非国有,股权制衡度都显著提升了公司绩效,这与前文总体样本分析结果一致。同时,通过似无相关模型(SUREST)检验发现,非国有控股公司样本中股权制衡度对公司绩效的影响程度高于国有控股公司样本( $\text{Chi}^2 = 3.96, p = 0.0465$ )。

表6 样本分组回归结果

	(a) Non_ State	(b) State
SIZE	0.0102*** (15.66)	0.00798*** (16.50)
LEV	-0.107*** (-27.73)	-0.133*** (-36.76)
GROWTH	0.0334*** (18.52)	0.0442*** (22.35)
AGE	0.00359*** (4.38)	0.00613 (0.01)
HHI	0.0193 (0.91)	-0.0276 (-0.90)
Topone	0.00873*** (7.01)	0.00346** (2.53)
Topone <sup>2</sup>	-0.00317*** (-4.60)	-0.00190** (-2.03)
HHI <sub>2_10</sub>	0.00347*** (7.09)	0.00205*** (4.24)
Constant	-0.155*** (-11.05)	-0.0896*** (-7.92)
Year fixed effect	Yes	Yes
Ind. fixed effect	Yes	Yes
N	5587	5042
R <sup>2</sup> _a	0.256	0.330
F	57.53	76.21

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示统计检验在10%、5%和1%置信水平上显著不为零,括号内为t值。

### 5. 稳健性检验

在回归分析基础上,笔者通过其他指标对上述结果进行了稳健性检验。首先,通过ROE和行业均值调整后的ROA来替代公司绩效,得出了一致的结论。其次,采用前五大股东持股比例平方和,代替第一大股东的持股比例平方和,来测量股权集中度,也得出了与上文一致的结论。

## 五、研究结论与启示

本文基于2009~2015年沪深A股上市公司数据,构建计量分析模型,验证了混合所有制企业股权结构与公司绩效的关系。实证分析结果表明:股权集中度与公司绩效存在“倒U型”关系,适度集中的股权结构有利于绩效改善;多个大

股东之间的制衡作用有利于绩效改善;异质股东制衡比同质股东制衡更有利于绩效改善;第一大股东性质对股权结构与公司绩效关系起调节作用,与国有控股公司相比,非国有控股公司股权集中度、股权制衡度对公司绩效的影响更显著。

上述理论分析与实证研究结论,对于当前我国企业实施混合所有制改革,具有一定的启示意义:

第一,企业在推进混合所有制改革中,应当防止股权过于集中或过于分散,两种极端情况都会对绩效产生负面影响。在一定的合理区间内,当第一大股东处于持股略低于50%的相对控股地位时,是最有利于提升绩效的相对更优的股权结构。

第二,混合所有制改革产生实效的关键在于,通过引入新的资本,优化股权结构,从而在大股东之间形成有效的股权制衡关系。若改革的力度和深度不够,其他大股东无法对第一大股东产生制衡作用,就不能打破“一股独大”的格局,改革效果必将大打折扣。

第三,对于国有控股企业而言,引入民营、外资等非国有资本,实现真正意义上的混合所有制,与国有资本之间的股权多元化相比,是一种更优的股权结构。即使在保持国有控股地位不变的情况下,异质性股东之间的制衡作用也能够显著改善绩效。

### 参考文献:

- [1] 陈小悦,徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护 [J]. 经济研究, 2001, (11): 3-11.
- [2] [13] [28] [32] 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 [J]. 经济研究, 2006, (01): 90-100.
- [3] [20] 刘星,刘伟. 监督,抑或共谋?——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究 [J]. 会计研究, 2007, (06): 68-75.
- [4] 胡洁,胡颖. 上市公司股权结构与公司绩效关系的实证分析 [J]. 管理世界, 2006, (03): 142-143.
- [5] [15] [35] [38] 白重恩等. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. 经济研究, 2005, (02): 81-91.
- [6] [36] [39] 曹廷求,杨秀丽,孙宇光. 股权结构与公司绩效: 度量方法和内生性 [J]. 经济研究, 2007, (10): 126-137.
- [7] [19] [27] [33] 熊风华,黄俊. 股权集中度、大股东制衡与公司绩效 [J]. 财经问题研究, 2016, (05): 69-75.

- [8] 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): 23-39.
- [9] 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, (01): 80-87.
- [10] 杜莹, 刘立国. 股权结构与公司治理效率: 中国上市公司的实证分析 [J]. 管理世界, 2002, (11): 124-133.
- [11] [17] [26] 钱美琴, 黄黎利, 王立平. 上市公司股权集中度与公司绩效关系的实证研究 [J]. 华东经济管理, 2015, (05): 169-174.
- [12] 赵景文, 于增彪. 股权制衡与公司经营业绩 [J]. 会计研究, 2005, (12): 59-64.
- [14] 朱红军, 汪辉. “股权制衡”可以改善公司治理吗? ——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究 [J]. 管理世界, 2004, (10): 114-140.
- [16] [37] 徐向艺, 张立达. 上市公司股权结构与公司价值关系研究——一个分组检验的结果 [J]. 中国工业经济, 2008, (04): 102-109.
- [18] 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 [J]. 经济研究, 2003, (02): 64-74.
- [21] 涂国前, 刘峰. 制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2010, (11): 132-142.
- [22] [31] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的优序选择: 市场的逻辑 [J]. 中国工业经济, 2015, (07): 5-20.
- [23] [30] 郝阳, 龚六堂. 国有、民营混合参与与公司绩效改进 [J]. 经济研究, 2017, (03): 122-135.
- [24] 郝云宏, 汪茜. 混合所有制企业股权制衡机制研究——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析 [J]. 中国工业经济, 2015, (03): 148-160.
- [25] 郝云宏, 汪茜, 王淑贤. 第二大股东对第一大股东的制衡路径分析——基于中国民营企业与国有企业的多案例研究 [J]. 商业经济与管理, 2015, (12): 25-33, 51.
- [29] 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): 48-58.
- [34] Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20 (1-2): 293-315.
- [40] Leech D., Leahy J. Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies [J]. The Economic Journal, 1991, 101 (409): 1418-1437.

## Research on Governance Effect of Ownership Structure in Mixed Ownership Enterprises

WANG Xin<sup>1</sup> HAN Bao-shan<sup>2</sup>

(1. Institute of Industrial Economics, China Academy of Social Sciences, Beijing 100044, China;

2. The Research Center of People's Government of Shandong Province, Jinan 250011, China)

**Abstract:** One of the most important reform of state-owned enterprises is to promote the mixed ownership economy. The empirical research on the relationship of mixed ownership structure and corporate performance based on the data of Chinese listed companies finds that: There is an “inverted U-shaped” relationship between equity concentration and company performance. Both the moderately concentrated equity structure and the balance effect between multiple major shareholders contributes to performance improvement. The balance effect between heterogeneous shareholders contributes more to performance improvement than homogeneous shareholders. The nature of the first major shareholder plays a regulatory role in the relationship between ownership structure and corporate performance. Therefore, in the mixed ownership reform, the enterprises should prevent the ownership structure from being too concentrated or too dispersed. They also should promote effective balance effect between multiple major shareholders. The state-owned enterprises should integrate with private and foreign capital to achieve the mixed ownership in deed.

**Key Words:** mixed ownership; ownership structure; ownership balance; corporate performance

责任编辑: 陈明