

GuQuan JieGou TouZi He GongSi JiXiao

JiYu DongTaiXing He NeiShengXing ShiJiao De FenXi

邵林◎著

股权结构、投资和公司绩效：
基于动态性和内生性视角的分析



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

GuQuan JieGou TouZi He GongSi JiXiao

JiYu DongTaiXing He NeiShengXing ShiJiao De FenXi

邵林◎著

股权结构、投资和公司绩效：

基于动态性和内生性视角的分析



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构、投资和公司绩效：基于动态性和内生性视角的分析/邵林著. —北京：经济科学出版社，2017.9
ISBN 978-7-5141-8487-7

I. ①股… II. ①邵… III. ①上市公司-企业管理-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 235948 号

责任编辑：于海汛 刘悦
责任校对：杨晓莹
版式设计：齐杰
责任印制：潘泽新

股权结构、投资和公司绩效：基于动态性和内生性视角的分析

邵林 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010-88191217 发行部电话：010-88191522

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：<http://jjkxpbs.tmall.com>

固安华明印业有限公司印装

710×1000 16开 21.25印张 340000字

2017年12月第1版 2017年12月第1次印刷

ISBN 978-7-5141-8487-7 定价：58.00元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010-88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010-88191586)

电子邮箱：dbts@esp.com.cn)

前 言

近些年来，中国的上市公司得到了迅猛发展。据统计，在1990年年底，在沪市和深市上市的公司只有10家，总市值为31亿元，在当年全国GDP中的比重仅为0.17%；同样为以上三个数据，2012年的统计结果则分别提高到了2470家、23万亿元与32%，取得了巨大的发展成果。目前，上市公司在国民经济结构中的重要性已经得到了广泛认可，对社会经济的发展发挥了举足轻重的作用，也吸引着越来越多的学者开展对上市公司经营绩效的研究与分析。在资本市场快速发展与不断完善、上市公司社会影响力不断提升的环境下，对上市公司的公司治理与公司绩效之间的相关关系进行研究，既能够更加科学合理的对上市公司绩效状况进行评估分析，也能够为上市公司的科学经营与健康发展提供科学指导。

本书以我国上市公司为研究对象，具体探讨分析其治理机制与经营绩效之间的科学关联，从而为上市公司的科学发展提供有效指导。公司治理问题是中国上市公司的一个热点研究项目，也形成了比较丰富的研究成果。本书则在广泛查阅与总结分析现有理论研究成果的基础上，对其观点进行探讨分析，明确其缺陷和不足，并有针对性地研究制定切实可行的提高方案。本书具体以静态研究视角和动态研究视角两个角度为出发点，对中国上市公司的公司治理中存在的各种问题进行综合和全面的阐述研究，并在此基础上提出了若干政策性建议。本书使用1999~2012年在我国沪深两地资本市场上的350家上市公司作为研究样本，选取上市公司的所有权结构、投资和企业绩效这三个主要指标作为研

究变量，并估计它们之间可能存在的静态和动态相关关系，并在此基础之上处理它们之间可能产生的内生性问题。本书主要研究内容分为六个部分：

第一部分为导论。在阐述说明课题研究的背景与意义的基础上，确定研究课题及方向，并分别明确研究目的、研究内容、研究思路，介绍主要的研究方法与工具，同时对研究的创新与不足进行总结。

第二部分为文献综述，具体以内生性因素为核心要素，从静态研究视角和动态研究视角两个角度详细追踪了目前国内外在股权结构与公司绩效方面的最新研究动态，并对比分析相关领域研究工作的国内外现状与差异，明确其中的问题所在以及进一步发展完善的方向。由文献综述内容可知，随着国内外理论研究的不断深入，越来越多的研究成果肯定了公司治理机制的功能作用不仅表现在内生方面，同时也能够对公司的经营绩效产生动态影响。如果在实证研究环节未能充分考虑公司治理机制的内生性问题，可能会得出有偏的结论。

第三部分是理论综述和实证研究方法。首先总结了本书研究所需要的理论依据，其次在此基础上介绍了我国的公司治理的主要特色和内容，最后介绍了内生性的来源和解决内生性的主要方法。通过本章的研究，明确了内生性的来源、影响、解决方法及动态内生性问题的理论分析框架。

第四部分是介绍本书研究中出现的变量和数据。具体包括研究样本的选取、数据的来源和挑选标准；介绍实证模型中出现的被解释变量、解释变量和控制变量；提供实证研究必需的描述性统计、相关性统计，变量的单位根检验。

第五部分是实证部分，是本书的重点内容，它包括本书的第五章至第八章的内容。我们按照从静态研究视角到动态研究视角的角度进行分析：

第五章的内容是从静态研究角度对我国上市公司的公司治理状况进行分析。本部分利用中国上市公司 1999 ~ 2012 年间的平

行面板数据，采用面板数据联立方程组模型对所有权结构、投资和企业绩效三者之间的相关性进行了实证分析。本部分的研究将资产收益率（ROA）作为企业绩效的代理变量，将第一大股东持股比例（CR）作为所有权结构的代理变量。用联立方程模型控制潜在的内生性，包括无法观测到的异质性和联立性。实证研究结果证实，中国上市公司所有权结构与企业绩效之间存在显著的双向关联关系，股权结构和公司绩效之间存在一种“U”型的非线性关系。本部分进一步证明了所有权结构和企业绩效之间相互关系是非线性的，公司治理问题中利益趋同假设效应和壕沟防御假设效应也同时存在。

第六章的内容是从动态研究角度探讨了所有权结构、投资与企业绩效之间可能存在的相关关系，并重点考察了变量之间的动态内生性问题。本部分将具体从三个角度印证动态内生性的存在：即内生性、跨期内生性和非线性相关性。本部分通过利用动态面板广义矩方法（GMM），构建所有权结构、投资和企业绩效为被解释变量的三变量联立方程组，方程组中的每一个模型均采用动态面板广义矩方法对潜在的内生性进行了处理，包括不可观测到的异质性、联立性和可能的动态内生性。实证结果证实，在联立方程建模框架下，三变量之间的关系是动态的和内生的。首先，通过模型实证研究证明了所有权结构和企业绩效之间存在动态内生性；其次，所有权结构和企业绩效之间存在显著的跨期内生性。最后，所有权结构与企业绩效之间存在“U”型的动态非线性关系。

第七章的内容将继续在动态内生性的框架下探讨公司治理中可能存在的内生性问题。与之前的章节使用的传统方法不同，本部分研究首次采用面板向量自回归模型（Panel VAR Model）衡量所有权结构、投资和企业绩效之间的动态相关性，以及解决这些变量之间所存在的潜在的内生性。在面板向量自回归模型框架中对变量之间的相关性进行分析，可以捕获这些变量之间长期潜在存在的跨期相关性。实证结果表明，所有权结构和企业绩效之

间不存在跨期内生性，投资与企业绩效之间存在显著的跨期相关性。这种实证方法为处理所有权结构、投资、企业绩效的相关性以及与公司治理相关的其他问题方面提供了新的视角。

第八章的内容是首次对中国上市公司目标所有权结构的动态调整进行研究。实证研究结果表明，在中国资本市场上，上市公司的目标所有权结构（目标股权结构）确实存在。由于调整成本的存在，使得目标所有权结构不等于实际所有权结构，实际所有权结构处于不断向目标所有权结构的调整过程中，而调整速度也受三个因素的影响而不断发生变化，即时间变量的改变、行业种类不同和企业规模的变化。目标所有权结构的变化与股权分置改革后实际所有权结构的变化密切相关，股权分置改革促进了中国资本市场的向前健康发展。

第六部分是本书的研究结论、贡献、局限性和未来的展望。对全书的研究结论进行系统总结，解答本书结论所蕴含的政策含义，并展望未来进一步的研究方向。

本书在以往研究的基础之上有以下几个创新点：第一，在研究问题的视角上，本书主要是考虑公司治理与公司绩效之间可能存在的内生性和动态性，主要是动态内生性。国内的内生性问题研究文献已经有很多，但是考虑动态内生性的研究比较少，考虑动态跨期内生性的研究就更少。第二，在实证研究模型和方法上，本书先后采用最小二乘法（OLS）、固定效应模型（FE）、两阶段最小二乘法（2SLS）、三阶段最小二乘法（3SLS）、广义矩估计法（GMM）和非线性最小二乘法（Nonlinear OLS）相结合，模型有动态面板数据联立方程组模型、面板向量自回归模型（Panel VAR）和动态调整模型等，这样便于比较在不同假设前提下的研究结论。第三，在具体问题的研究结论上，本书证实和扩充了前人的一些研究成果。如对股权结构和公司绩效之间的非线性关系，我们尝试了在动态视角下的可能的非线性关系；在动态内生性问题上，本书首次构建动态面板数据的联立方程组进行调查动态内生性；在跨期内生性问题上，本书首次采用了面板向

量自回归模型进行估计；在调整成本问题上，本书首次使用非线性最小二乘法探讨上市公司的目标股权结构的调整，确定了动态调整速度大小，拓展了这一领域的研究。

本书所得出的结论对完善我国上市公司治理机制具体表现出以下积极意义：第一，由于内生性属性的客观存在，使得公司治理机制中的股权结构设计不能片面、僵硬地直接套用西方国家的发展模式和设计理念，而是必须从我国上市公司的发展实际出发，探讨分析最适合我国上市公司经营与管理的股权结构；第二，从其具体表现来看，公司治理机制同经营绩效之间的关系极为复杂，彼此之间的影响作用同时存在同期影响与跨期影响的可能，这一特征能够为我国上市公司股权激励政策的科学制定与有效实施提供重要参考；第三，合理安排股权结构比单纯降低第一大股东的持股比重更有利于公司总体绩效的提高；第四，目标股权结构的动态调整显示，对那些国有非流通股比重非常高的上市公司来说，股权分置改革还应继续推行。

感谢经济科学出版社在此书出版过程中做了大量工作，正是他们的支持和鼓励，本书才得以如此高质高效地呈献给大家。

限于个人能力，书中难免纰漏之处，恳请读者多提宝贵意见。

邵 林

2017年6月于济南

目 录

第一章 导论	1
1.1 问题的提出和研究目的	4
1.2 研究内容	7
1.3 研究思路	9
1.4 研究问题和研究方法、模型	10
1.5 主要创新	12
第二章 文献综述：股权结构、投资和公司绩效	14
2.1 文献评述：来自静态研究视角的分析	14
2.2 文献评述：来自动态研究视角的分析	35
2.3 投资的文献评述	42
2.4 非线性回归的文献评述	51
2.5 本章小结	55
第三章 理论框架和实证研究方法	57
3.1 现代企业理论	57
3.2 公司治理理论	63
3.3 信息不对称理论	66
3.4 公司治理概述	69
3.5 中国上市公司的公司治理现状	93
3.6 公司绩效	106
3.7 投资	112
3.8 内生性	113
3.9 本章小结	122

第四章	数据和变量	124
4.1	数据筛选和样本选择	124
4.2	变量描述	125
4.3	控制变量描述	129
4.4	描述性统计	135
4.5	相关性分析	141
4.6	面板单位根检验	145
4.7	本章小结	148
第五章	股权结构、投资和公司绩效：静态视角联立方程组分析	149
5.1	研究假设	150
5.2	模型设定、估计方法和模型检验	151
5.3	联立方程组实证结果	162
5.4	稳定性检测	172
5.5	归纳和总结	176
5.6	本章贡献、局限性、政策建议和未来的工作	177
第六章	股权结构、投资和公司绩效的动态相关性：来自动态面板数据联立方程组的实证研究	179
6.1	动态内生性简述和相关假设	180
6.2	实证模型和研究方法	182
6.3	动态面板数据模型的稳定性检验	187
6.4	股权结构、投资和公司绩效的动态相关性的实证检验	188
6.5	股权结构和公司绩效的非线性相关性的实证检验	202
6.6	股权结构、投资和公司绩效的跨期内生性研究	210
第七章	股权结构、投资和公司绩效：基于面板向量自回归模型的跨期内生性的实证研究	219
7.1	面板向量自回归模型	221
7.2	数据和变量	223
7.3	实证研究	226

7.4	稳定性检验	242
7.5	应用面板向量自回归模型的局限性	243
7.6	结论、贡献和未来的工作	243
第八章	中国上市公司目标股权结构的动态调整	245
8.1	问题的提出	246
8.2	理论背景和研究假设	247
8.3	股权结构动态调整模型	252
8.4	数据、变量和样本	256
8.5	实证研究结果	261
8.6	稳定性检测	272
8.7	结论、贡献和未来的工作	272
第九章	结论、贡献、局限和未来的研究工作	275
9.1	结论	275
9.2	贡献	279
9.3	局限	281
9.4	未来的研究工作	282
附录	284
参考文献	292
后记	324

第一章

导 论

委托代理问题和契约理论中公司契约的不完全性等客观问题是公司治理机制出现与发展的前提基础。也就是说，只要一个公司存在契约的不完全性问题，就必然引发公司治理问题。对于公司管理者来说，其主要管理任务之一就是对公司治理机制持续进行优化与完善，进而实现公司代理成本下降、公司经营绩效提升、股东财富增加、其他利益相关者的合法权益得到充分保障等目标。基于以上问题，目前已有越来越多的专家学者将研究的重点集中于公司治理机制同经营绩效之间的关系研究，通过对公司治理机制的优化与调整实现各关联方利益的整合，从而实现公司经营绩效的提升。这一发展现状充分表明了公司治理机制与经营绩效之间的重要关联，相关问题的深入研究也将为上市公司的科学管理提供有效依据。在公司治理机制中，股权结构是非常核心的一项要素，也因此成为相关领域研究的重点。在公司治理中，股权结构将直接影响股东的行权行为及效果，也会对企业经营管理者形成不同的监督与激励效果，同时也将对公司的治理绩效产生重要影响。

经过 30 多年的发展，公司金融的理论与实践均呈现出巨大进步和发展。越来越多的文献已经从各个方面考察了股权结构和公司绩效两者之间的可能存在的相关性这一主题，并且这一主题已经成为公司金融领域里面最热点的研究问题之一。贝利和米恩斯（Berle & Means）1932 年首次从事对股权结构和公司绩效相关性的研究，詹森和梅克林（Jensen & Meckling）1976 年进一步在此问题基础上提出了委托代理理论，并为这一主题在未来的进一步研究发展提供了大量的理论上和实践上的支持。早期的公司治理领域的问题研究一般从代理理论出发，并认为只要公司的所有权结构得到合理安排，就可以有效地提高公司绩效，那么最优的股权结构就可以使企业价值得到最大化，这就是股权结构外生性假说的起点。早期的文

献研究大多在实证研究中将股权结构作为外生变量进行处理，但是这一做法在后续的理论假设和实证估计研究中被发现是有偏的。例如，如果不同的股权结构安排会影响公司绩效或公司价值，那么在有效市场假说的前提下，市场会自动淘汰公司价值比较低的公司，结果市场上最终只会留下单一的最优的股权结构。然而在实际环境下，在现实中依然能观测到不同的公司的股权结构存在着显著的差异。这种现象始终困扰着股权结构外生性假设，同时这也是股权结构内生性假设的出发点。

德姆塞茨 (Demsetz) 1983 年最早阐述了股权结构的内生性问题，并坚持认为在实证研究中应当把股权结构考虑为内生变量进行实证估计。德姆塞茨 (Demsetz) 认为一个公司的股权结构是公司中不同所有者在追求自身利益最大化的过程中经过不断博弈之后的相互均衡的结果，是公司各所有者 (利益相关者) 在公司中利益分配的直接体现。无论是分散的股权结构还是集中的股权结构，实际上都是股东们自主选择的结果，都应该受到股东利益最大化的影响。德姆塞茨和维拉陇格 (Demsetz & Villalonga, 2001) 也同意这种观点并在他们的研究中指出，公司的股权结构并不是一个独立存在于企业之外的外生变量，而是一个行业特征、企业规模等诸多元素共同作用之下的结果。由于每个公司所处的经济环境和行业环境有一定的差异，每个企业会根据具体情况在股权结构和公司绩效之间进行权衡，因此导致了股权结构在不同企业之间是显著差异的。即公司股权结构的这种平衡可能会因某些公司特征变量的改变而被打破，例如公司资产规模和行业特征等。从另一个角度说，如果理论上公司最优股权结构存在，那么股权结构和公司绩效的相关性就会消失。

在公司财务实证研究领域里，内生性是始终困扰财务决策的一个重要问题。之前大量的实证研究已经证实了一定比例的股权结构可以提高公司绩效，然而这些研究或多或少都会受到内生性问题的困扰，即很难确定是公司绩效影响股权结构还是股权结构驱动公司绩效。由于上述问题的存在，大量的文献在研究此问题的时候开始把股权结构视为内生变量 (Cho, 1998; Himmelberg et al., 1999; Demsetz & Villalonga, 2001; Davidson & Rowe, 2004; Chi 2005; Cheung & Wei, 2006; Hu & Izuida, 2008; Fahlenbrach & Stulz, 2009; Davies et al., 2005; Jackie & Claude, 2010; Zhou, 2011; Wintoki et al., 2012)。换句话说，在内生性框架分析的前提下，股权结构并不能像股权结构外生性假设那样，即股权结构能够预测公司绩效，这种假设是不存在的。在内生性假设的前提下，股权结构可能受

到来自公司绩效的反向影响。

有关研究股权结构和公司绩效相互关系的文献汇总可以分为两类：一类是从静态研究视角出发研究股权结构和公司绩效相互关系，这一类的文献均建立在代理理论基础之上。早期的学者们以代理理论为基础，并在此基础上开展了大量研究并提供了大量的实证经验。

早期大量的实证文献的研究结果显示，从静态研究视角出发考察股权结构和公司绩效之间内生性的结果有时会不一致甚至是相互矛盾的，这种矛盾的现象主要体现在三个方面：第一个方面是股权结构和公司绩效之间的关系是双向互相影响的（Kapopoulos & Lazaretous, 2007, Perrini et al., 2008, Daviesa et al., 2005）；第二个方面是股权结构和公司绩效之间不存在相互影响的关系（Cheung & Wei, 2006; Omran et al., 2008; Lastly, Shleifer & Vishny, 1997）；第三个方面，施莱佛和维什尼（Shleifer & Vishny, 1997）、德姆塞茨和维拉陇格（Demsetz & Villalonga, 2001）都坚持认为公司绩效会影响股权结构。

近期以来，越来越多的文献研究尝试从动态研究视角考察股权结构和公司绩效之间的相关性，并衡量股权结构和公司绩效之间可能存在的动态内生性问题（Davidson & Rowe, 2004; Chi, 2005; Cheung & Wei, 2006; Hu & Izumida, 2008; Fahlenbrach & Stulz, 2009; Zhou Yixiang, 2011; Wintoki et al., 2012）。温托克等（Wintoki et al., 2012）也指出之前的大量文献研究忽略了动态内生性的存在，如果不加以考虑会导致严重的估计偏差。然而，来自动态研究视角的研究结果也同样是呈现出不一致的现象。不同的学者尝试用不同的股权结构代理变量来考察可能的动态内生性问题。该作者认为当期的董事会结构和当期的公司绩效之间不存在相互影响关系。张和韦（Cheung & Wei, 2006）认为公司的内部股权结构和公司绩效能够被它们各自的滞后项解释，而当期两者变量之间不存在影响关系。胡和泉田（Hu & Izumida, 2008）指出企业当期的股权集中度能够对当期的公司绩效和未来的公司绩效产生显著影响。因此，有关在动态内生性框架下的文献研究结果也呈现出彼此互相矛盾的现象。

德姆塞茨和梅克林（Jensen & Meckling）1976年指出投资在股权结构和公司价值（公司绩效）的关系研究中扮演重要的转移机制的角色。投资会受到来自公司股权结构的影响，进而对公司绩效产生影响。麦康奈尔和穆斯卡里拉（McConnell & Muscarella, 1985）在其研究中也指出公司投资对公司价值有显著的积极影响，并用托宾 Q 理论解释了企业投资策略下价

值创造的理论基础。其他学者（Cho, 1998; Iturriaga & Sanz, 2001; Cui & Mak, 2002）在他们的研究中也同时考察了投资、公司绩效和股权结构三者之间可能的因果关系和内生性。在他们的研究中，投资均被作为一个中介变量进行使用，在股权结构和公司绩效之间产生可能的传导机制。研究结果显示投资首先影响到公司绩效变量，公司绩效变量进而对股权结构产生影响。然而在另外一些学者的研究中，伊图里亚加和桑斯（Iturriaga & Sanz, 2001）指出投资并没有起到股权结构和公司绩效之间的连接传递作用，股权结构和公司绩效之间直接彼此产生互相影响作用，与投资无关。

1.1 问题的提出和研究目的

由于上市公司的特殊性质，使得公司治理问题研究与股权结构研究之间呈现出紧密关联。对于我国这样一个正处于经济模式转型发展时期的国家而言，经济体制的转变推动了企业治理机制特别是股权结构的转变。在计划经济体制向市场经济体制转型的过程中，上市公司也先后完成自主权扩大、国有企业股份制改革等工作，逐渐由独资股权转变为现代企业管理模式。由上述发展历史可知，因新兴经济体与转型经济体之间特殊的融合发展，使得我国股权结构呈现出独特特征，具体表现为上市公司股权集中度较高、国有股份“一家独大”等。这种特殊的发展历史决定了我国独特的股权结构，也使得我国上市公司的公司治理机制也显著区别于西方国家。由此可知，在对我国上市公司股权结构进行研究分析时，需要科学辨别并合理借鉴西方公司治理问题的研究成果，积极有效地推动我国股权结构理论研究的持续发展并持续提升相关领域的理论研究水平。

我国上市公司的股权结构独有的特点之一就是所有权呈现高度集中化，导致上市公司的公司治理效率十分低下。我国上市公司所有权高度集中的现象完全不同于西方发达国家（美国和英国等）上市公司所有权所呈现的股权分散现象。根据的统计资料（Yuan, 1999）显示，中国各级政府部门在 43.8% 的上市公司中享有超过 10% 的直接或间接的经营权利。普劳斯（Prowse）1998 年指出上市公司的前五大股东累计持股比例超过 58.73%，而同时期的美国和日本上市公司前五大股东持股比例仅为 24.5% 和 33.1%，而更为引人注目的是整体上市公司中的第一大股东持有整个上市公司总股份的 43%。鉴于此，我国上市公司股权结构的显著特点

为我们研究我国上市公司的公司治理机制提供了有利的机遇。

早期的关于研究股权结构和公司绩效的大量文献主要倾向于采用西方发达国家的成熟资本市场作为研究样本 (Jensen & Meckling, 1976; Demsetz & Lehn, 1985; Morek et al., 1988; McConnell, 1990; Han & Suk, 1998; Short & Keasy, 1999)。西方发达国家的资本市场发展成熟, 公司治理效率水平较高, 上市公司的股权集中程度比较低, 而且相关法律法规对中小投资者的保护力度相对较强。但是中国的资本市场发展不够成熟, 现阶段上市公司的股权集中程度相对比较高, 尤其大股东持股比例比较高, 中小投资者又缺乏有效的法律保护。表 1-1 呈现的是在 2003~2012 年, 我国上市公司股权集中程度的特点。根据表中的数据显示, 我国上市公司的第一大股东的平均持股比率超过了 40%, 而第二大股东至第五大股东的持股比率仅为 18.54%。

表 1-1 我国上市公司股权结构分布描述统计 (2003~2012 年)

年度	CR1 (%)	CR(2-5) (%)	N	n	n/N (%)
2003	42.54	16.1	1266	938	74.09
2004	41.68	17.07	1354	950	70.16
2005	40.34	17.14	1351	934	69.13
2006	36.12	16.61	1434	932	64.99
2007	36.03	16.3	1548	950	61.36
2008	36.2	15.9	1602	965	60.23
2009	36.5	16.2	1751	975	55.68
2010	50.14	25.84	2108	1009	47.86
2011	52.45	25.5	2341	1010	43.14
2012	36.33	18.75	2470	998	40.4
汇总	40.03	18.54			

注: CR1: 上市公司第一大股东持股比率; CR(2-5): 上市公司第二大股东至第五大股东持股比率之和; N: 年度累计上市公司数量 (深市和沪市); n: 第一大股东是国有股的上市公司数量。表中数据来源于 CCER 经济数据库。

由于各国经济发展道路、政法律制度以及社会文化传统的差异, 造成了各国之间公司治理模式出现了显著不同。全球公司治理模式主流上主要分为英美公司治理模式和德日公司治理模式。英美公司治理模式又称为盎格鲁—撒克逊模式, 这种模式在美国和英国等国家尤为明显。在这些国家的资本市场中, 上市公司均以高度发达的资本市场为依托, 这种治理模式

主要特点是股东个人持股比重较高，相关法律法规对股东利益保护性强。而在德日公司治理模式下，这种模式则有强烈的共同主义和群体色彩，着重强调公司的长期利益。在过去 30 多年的时间里，中国已经成功进行了市场化改革（Qian, 1999），但是市场化改革的结果使得上市公司的股权更加高度集中，更加倾向于稳定的大股东而不是分散的中小投资者，并且上市公司中的大部分企业仍是国有企业，这样就造就了国有上市公司的股权呈现高度集中现象，中央或地方国有企业是大部分国内上市公司的最大股东（Lin et al., 1997）。薛（Xue, 2001）指出上市公司中没有政府因素影响的公司只占上市公司总量的 6%，这些数据都表明了政府部门对绝大部分上市公司的经营状况会产生影响。对大多数上市公司而言，政府部门的主要角色不仅是投入资金的来源者，而且政府部门对上市公司的股权结构以及公司绩效都会产生显著的影响。而在英美公司治理模式下的发达国家中，公司治理是以市场导向型为基础，市场机制决定着资金的自由流向，政府部分对上市公司的日常经营干预则很少。正因为我国上市公司的公司治理机制与西方发达国家的显著不同，本书将对这一问题进行深入的探讨。

当然，本书的研究目的并不仅是为了解决上述文献中存在的冲突而再进行一次实证分析。如果是这样的话，本书中所使用的变量、所采用的计量经济学的方法以致进行的各种比较分析就显得没有意义。因此，本书研究的目的是试图采用一种可以替代的全新的机制去评价中国上市公司的股权结构和公司绩效的静态和动态相关性，并尝试解决这些相关性里面存在的内生性问题，为我国上市公司的公司治理发展提供有意义的借鉴。

理论上，本书的目的是考察股权结构、投资和公司绩效三者在公司治理机制中所发挥的作用，进而判断影响它们的因素都有哪些。在此基础上，进一步调查股权结构、投资和公司绩效三者彼此的动态关系及可能存在的内生性问题。具体如下：为了考察公司绩效是否受到公司股权结构变动的影响，我们使用动态面板数据模型的联立方程组衡量两者之间的动态关系，并引入投资变量作为一个中介变量进入方程组模型。同时，为了验证上述模型的稳定性，我们构建面板向量自回归模型再次估计股权结构、投资和公司绩效之间可能的动态关系。相比静态模型而言，动态模型能够更好地刻画变量的动态趋势。本书的另一个理论目标是观察中国上市公司的目标股权结构的动态调整。在过去的实践研究中，以往的大量文献把公司的实际股权结构和目标股权结构混为一谈，但是在实证研究中，两者是