

重庆师范大学2010年学术专著基金资助

所有权结构与绩效

——基于分地区上市公司的研究

SuoYouQuan JieGou Yu JiXiao
JiYu FenDiQu ShangShi GongSi De YanJiu

朱 勇 / 著

结
构
与
绩
效



经济科学出版社
Economic Science Press

重庆师范大学 2010 年学术专著基金资助

所有权结构与绩效

——基于分地区上市公司的研究

朱 勇 著

经济科学出版社

责任编辑：王长廷 党立军

责任校对：徐领弟 王凡娥

版式设计：齐 杰

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

所有权结构与绩效：基于分地区上市公司的研究 / 朱勇著. —北京：
经济科学出版社，2011. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0719 - 7

I. ①所… II. ①朱… III. ①企业产权 - 研究 - 中国
IV. ①F279. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 098272 号

所有权结构与绩效

——基于分地区上市公司的研究

朱 勇 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：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京京鲁创业科贸有限公司印装

710 × 1000 16 开 9. 25 印张 170000 字

2011 年 5 月第 1 版 2011 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0719 - 7 定价：20. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

所有权与绩效关系的研究一直是公司治理理论的核心内容。从本质看，公司治理实际上是关于所有权分配的合约，其核心问题是通过选择恰当的契约安排来实现剩余索取权和控制权的对应，以确保企业的决策效率。我国以建立现代企业制度、现代产权制度为目标的企业所有制改革促进了国民经济的巨大发展，但企业所有权结构调整所带来的成效在各地的表现却不尽相同：东部地区在削减国有企业的同时得到了其他非公有制经济成分的有效补充，因而保持了经济发展的良好势头，而中、西部地区虽然对国有企业进行了改制调整，但由于区域发展环境影响，非公有制经济成分发展远不如东部地区，从而使地区间发展呈现明显的差距。正是这种中国所特有的渐进式经济转型方式及其所形成的区域性差异，使我们不得不考虑在此条件下企业所有权结构安排对绩效影响可能存在的新特点，即中国自经济转型以来所形成的地区经济、社会、创新环境的差异可能会使这一问题在我国的研究得出不同于以往研究的新结论。

因此，本书以我国经济转型宏观背景为研究前提，在分析产权理论、转型经济学以及公司治理等相关理论的基础上，探讨了产权理论与公司治理理论的适用条件，研究了转型经济环境对企业所有权结构调整的影响，结合对我国经济转型特征及区域性差异产生原因的分析，初步建立了区域发展环境影响企业治理结构及企业绩效水平的理论分析框架，明确提出了我国企业所有权结构安排对绩效影响存在区域性差异的理论假说，并以我国 910 家上市公司为研究样本，运用微观计量经济学面板数据方法对存在区域性经济、社会及创新环境差异条件下所有权结构对绩效影响所呈现的地区差异进行了实证研究，取得了以下创新性成果：

1. 本书构建了区域环境发展指数，建立了新的计量经济模型。在分析可能影响公司治理绩效水平的地区相关指标基础上，考虑了

经济、社会、创新等区域指标，构建了区域环境发展指数，将其作为环境变量，建立了新的分析区域环境影响公司股权结构与绩效的随机效应计量模型。

2. 建立了 2000~2004 年 910 家公司的区域环境、股权结构与绩效指标等诸多变量的大样本面板数据 (Panel Data)，采用可行广义最小二乘法 (FGLS) 进行估计。而目前对所有权结构与绩效关系的研究通常使用截面数据 (Cross-Sectional Data)，采用普通最小二乘法 (OLS) 进行估计。由于截面数据偏于关注截面单位在给定时间点的观测值，缺乏对截面单位进行特定时段的跟踪观测，因而会遗漏截面单位在时间维度上可能包含的重要信息。面板数据则可以通过设定适当的模型来捕捉微观个体可能出现在截距或斜率之中的异质性，从而增强对系数异质的正确约束并有助于提高估计效率。与普通最小二乘法 (OLS) 相比，可行广义最小二乘法 (FGLS) 对随机效应模型的估计更为有效。

3. 实证结果表明上市公司综合绩效水平不仅与其股权结构有关，而且与其所处区域经济、社会及创新发展环境显著相关，地区环境差异是公司股权结构对绩效影响呈现地区性差异的重要原因。与现有对国有股普遍持否定态度的研究结论不同，本书通过实证分析发现，东、中部地区上市公司国有股比重越高对综合绩效的负面影响越大，但在西部地区国有股比例越高则对综合绩效的正面影响越大，国有股在西部地区经济中发挥着重要的作用。本书认为对上市公司国有股的作用应该根据地区发展环境不同而进行区别对待，不能一概而论。由于地区发展差距的存在，我国应从区域发展角度对国有股作用进行新的审视，充分发挥国有股在西部经济发展中所存在的正面影响，并在此基础上建立和完善相应的公司治理结构。

4. 本书在总结上述创新成果的基础上，就该课题的未来研究进行了展望，并对如何完善与我国区域经济、社会发展水平相适应的公司治理结构提出了积极的政策建议。

Abstract

The research of ownership and performance relation has been the key content of the company governance theory all the time. By the look of essence, it is the contract assigning about ownership that the company has managed in fact, correspondence of asking for right and control power of surplus that its key question is to realize through choosing to arrange in appropriate agreement, so as to ensure the decision efficiency of enterprises. Enterprise's ownership reform taking from setting up modern enterprise system, modern property relations as goal of our country has promoted the enormous development of national economy, but the effect brought of structural adjustment of enterprise's ownership is not the same in all parts: The eastern area has got the valid supplement of other non-public economic sectors while cutting down the state-owned enterprise, therefore has kept the good momentum of economic development, but the reform of the state-owned enterprise in middle and western areas, because the area develops environmental impact, non-public economic sector development is not as good as the eastern area, thus make the development among the areas present obvious disparity. It is this kind of peculiar progressive economic transition way in China and regional differences formed that make us have to consider that enterprise's ownership structure is fitted under this condition arrange the new characteristic that may exist that the performance is influenced correctly, namely the regional economy which China has formed since economic transition, society, may make question this in to work out the new conclusion that study different from the past.

This thesis regards background of economic transition of our country as the prerequisite of studying, in economics of analyzing

the property right theory, making the transition and on the foundation of the relevant theory that the company manage, etc., the suitability condition of probing into property right theory and company and managing the theory, has studied the environmental impact on enterprise's ownership structural adjustment of economy of making the transition, combine it to the economic transition characteristic of our country and regional analysis of producing the reason of difference, have set up the regional enterprise's administration structure of environmental impact of development and theory of enterprise's performance level and analyzed the frame tentatively, have put forward enterprise's ownership structure of our country and arranged to influence the theory hypothesis with regional difference to the performance clearly, and regard 910 listed companies in our country as the sample of studying, use the panel data method of micro econometrics to having regional economy, the ownership structure influences the regional disparity appeared to carry on the positive research to the performance under the society and innovation environmental difference condition, have made the following innovative achievement:

1. This thesis establishes the index of regional environment, has set up the new economic model of measurement. In analyzing the regional relevant index foundation that may influence the company performance level, have considered that regional index, such as economy, society, innovation, etc. structure the regional environment and develop the index, regard it as the environmental variable, has set up the new regional environmental impact company's stock right structure of analysis and random effect of the performance and measured models.

2. Have set up the big sample panel data set in a great deal of variables, such as regional environment, stock right structure and performance index of 910 companies, etc. from 2000 to 2004, adopt the feasible generalized least squares method (FGLS) to esti-

mate. And the study on ownership structure and performance relation usually uses the sectional data (Cross-Sectional Data) at present, adopt the ordinary least square method (OLS) to estimate. Because the observed value which the sectional unit clicks while giving definitely that the sectional data are partial to paying close attention to the thing, lack and carry on the following and observing of specific period to the sectional unit, therefore will omit the sectional unit and link the important information that may include on degree in time. Can catch the heterogeneity that the micro individual may appear in the intercept or the slope through establishing the proper model in panel data, thus strengthen the correct restraint heterogeneous to coefficient and contribute to improving the efficiency of estimating. Compared with ordinary least square method (OLS), the estimation of the random effect model of the feasible generalized least squares method (FGLS) is more effective.

3. The Empirical analysis indicates that the comprehensive performance level of listed company not merely relates to stock right structure, and it is remarkable and relevant to live in the regional economy, social and innovative development environment with it, the regional environmental difference is that company's stock right structure influences the important reason which presents the regional difference to the performance. Different with the existing research conclusions that generally hold a negating attitude to state-owned stocks, this text analyses through the real example that finds, the greater the east, negative effect on the comprehensive performance the higher in specific gravity of state-owned stock of listed company of middle part are, but influence the more greatly to the front of the comprehensive performance high in the proportion of the state-owned stock of western region, the state-owned stock is playing an important role in the western regional economy. The thesis thinks that should be with treat with certain discrimination according to the regional development environment to the function of state-owned

stock of listed company, can't treat as the same. Because regional gap of development is stored in, our country should develop the angle to carry on new close examination to the function of the state-owned stock from the area, give full play to state-owned stock front stored in influence in western economic development, and set up and perfect the corresponding company administration structure on this basis.

4. The thesis has been studied and looked forward to on the future of this subject on the basis of summarizing above-mentioned innovative achievements, and has put forward the positive policy recommendations to the thing that how to perfect the company administration structure in conformity with the regional economy of our country, society's development level.

目 录

1 绪论	1
1.1 问题的提出及研究意义	1
1.2 国内外研究现状	4
2 本书结构、研究内容及方法	12
2.1 本书的逻辑框架	12
2.2 主要研究内容	12
2.3 主要研究方法	14
2.4 本书的主要创新	15
3 产权、所有权与公司治理理论	17
3.1 企业性质与产权	18
3.2 企业所有权	26
3.3 产权与公司治理	31
3.4 本章小结	33
4 经济转型中的企业所有权变迁	35
4.1 经济转型的理论与模式	35
4.2 中国经济转型特征	37
4.3 转型与地区发展差异	38
4.4 经济转型与企业所有权变革	45
4.5 转型中的地区差异影响企业数量发展的实证分析	50
4.6 本章小结	57
5 所有权对绩效的影响机理	59
5.1 所有权与公司治理结构	59
5.2 我国上市公司所有权结构	64
5.3 所有权集中对绩效的影响	70

5.4	所有权分散下股权制衡对绩效的影响	75
5.5	本章小结	78
6	所有权影响绩效的地区性差异	80
6.1	区域环境对所有权与绩效影响的路径分析	80
6.2	所有权安排影响绩效的区域性差异假说	83
6.3	我国上市公司区域分布	85
6.4	样本与变量选择	90
6.5	指标度量及转换方法	93
6.6	研究假设	97
6.7	模型及研究方法	98
6.8	实证分析	101
6.9	本章小结	113
7	研究结论与建议	115
7.1	主要研究结论	115
7.2	政策建议	119
8	未来研究展望	121
	参考文献	123
	后记	138

绪 论

1.1 问题的提出及研究意义

1.1.1 问题的提出

所有权结构作为公司治理研究的重要内容受到各国普遍重视。作为产权研究的核心要素，所有权安排对公司绩效产生的影响也成为国内外学者关注的热点。对此问题的探讨最早可以追溯到伯利和米恩斯（Berle and Means, 1932）^①的贡献，他们将公司股权当作所有权的表现形式对美国 200 家最大的非金融企业进行了调查，发现 44% 的企业并非由股东控制，而是由并不拥有公司股份的经理人所控制。由此，伯利和米恩斯将这种股权分散条件下的公司所有权与经营权相分离的状况视为现代公司股权结构的基本特征。

伯利和米恩斯的“两权分离”原则成为我国借鉴西方经济理论实现企业所有权与经营权分离的重要依据。迄今为止，我国的企业改革经历了扩大经营自主权、自主承包、转换经营机制、建立现代企业制度四个阶段，企业产权也随着不同阶段的发展而逐渐明晰。尤其在明确提出国有企业改革要建立适应市场经济和社会化大生产要求的现代企业制度之后，产权安排效率亦成为产权问题研究的焦点。新制度经济学的产权理论将产权界定为包括使用权、收益权和转让权等在内的一组权利束，每项权利均可分割，产权内部各项权利的不同组合构成了不同的产权结构。产权理论认为产权安排直接影响资源的配置效率，一个社会的经济绩效如何，最终取决于产权安排对个人行为所提供的激

^① Berle, A. A., and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. New York, NY: Mac-Millan Co. 1932, 62 - 97.

励。新制度经济学家认为,由于公共资源在公共产权下会导致其租金的完全耗尽,因而缺乏效率(思拉恩·埃格特森,1996)^①。施莱弗和维什尼(Shleifer and Vishny, 1994)^②也认为国家所有权对提高企业绩效没有效率,而当企业的控制权在私人手中时,政府干预私有企业,强迫其偏离效率决策的成本会更高,因此私有企业要比国有企业更有效率。钱颖一(Qian, 2000)^③认为,我国企业的发展表明在经济转轨时期,政府所有权和治理并非一定比私有产权下的治理差,只有在市场制度环境较完善的条件下,私有产权的治理才会优于政府治理。王晓竹等(Wang et al., 2002)^④、陈功蒙等(Chen et al., 2002)^⑤对来自我国上市公司的实证研究也表明,企业绩效并未因减少国家持股比例和产权多元化而获得显著提高,虽然国内外众多学者研究了所有权安排对公司绩效的影响,但因基于不同的研究假设、不同的研究思路以及不同的研究背景,所得结论并不相同。

对此问题的众多研究成果中,青木昌彦等(1995)^⑥提出了一个新观点,他们认为离开一个国家的发展阶段以及其制度与习俗的历史而去评判每种公司治理模式的优点及对转型经济的适用性是没有意义的,尤其对于转型经济的公司治理结构而言,必须考虑每种公司治理模式运作的特定条件,以及这些条件能否在转型经济中实现。贝巴胡克和罗伊(Bebchuk and Roe, 1998)^⑦随后提出了公司所有权与公司治理中的路径依赖问题,认为一个国家的所有权结构形式有着重要的路径依赖根源,这种路径依赖使一个国家的所有权结构部分依赖于早期的形式,当这些国家早先的所有权结构由于不同的环境或历史事件而存在差异时,即使后来经济环境有所变化,这些差别也会继续保持下去。他们将阻碍所有权结构趋同的原因归纳为企业性质和市场差别、思想观念、文化、意识形态和政治倾向等几方面因素。上述研究告诉我们,在企业发展过程中,来自于企业所处的经济、社会等外部环境可能是影响企业治理结构的原因之一,对企业所有权与绩效关系的研究应该结合具体的经济、社会环境给予考虑。

① [冰] 思拉恩·埃格特森. 新制度经济学. 商务印书馆, 1996, 81 - 109.

② Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, Politicians and Firms, *Quarterly Journal of Economics*. 1994, 109. 4: 995 - 1025.

③ Qian, Yingyi, Government Control in Corporate Governance as a Transitional Institution: Lessons from China. working paper of University of Maryland. 2000.

④ Wang, Xiaozhu, Lixin Colin Xu and Tian Zhu, Is Public Listing a Way Out for State-Owned Enterprises? *Economics of Transition*. 2002, 12. 3: 467 - 488.

⑤ Chen, Gongmeng, Michael Firth, and Oliver Rui, Have China's Enterprise Reforms Led to Improved Efficiency and Profitability for Privatized SOEs? Working Paper. Hong Kong Polytechnic University. 2002.

⑥ 青木昌彦, 钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构: 内部人控制和银行的作用. 中国经济出版社, 1995.

⑦ Bebchuk, L. and Roe, M. J. A theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. In *Corporate Governance Today*. The Sloan Project on Corporate Governance at Columbia Law School. New York: Columbia Law School, 1998, 575 - 599.

不可否认,产权理论为我国企业产权改革提供了重要思路,中共中央十六届三中全会提出的现代产权制度更为我国产权制度改革带来了实质性的突破。但“冰冻三尺,非一日之寒”,从计划经济体制向市场经济体制的转变过程中,我国企业产权改革并非一帆风顺,较之现代企业制度与现代产权制度的要求尚存较大差距。多年的企业公司制改革尚未建立起有效的公司治理结构,所有者缺位问题依然突出,影响了公司的有效运作和效益的提高。与此同时,樊纲(2003)^①认为,在以企业产权改革为中心环节的经济体制转变过程中,我国出现了明显的区域发展差异。我国渐进式经济转型所取得的成就毋庸置疑,但这种成就在我国东、中、西部地区的分布却不均衡,由此使得地区发展环境迥异。在这种情况下,所有权结构对绩效的影响在我国的表现是否仍与发达国家的研究结论一致?如果不是,又会出现怎样的结论?这正是本书所要研究的重要课题。

1.1.2 本书研究意义

我国自1984年开始的经济体制改革已进入全面探索阶段,改革的重点从农村转向城市,以搞活国有企业为中心环节的改革实践全面展开。随着党的十四大建立社会主义市场经济体制改革目标的提出,建立现代企业制度成为国有企业改革的目标,一批国有大中型企业陆续改造为国有独资公司、有限责任公司或股份有限公司,实现了产权形式多元化,而公司治理结构作为产权结构的具体运作方式也随之发生了深刻变革。由于我国国情及社会制度的差异,我国上市公司的所有权安排形式较为复杂,从股东性质来看,分为国家股、社会募集法人股、外资法人股、定向募集法人股、个人股等等,从流通性质看又分为流通股与非流通股,这种复杂的产权主体多元化安排使所有者与经营者之间以及不同性质的产权主体之间存在着或多或少的利益冲突,影响了公司治理效率。

产权主体多元化是企业适应现代社会规模化发展的必然要求,由此而产生的多元所有权安排对绩效的影响亦为众多学者所关注。20世纪70年代以后,关于所有权结构与业绩关系的理论研究和实证分析都得到了迅速的发展,但因市场发展和完善程度不同,这些研究多数集中于欧洲、美国、日本等发达资本市场,而且即便是对这些发达国家的研究也出现了不同的结论,如德国、日本就与美国企业的所有权结构有较大差异:日本和德国以银行控股和职工参与控制为特征,对外部资本市场依赖性弱,从而形成股权的高度集中;而美国则以

^① 樊纲,王小鲁,张立文,朱恒鹏.中国各地区市场化相对进程报告.经济研究,2003,3:9-18.

经营者控制为特征，高度依赖资本市场和外部治理，因而股权集中度较低。那么，这是否意味着不同国家之间由于历史、文化、体制等差异可能导致所有权结构影响绩效的问题不会有统一的结论？尤其对于像我国这种资本市场尚不完善的发展中国家而言，独特的经济转型方式使我国东、中、西部地区出现了明显的发展差距，但将这种经济转型背景下的地区发展差距作为重要影响因素来考虑所有权结构与绩效相互关系的研究目前还少有问津。

有鉴于此，本书在对产权理论、公司治理理论的分析基础上，阐明了这些理论在我国“渐进式”转型中所存在的适用性条件，提出了中国上市公司所有权结构对绩效影响存在区域性差异这一理论假说，并以我国经济转型中出现的区域性经济、社会以及创新环境差异为契入点，采用微观计量经济学面板数据方法这一前沿计量分析技术，以我国分布于各地区的 910 家上市公司为样本，对企业所有权安排与绩效的关系在不同地区的表现进行了深入的实证研究，实证研究的结果不仅支持了我们所提出的上市公司所有权结构对绩效影响存在区域性差异的理论假说，也为探寻在经济转型过程中如何完善公司治理结构的最佳方略提供了重要的理论与实证支持。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

国外对所有权与企业绩效关系的理论与实证研究最早可以追溯到伯利和米恩斯对所有权与控制权分离问题的研究，其后的詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1976）^①、法玛和詹森（Fama and Jensen, 1983）^② 则利用代理理论对类似问题进行了解释。他们认为经理们与所有者具有不同的利益诉求，尤其是股东希望价值最大化而经理们却偏好于与这种价值最大化相偏离的私利战略，再加上由于缺乏适当的激励与足够的监督，经理们就会因执行自己的判断而给所有者利益带来损失。国外学者对所有权结构与公司绩效相互关系的研究取得了不少成果，但其结论却莫衷一是，归纳起来主要有以下几个方面：

^① Jensen, M. C., Meckling, W. H., Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3: 305 - 360.

^② Fama, Eugene., and Michael Jensen., Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26: 301 - 325.

1. 所有权结构与公司绩效有相关性

(1) 所有权集中度与绩效正相关: 施莱弗和维什尼 (1986)^① 的模型表明, 一定的股权集中度是必要的。因为大股东具有限制管理层牺牲股东利益、谋取自身利益行为的经济激励及能力, 可以更有效地监督管理层的行为, 有助于增强接管市场运行的有效性, 降低管理层代理成本。汉和苏克 (Han and Suk, 1998)^② 的研究结果表明, 公司业绩与外部大量持股股东的股权比例正相关。而许小年和汪延 (Xu and Wang, 1997)^③ 研究了中国上市公司股份构成与企业经营绩效会计指标之间的关系, 发现股权集中程度与公司经营业绩正相关, 而且法人控股的上市公司比国家控股的上市公司表现得更显著, 公司业绩与公司法人股比例呈现高度正相关, 国家股比例则与公司业绩呈负相关关系。

彭德森和托姆森 (Pedersen and Thomsen, 1999)^④ 考察了欧洲 12 国 435 家大公司, 认为公司股权集中度与公司净资产收益率显著正相关。克莱森斯 (Claessens, 1997)^⑤ 对捷克和斯洛伐克, 以及克莱森斯 (2000)^⑥ 对东亚地区企业的企业股权结构的研究均发现这些国家和地区的企业股权高度集中, 并且与企业价值正相关。邹 (Cho, 1998)^⑦ 研究了股权结构、投资和企业价值三者之间的关系, 利用最小二乘法回归表明, 股权结构影响投资, 进而影响企业价值。林斯 (Lins, 1999)^⑧ 对 18 个新兴市场国家的企业研究获得了相似的结果: 大股东的存在对企业价值有正面影响。在投资者权益保护的法律制度及其有效性弱的地区, 大股东在公司治理中表演着重要角色, 具有积极的作用。马克嘉和斯匹尔诺 (Makhija and Spiro, 2000)^⑨ 研究了 988 家完成私有化的捷克企业, 发现企业股票价值与外国投资者、内部人持股比例正相关, 因为他们更

① Shleifer, A., and R. Vishny., Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 1986, 94: 461-488.

② Ki C. Han, David Y. Suk., Multinationality and Firm Performance. *Multinational Business Review*, 1998, 6: 134-162.

③ Xiaonian Xu and Yan Wang, Ownership Structure, Corporate Governance and Corporate Performance. Policy Research Working Paper. The World Bank, Economic Development Institute. 1997, June.

④ Pedersen, T., Thomsen, S., Economic and Systemic Explanations of Insider ownership among Europe's Largest Companies, *International Journal of the Economics of Business*. 1999, 6 (3): 367-381.

⑤ Claessens, Stijn, and Brian Hindley., Internationalization of financial services: issues for developing countries. World Bank mimeo. March, 1997.

⑥ Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 81-112.

⑦ Cho, M., Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1998, 47: 103-121.

⑧ Lins, Karl V., Ownership and Firm Value in Emerging Markets. SSRN working paper. 1999.

⑨ Anil K. Makhija and Michael Spiro, Ownership Structure as a Determinant of Firm Value: Evidence from Newly Privatized Czech Firms, *The Financial Review*, 2000, 35 (3): 1-32.

有能力发现高利润公司。他们还发现，基金持股比例与公司股票价值没有显著相关性，说明公司价值与外部股东的身份有关。如果基金是公司第一大股东，对公司价值会产生不利影响；但如果有银行参与该基金，则有助于降低不利影响。

(2) 所有权集中度与绩效负相关：格鲁斯曼和哈特（Grossman and Hart, 1980）^①、詹森（1989）^②、罗伊（1994）^③ 认为股权结构分散使任何单一股东缺乏积极参与公司治理和驱动公司价值增长的激励，导致公司治理系统失效，产生管理层内部人控制问题，形成公司管理层强、外部股东弱的格局。施莱弗和维什尼（1997）^④ 认为，当大股东（不管是价值创造者股东，还是价值评估型的金融资本投资者）股权比例超过某一点，基本上能够充分控制公司决策时，大股东可能更倾向获取外部少数股东不能分享的私人利益。

(3) 所有权集中度分情况与绩效相关：麦克科内尔和斯尔威斯（McConnell and Servaes, 1990）^⑤ 考察了 1000 多家公司，发现公司价值与股权结构之间具有非线性关系。内部控股股东股权比例小于 40% 时，托宾 Q 值随控股比例的增大而提高；当控股比例达到 40% ~ 50% 时，公司托宾 Q 值开始下降。莫克、纳卡莫拉和斯威达萨尼（Morck, Nakamura and Shivdasani, 2000）^⑥ 研究了日本公司股权结构与公司托宾 Q 值的关系，发现公司价值与主办银行持股比例负相关，当公司主办银行持股比例较低时，公司托宾 Q 值随主办银行持股比例上升而下降，持股比例达到一定程度后，这种负相关逐渐减弱，甚至转变为正相关。

2. 所有权与公司绩效无相关性

德姆塞茨和列恩（Demsetz and Lehn, 1985）^⑦ 考察了 511 家美国大公司，发现股权集中度与企业经营业绩会计指标（净资产收益率）并不相关。而麦瑞安（Mehran, 1995）^⑧ 也发现，股权结构与企业业绩（托宾 Q 值和资产收益

① Grossman, S. J. and O. D. Hart, Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, 1980, 11: 42 - 64.

② Jensen, M., Eclipse of the Public Corporate. *Harvard Business Review*. Sept. - Oct, 1989.

③ Roe, Mark J., Stronger Managers, Weak Shareholders: The Political Roots of American Corporate Finance. Princeton University Press, 1994.

④ Shleifer, S., and Vishny. A survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 1997, 4: 737 - 783.

⑤ McConnell, John and Henri Servaes., Additional evidence on equity ownership and market valuation: An Empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. 1990, 20: 293 - 315.

⑥ Morck, Randall, Masao Nakamura and Anil Shivdasani., Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *The Journal of Business*. 2000, 10: 86 - 117.

⑦ Demsetz, H., Lehn, K., The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*. 1985, 93 (6): 1155 - 1177.

⑧ Mehran, H., Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*. 1995, (38): 163 - 185.