

股权结构与经营绩效：来自辽宁上市公司的一组证据*

辽宁大学工商管理学院 姚海鑫** 商务印书馆译作室 程秋珍***
辽宁中医学院经济管理学院 肖 晗****

摘 要：本文以辽宁在沪深证券交易所挂牌的 57 家上市公司为研究对象，以 2001—2003 年上市公司的年报数据作为样本，从实证分析角度，分析了辽宁上市公司的股权结构特征，对不同股权结构下公司经营业绩的显著性差异进行了检验，并通过回归分析，检验了辽宁上市公司股权结构、股权类型、公司规模、行业属性等对公司经营绩效的影响，得出了一些有意义结论。

关键词：上市公司；股权结构；经营绩效

一、问题的提出

在市场经济条件下，现代企业对资本市场的依赖程度越来越大，上市公司的数量、融资规模、经营绩效等，在一定程度上可以直观地反映出一个国家或地区企业的整体发展水平。

在改革开放初期，辽宁证券市场发育程度早于全国——早在 1986 年 8 月，沈阳就开办了国内第一家证券交易市场，证券公司数目众多；1992 年，在沈阳证券交易中心挂牌交易的基金有近 10 只，辽宁证券、北方证券、抚顺证券都曾是当时名头响亮的券商。截至 2003 年底，辽宁共有 57 家上市公司，十一年来从资本市场直接融资 260 多亿元。近几年来辽宁公司上市速度急剧下降，2000 年时辽宁有 51 家上市公司，山东和江苏分别有 56 家和 54 家，三者相差无几；而到了 2003 年底，辽宁仅有 57 家上市公司，而山东和江苏则分别达 71 家和 75 家，意味着辽宁上市公司在规模、融资能力等方面没有太大改进；沈阳证管办从 2002 年至今，连续两年“三无”——无新股、无配股、无增发；与全国比较，辽宁上市公司的平均收益水平大幅下降，根据 2003 年半年报统计，沈阳辖区平均每股收益 0.0497 元，仅为深沪两市每股平均水平 0.1031 元的一半，而平均净资产收益率 1.395% 也仅相当于深沪两市平均水平 4.0182% 的 1/3。从行业分布上看，辽宁上市公司大多分布在钢铁、石化、机械制造、电力等基础产业上，而其他行业如信息技术、传播文化等新兴产业尚处于相对劣势。

事实上，在国有企业“三年脱困”的大背景下，辽宁作为老工业基地，大部分上市公司是在 1996—1998 年由原国有企业改制上市的，因此在这 57 家上市公司中，国有控股企业占绝大多数。人们普遍关注的问题是，辽宁上市公司的经营绩效如何？股权结构特征如何？股权结构对上市公司经营绩效有无影响？激励机制的效应如何？等等。

在振兴东北老工业基地的新形势下，辽宁上市公司仍将发挥重要作用。研究和探讨近年来辽宁上市公司的股权结构变化特征、不同股权结构下的经营绩效是否具有显著性差异以及上市公司的股权结构与经营绩效是否有显著的相关性等问题，对揭示辽宁上市公司治理结构的内在缺陷、完善其治理结构和提高其经营绩效，具有重要的现实意义。

* 本文是辽宁省教育厅 2004 年度高等学校科研项目计划和辽宁大学“十五”、“211 工程”重点项目的阶段性研究成果。

** 姚海鑫，辽宁大学工商管理学院副院长、教授、博士生导师，主要从事公司理财、公司治理、博弈论及其应用等方面研究；通信地址：沈阳市皇姑区崇山中路 66 号辽宁大学工商管理学院，邮编：110036。

*** 程秋珍，商务印书馆译作室副编审，主要从事企业理论研究。

**** 肖晗，管理学硕士，辽宁中医学院经济管理学院助教，主要从事财务管理研究。

二、文献回顾

上市公司股权结构与经营业绩是否具有相关性的问题，一直受到学术界的广泛关注。自 Berle 和 Means (1932) 提出股权分散程度与公司业绩呈反向相关关系，即股权越分散，公司业绩越难达到最优的观点开始，许多学者都针对这一问题进行了大量的实证研究，但得到的结论却并不完全一致。

一类观点是股权结构与经营业绩具有显著的相关性。国外一些学者从公司内部股东持股比例与公司价值的关系角度进行研究得到此结论，例如，Myeong—HyeonCho (1988) 利用《幸福》杂志 500 家制造业企业的数据库，采用普通最小二乘法，得出了股权结构影响公司投资，进而影响公司价值的经验结论。另外，他还得出了公司价值影响公司股权结构的经验数据，认为股权结构是一个内生变量。McConnell 和 Servaes (1990) 认为公司价值是公司股权结构的函数，他们通过对 1976 年 1173 个样本和 1986 年 1093 个样本的托宾 Q 值 (T—Q 值) 与股权结构关系的实证分析，得出结论：T—Q 值与公司内部股东拥有的股权之间具有曲线关系。当内部股东拥有的股权从 0 开始增加时，曲线向上倾斜，当股权比例达到 40%—50% 时，曲线开始向下倾斜。国内一些学者则从股权集中度着手，认为股权结构与经营业绩具有相关性。孙永祥、黄祖辉 (1999) 以 1998 年之前上市的 503 家 A 股公司为样本，采用普通最小二乘法对公司股权结构与 T—Q 值之间的关系进行回归分析，得到了关于 T—Q 值与第一大股东持股比例的倒 U 形曲线，并且指出，当第一大股东持股比例达到 50% 左右时，T—Q 值由上升趋势转为下降。从而说明，相对于高度集中和分散的股权结构，有一定集中度并且相对平衡的股权结构可能更有利于公司业绩的提高。Xu 和 Wang (1999) 以 1993—1995 年期间的上市公司为样本进行研究。其研究结果表明，股权集中度与企业业绩之间具有显著的正相关关系。而就股东类型来说，企业业绩与法人股比例显著正相关，与国有股比例显著负相关。马连福 (2000) 在孙永祥、黄祖辉研究的基础上，提出了为提高企业经营业绩对股权结构进行适度性安排的观点。

另一类相反的观点是公司股权结构与经营业绩不存在相关关系。Holderness 和 Sheehan (1988) 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，即他们的 T—Q 值与会计利润率的比较，发现他们之间的业绩并没有显著的区别，因而认为公司的股权结构与其经营业绩之间并无相关关系。但他们只比较股权结构的两种极端状态，所得到的结论有一定的片面性。于东智 (2001) 以 2000 年之前上市的 923 家 A 股公司为对象，以净资产收益率作为衡量经营业绩的指标，分析结果也没有发现股权结构与经营业绩之间存在任何显著的相关关系。Wu 和 Cui (2002) 以上市公司 2000 年的数据为样本进行研究，其研究结果也表明股权集中度无论是对会计利润，还是对以净资产倍率 (market-to-book ratio) 和市盈率来衡量的经营业绩都没有显著影响。陈晓、江东 (2000) 使用商业和公用事业两个行业 1995 年底以前上市的公司 1996—2000 年的数据进行实证分析表明，法人股与流通股对公司业绩的正面影响、国有股有负面影响的预期在这两个竞争性较弱的行业是不成立的。朱武祥、宋勇 (2001) 对竞争激烈的家电行业中 20 家上市公司的研究表明，股权结构与公司价值并无显著的相关性。

综上所述，由于考察的时期不同、样本数据不同、使用的方法和指标不相同以及各国证券市场各时期的市场特征不同，关于上市公司股权结构与经营绩效是否具有显著相关关系的研究还没有形成一致的结论。在我国已有的对上市公司股权结构和经营绩效的关系研究中，以某一特定省份的上市公司作为研究对象，分析该省上市公司股权结构和经营绩效的关系的研究还很少见。

三、研究思路与方法

本文将对在上海、深圳证券交易所挂牌交易的 57 家辽宁上市公司的股权结构与经营绩效的关系进行实证研究，旨在揭示辽宁上市公司股权结构和经营绩效的现状，并分析股权结构对经营绩效的影响。

1. 样本选取

本文以 57 家辽宁上市公司为样本数据，利用 2001—2003 年年报数据来进行分析。并利用 2003 年年报的横截面数据来分析股权结构与经营业绩之间的关系。

考虑到异常样本对分析的影响，本文按以下原则对样本进行筛选：(1) 重点考察 A 股的情况，剔除两家仅发行 B 股没有发行 A 股的上市公司（大连化工和瓦轴 B 股）。(2) 在 2003 年，辽宁在深市和沪市上市的公司共有 57 家，其中在深市有 4 家为 ST 公司（东北电、中辽国际、本钢板材、长兴实业），1 家为 PT 公司（环保股份）；在沪市有 5 家为 ST 公司（松辽汽车、锦州港、北大科技、金帝建设、鞍山合成），1 家为 PT 公司（鞍山一工）。这些公司的财务状况已处于异常状态，因此对他们加以剔除。经过上述筛选后，共有 44 家上市公司成为本研究的实际样本。

2. 数据来源

本研究所用数据来源于中国证监会官方网站 (www.csrc.gov.cn)、中国上市公司资讯网 (www.cnlist.com)、上海证券交易所网站 (www.sse.com.cn)、深圳证券交易所网站 (www.szse.cn) 等。

3. 研究思路与方法

首先，利用描述统计方法对辽宁上市公司的股权结构和经营业绩进行基本分析；其次，运用最小二乘法对样本上市公司的企业股权结构和经营业绩之间的关系进行线性回归分析。在具体分析和计算时，使用 SPSS 12.0 for Windows 和 Excel 2000 对数据进行分析 and 处理。

四、实证分析

(一) 辽宁上市公司股权结构现状及特征

根据持股比例，本文将股权结构分为四种类型：股权高度集中（第一大股东持股 50% 以上），股权相对集中（第一大股东持股 25% 以上且前三大股东持股比例之和大于 50%），股权相对分散（前三大股东持股比例之和小于 50%），股权高度分散（第一大股东持股低于 20% 且前三大股东持股比例之和低于 30%）。

表 1 是辽宁上市公司股权结构一览表（2001—2003 年）。通过表 1 列示的 50 家上市公司的前三大股东持股比例可看出：(1) 辽宁上市公司的股权高度集中或相对集中。第一大股东或前两大股东处于绝对地位的公司有 35 家（其中股权高度集中的有 26 家，股权相对集中的有 9 家），占总体的 70%。(2) 股权相对分散的公司也占一定比例，共有 14 家，占总体的 28%，其特征为前三大股东持股比例之和小于 50%。

表 1 辽宁上市公司股权结构一览表（2001—2003 年）

	公司名称	第一(%)	第二(%)	第三(%)	前三大股 东持股总 和(%)	公司名称	第一(%)	第二(%)	第三(%)	前三大股 东持股总 和(%)
股权高度 集中	丹东化纤	51.92	1.87	0.51	54.30	菲菲农业	51.84	4.77	0.31	56.92
	锦州六陆	53.55	1.78	0.81	56.14	辽河油田	81.82	0.36	0.27	82.45
	惠天热电	55.95	0.27	0.16	56.38	锦化氯碱	73.53	0.34	0.18	74.05
	金山股份	56.02	7.69	2.63	66.34	凌钢股份	57.58	0.42	0.23	58.23
	抚顺特钢	69.73	6.64	0.13	76.50	大连创世	54.55	0.24	0.19	54.98
	营口港	59.44	0.82	0.69	60.95	大显股份	50.58	2.84	1.48	54.90
	冰山橡塑	60.79	1.43	0.59	62.81	美罗药业	63.39	0.93	0.71	65.03
	沈阳机床	54.42	0.76	0.38	55.56	辽宁时代	66.04	2.83	0.94	69.81
	本钢板材	54.23	0.46	0.37	55.06	东北药	60.08	1.69	0.55	62.32
	锦州石化	80.95	0.55	0.21	81.71	大连友谊	54.55	0.33	0.24	55.12
	锌业股份	58.99	1.56	0.31	60.86	国能集团	53.54	5.20	2.51	61.25
	大连金牛	54.90	0.75	0.46	56.11	沈阳新开	63.16	0.78	0.69	64.63
	辽通化工	69.25	4.50	0.40	74.15	商业城	53.76	8.96	2.18	64.90

股权相对集中	沈阳化工	46.66	6.65	2.37	55.68	大连圣亚	29.35	16.30	9.78	55.43
	中兴商业	36.37	36.37	1.10	73.84	国电电力	29.42	22.21	8.14	59.77
	鞍钢新轧	44.55	29.13	1.03	74.71	大连热电	40.16	12.01	8.90	61.07
	金帝建设	26.48	20.75	3.13	50.36	金杯汽车	40.21	11.67	10.41	62.29
	东软股份	35.20	25.00	0.95	58.15					
股权相对分散	银基发展	25.92	3.61	2.98	32.51	长兴实业	26.14	18.14	4.50	48.78
	大冷股份	29.83	10.00	2.66	42.49	铁龙股份	27.76	15.84	6.27	49.87
	莱茵置业	29.43	8.54	2.05	40.02	辽宁成大	20.75	18.92	10.30	49.97
	大连国际	26.10	3.73	3.38	33.21	大连渤海	26.50	11.88	7.41	45.79
	鞍山信托	23.07	3.53	2.41	29.01	合金投资	22.32	8.46	8.11	38.89
	锦州港	27.13	15.85	6.34	49.32	曙光股份	43.06	2.82	0.99	46.87
	大商股份	37.25	3.44	1.97	42.66	金城股份	34.83	4.73	4.73	43.82

注1：股权高度分散的公司只有北大科技（第一大股东持股18.28%、第二大股东持股6.30%、第三大股东持股4.68%，前三大股东持股29.26%），但由于该公司于2003年已成为ST公司，故在此没有列示。表中数据根据辽宁上市公司2001—2003年的年报整理所得。

从控股类型分析，股份可以分为国有股（国家股和国有法人股）、法人股（社会法人股）和流通股等几种类型。图1显示了2001—2003年3年间，辽宁上市公司各种股份占有比例情况。从中可以看到国有股的份额大大超过了法人股、流通股以及其他类型股票的份额，这恰好反映了辽宁上市公司大部分是由国有企业直接改制形成的事实。

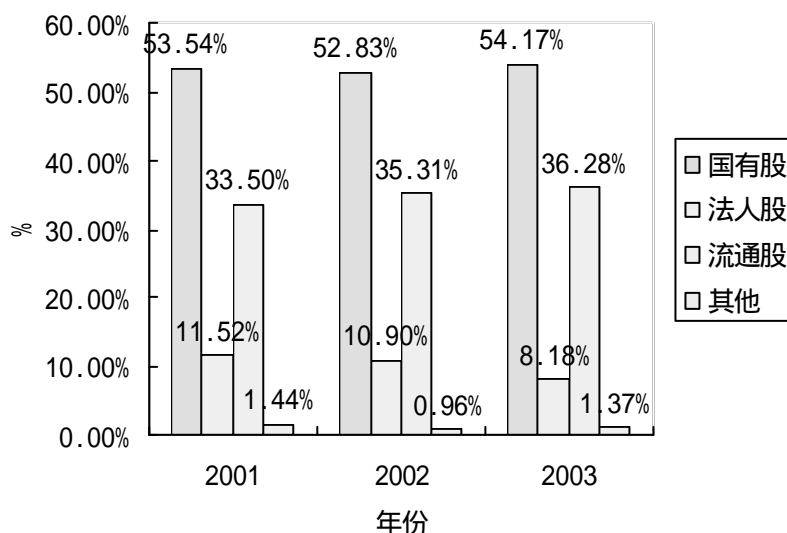


图1 辽宁上市公司控股类型直方图

股权集中度(CR)是一家公司前几位大股东的持股比例之和，它是衡量公司股权分布的主要指标。表2列示了辽宁上市公司前十大股东持股比例情况(CR_j:前j位大股东持股比例之和，即前j位大股东累计持股比例)。从表中数据可看出，辽宁上市公司第一大股东平均持有46.81%的股权，前五大股东的平均持股比重为59%，而根据普罗斯(Prowse, 1995)的研究，美国、日本、德国、英国这几个国家上市公司前五大股东的平均持股比重分别为25.4%、33.1%、41.5%和20.1%，可见辽宁上市公司的股权集中度是比较高的。

表2 辽宁上市公司前十大股东持股比例(%)

大股东	CR ₁	CR ₂	CR ₃	CR ₄	CR ₅	CR ₆	CR ₇	CR ₈	CR ₉	CR ₁₀
平均值	46.81	54.07	56.68	58.10	59.00	59.63	60.10	60.46	60.76	61.02
标准差	(16.82)	(14.46)	(13.23)	(12.49)	(12.00)	(11.62)	(11.36)	(11.14)	(10.95)	(10.77)

为了更详细地分析辽宁上市公司股权结构的特点,采用赫芬德尔(Herfindahl)指数来衡量股权集中度,该指数可表述为每个股东持股比例的平方和。在本文中用前十大股东持股比例的平方和作为衡量股权集中度的近似指标,即 $H = \sum_{i=1}^{10} (CR_i)^2$, 详见表3。结果显示, H₁₀ 值为 0.2625, 可见辽宁上市公司前十大股东的持股比例相差很大。

表3 辽宁上市公司股权集中度指标

	平均值	中值	最小值	最大值	标准差
CR ₁₀ (%)	61.02	59.23	34.21	84.13	10.77
H ₁₀	0.2625	0.2826	0.0442	0.6695	0.1530
X (倍)	71.77	10.30	1.00	1168.86	164.59

由于在大股东之间存在力量差异时,最大股东的控制程度明显与否对公司治理及经营业绩会有较大影响,为了界定第一大股东对公司的控制能力,计算第一大股东与第二大股东持股比例的比值 X。从表3中可以看出,辽宁上市公司 X 值的平均值为 71.77, 最大值达到 1168.86。显然,辽宁上市公司的第一大股东在股权控制上具有绝对的优势。

从上述分析中可见,辽宁上市公司的股权结构具有以下主要特征:

第一,“一股独大”现象仍然很严重。此现象在辽宁上市公司中普遍存在,且此类企业的第一大股东多是国有企业;另外,表中一些公司的第二大股东持股比例也不低,形式上虽然与“一股独大”现象不符,但由于前两大股东都是国有企业,实质上仍然是典型的“一股独大”。国有股比例过高已成为辽宁上市公司股权结构的一个突出特点。根据 2001—2003 年报计算的辽宁上市公司国家股和国有法人股占总股本的比重,2001 年、2002 年、2003 年分别为 53.54%、52.83%、54.17%。

第二,股权仍较高度集中。在 50 家列示的公司中,股权高度集中的有 26 家,占 52%;股权相对集中的有 9 家,占 18%;股权相对分散的有 14 家,占 28%;仅有一家企业为股权高度分散,占列示总数的 2%。

第三,股权高度集中或相对集中的股权都是国有股或国有法人股,均无法流通,在一定程度上会影响上市公司的效率,即辽宁上市公司的股权结构是以国有股为主导的封闭型股权结构。

(二) 上市公司经营绩效的基本描述

表 4 列示了 2003 年辽宁上市公司经营绩效的基本财务指标。包括每股收益 (EPS)、净资产收益率 (ROE)、T—Q 值、负债与资产比率 (D/A)、流动比率、存货周转率、净利润增长率等。从中可以看出,国有控股企业的每股收益和净资产收益率与总体平均水平基本相同,表明国有控股企业在辽宁上市公司中占有很大比重;国有控股企业每股收益与法人控股企业相同,而其净资产收益率低于法人控股企业;股权高度集中与股权相对集中或相对分散企业相比,每股收益和净资产收益率的均值都较低,而股权相对分散的企业每股收益和净资产收益率都要高于股权相对集中的企业。但不同组别之间财务指标的显著性差异、股权结构对经营业绩的影响等,需进行双样本均值是否具有显著性差异的假设检验。

表4 样本公司经营业绩平均值基本描述

	EPS	ROE	T-Q	D/A	流动比率	存货周转率	净利润增长率
全部上市公司	0.15	4.68%	1.228	47.69%	1.85	8.12	-13.60%
国有控股	0.15	4.61%	1.225	45.39%	1.81	9.58	-19.11%
法人控股	0.15	5.07%	1.605	56.03%	2.05	2.48	10.21%
股权高度集中	0.13	4.09%	1.315	42.34%	2.38	9.96	2.07%

股权相对集中	0.17	5.07%	1.147	45.95%	1.02	10.11	-8.43%
股权相对分散	0.23	7.34%	1.944	56.67%	1.40	3.49	16.00%

上表的结果仅仅是通过描述统计得出的结论，但若要了解各组别之间的财务指标是否具有显著的差异以及股权结构是否会对经营业绩产生影响还需要进一步的统计检验，这里通过对 ROE、EPS 和 T—Q 值三个衡量企业经营业绩的主要指标进行双样本总体均值的 t 检验来进行进一步的检验。在检验时根据股权结构的特点，将上市公司分为 4 个组别：组 1，国有股控股和法人股控股，分别用 A 和 B 表示；组 2，股权高度集中和股权相对集中，分别用 C 和 D 表示；组 3，股权高度集中和股权相对分散，分别用 C 和 E 表示；组 4，股权相对集中和股权相对分散，分别用 D 和 E 表示。

原假设， $H_0: m_1 = m_2$ ；备择假设， $H_1: m_1 \neq m_2$ 。

表 5—表 7 分别是 ROE、EPS、T—Q 值的双样本均值显著性差异性的 t 检验汇总结果：

表 5 ROE：双样本均值显著性差异的 t 检验结果

	ROE							
	组 1		组 2		组 3		组 4	
	A	B	C	D	C	E	D	E
平均值	7.7625	7.7138	1.4988	5.0700	1.1150	6.2150	5.0700	6.2150
方差	55.8293	27.1811	8.7391	57.8813	1.5124	14.3553	57.8813	14.3553
样本数	8		8		8		8	
自由度	7		7		7		7	
t 值的观测值	0.02483		-1.13683		-4.05705		-0.33250	
P (双尾) 值	0.80998		0.29302		0.00482		0.74924	
t 的临界值 (双尾)	2.36462		2.36462		2.36462		2.36462	

表 6 EPS：双样本均值显著性差异的 t 检验结果

	EPS							
	组 1		组 2		组 3		组 4	
	A	B	C	D	C	E	D	E
平均值	0.1575	0.2188	0.0838	0.1688	0.0913	0.1763	0.1763	0.1688
方差	55.8293	27.1811	8.7391	57.8813	1.5124	14.3553	0.0132	0.0634
样本数	8		8		8		8	
自由度	7		7		7		7	
t 值的观测值	-1.20583		-0.78025		-2.14667		0.06067	
P (双尾)	0.15638		0.46081		0.06895		0.59332	
t 的临界值 (双尾)	2.10982		2.36462		2.36462		2.36462	

表 7 T - Q：双样本均值显著性差异的 t 检验结果

	T-Q							
	组 1		组 2		组 3		组 4	
	A	B	C	D	C	E	D	E
平均值	1.8349	1.6051	1.1165	1.1466	1.2551	1.5405	1.1466	1.5405
方差	2.0851	2.1492	1.0389	0.2173	1.0133	1.9373	0.2173	.9373
样本数	7		8		8		8	
自由度	6		7		7		7	
t 值的观测值	0.29708		-0.09058		0.40183		-0.88158	
P (双尾)	0.77462		0.39036		0.69980		0.40723	
t 的临界值 (双尾)	2.44691		2.36462		2.36462		2.36462	

根据表中所列示的信息，以 ROE、EPS 为衡量指标时，组 3 即股权高度集中和股权相对分散这一组财务指标存在着显著性差异，而其他各组由于 t 值较小、P 值过大无法通过检验，所以可以推断其他组别的财务指标之间并不存在显著的差异。从表 4 和表 5 的对比可知，双样本总体均值 t 检验的统计检验并不完全支持描述统计得出的较为直观的结论，即不能简单地认为辽宁上市公司的法人股控股与国有股控股的企业之间、股权高度集中与股权相对集中的企业之间以及股权相对集中和股权相对分散的企业之间的业绩存在着显著性差异。

(三) 股权结构对经营绩效的影响的实证检验

从理论上讲，股权结构、股权分布类型 (KIND)、企业规模 (SIZE)、成长机会 (GROW)、行业属性 (IND) 等因素都可能对上市公司的经营绩效产生显著性影响。下面，本文将利用辽宁 44 家上市公司的数据进行实证检验。

首先对上述各变量与公司绩效变量如 ROE、EPS、T-Q 等进行相关分析，相关系数矩阵见表 8。

表 8 各变量间的相关系数矩阵

	ROE	EPS	Q	PS	PL	SIZE	GROW	IND	KIND
ROE	1	.774**	.191	.073	-.014	.079	-.108	.180	-.221
EPS	.774**	1	.200	.055	-.055	.220	.030	.171	-.290
Q	.191	.200	1	-.319*	.438**	-.233	.251	.198	-.096
PS	.073	.055	-.319*	1	-.882**	.277	-.149	.466**	.520**
PL	-.014	-.055	.438**	-.882**	1	-.304*	.126	-.416**	-.446**
SIZE	.079	.220	-.233	.277	-.304*	1	.129	.402**	-.260
GROW	-.108	.030	.251	-.149	.126	.129	1	.095	.042
IND	.180	.171	.198	.466**	-.416**	.402**	.095	1	.180
KIND	-.221	-.290	-.096	.520**	-.446*	-.260	.042	.180	1

注：**表示在 1% 水平下显著（双尾检验）；*表示在 5% 水平下显著（双尾检验）。

从表 8 中可以发现，(1) ROE 和 EPS 与国有股（国家股和国有法人股）比例 (PS)、法人股（社会法人股）比例 (PL)、股权分布类型、公司规模（用各公司总资产的自然对数表示）、成长机会、上市公司行业属性等变量之间不存在显著的相关性。(2) T—Q 值与 PS、PL 之间的相关系数分别为 -0.319、0.438，表明 T—Q 值与国有股（国家股和国有法人股）比例、法人股（社会法人股）比例之间具有较显著的相关关系。(3) 国有股（国家股和国有法人股）比例与法人股（社会法人股）比例之间的相关系数高达 -0.882，说明二者之间具有显著的负相关关系。此外，国有股（国家股和国有法人股）比例、法人股（社会法人股）比例与公司的行业类型、股权分布类型等也有较显著的相关关系。

为进一步考察上市公司的股权结构对经营绩效是否具有显著性影响、以及有多大的影响，我们分别以公司经营绩效的代表性指标 EPS、ROE、T—Q 值作为因变量（被解释变量），以国有股（国家股和国有法人股）比例、法人股（社会法人股）比例、股权分布类型、公司规模（用各公司总资产的自然对数表示）、成长机会、上市公司行业属性等为解释变量，进行多元回归分析。为克服多重共线性，考虑到国有股（国家股和国有法人股）比例与法人股（社会法人股）比例之间的高度（负）相关性，我们对 EPS、ROE、T—Q 值分别构造两个多元回归模型，得到如下 6 个回归模型。

$$ROE = a + b_0 PS + b_1 SIZE + b_2 GROW + b_3 IND + b_4 KIND + e \quad (1)$$

$$ROE = a + b_0 PL + b_1 SIZE + b_2 GROW + b_3 IND + b_4 KIND + e \quad (2)$$

$$EPS = a + b_0 PS + b_1 SIZE + b_2 GROW + b_3 IND + b_4 KIND + e \quad (3)$$

$$EPS = a + b_0 PL + b_1 SIZE + b_2 GROW + b_3 IND + b_4 KIND + e \quad (4)$$

$$TQ = a_0 + b_0 PS + b_1 SIZE + b_2 GROW + b_3 IND + b_4 KIND + e \quad (5)$$

$$TQ = a_0 + b_0 PL + b_1 SIZE + b_2 GROW + b_3 IND + b_4 KIND + e \quad (6)$$

其中，虚拟变量 IND 为上市公司行业属性，当上市公司所属行业是国家控制性基础行业（钢铁、石化、汽车、电力、港口、有色金属、交通运输）时，取值为 1；否则，取值为 0。虚拟变量 KIND 为股权分布类型，当股权类型是高度集中时，取值 1；当股权类型为相对集中或相对分散时，取值 0。

我们提出的假设是各个变量对上市公司的经营绩效没有显著性影响，即：

$$H_0: \beta_j = 0; H_1: \beta_j \neq 0 \quad j = 0, 1, 2, 3, 4$$

利用 44 家辽宁上市公司的样本数据，通过 SPSS 对模型（1）—（6）进行回归估计，得到如下结果，见表 9。从中可以看到各个解释变量对上市公司经营绩效是否具有显著性影响以及模型的整体回归效果。

表 9 回归分析结果

因变量	ROE				EPS				T-Q			
	模型（1）		模型（2）		模型（3）		模型（4）		模型（5）		模型（6）	
	系数	t 值	系数	T 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
a	.178	1.076	.155	.892	.29	.498	.205	.333	9.33	3.011	7.406	2.448
PS	.046	1.306			.218	1.761			-.709	-1.075		
PL			-.03	-.733			-.156	-1.07			1.707	2.390
SIZE	-.007	-.91	-.005	-.657	-.009	-.322	-.001	-.018	-.377	-2.543	-.317	-2.296
GROW	-.002	-.435	-.003	-.523	.004	.210	.002	.095	.131	1.361	.094	1.022
IND	.012	.90	.016	1.260	.008	.182	.027	.605	.683	2.781	.716	3.236
KIND	-.032	-2.136	-.025	-1.799	-.131	-2.518	-.103	-2.071	.277	-.977	-.145	-.596
R^2	.159		.132		.194		.151		.301		.377	
R^2_{adj}	.042		0.11		.082		.033		.204		.291	
F 值	1.359		1.093		1.730		1.283		3.102		4.365	
样本	44		44		44		44		42		42	

从表 9 可以看出：

（1）模型（1）—（6）的 R^2 、调整后 R^2 和 F 值均较低，说明这几个模型的总体拟合效果并不是很好，即回归模型的整体显著性不高。

（2）在模型（1）（3）（5）中，PS 项的 t 值均不能通过统计上的检验，因此无法拒绝原假设，即国有股（国家股和国有法人股）比例对上市公司的经营绩效没有显著性影响。

（3）在模型（2）（4）中，法人股（社会法人股）比例对上市公司的 ROE、EPS 的影响也不显著。但对 T—Q 值的影响却是显著的，可能的解释是法人股（社会法人股）在一定程度上可以流通、转让，而 T—Q 值值与公司市值相联系。

（4）在模型（1）（3）（4）中，KIND 对应的 t 值分别为-2.136、-2.518 和-2.071，说明股权分布类型对 ROE 和 EPS 均具有显著性影响，且符号均为负，即股权越集中，公司的经营绩效越差；反之，股权越分散，经营绩效越好。

（5）在模型（5）和（6）中，公司规模、行业属性对 T—Q 值均具有显著性影响。其中，SIZE 的符号为负，IND 的符号为正。这一方面揭示了辽宁上市公司大部分是国有大企业，特别是钢铁、石化、电力、港口、有色金属等基础性、垄断性行业，这些公司是在当年“国有企业三年脱困”的大背景下上市的。当然也反映出了 2003 年随着经济过热，钢材、水泥、石化等原材料涨价，使得这些大型国有企业日子趋于好过的基本事实。另一方面则反映了公司规模大小对上市公司经营绩效的影响。

五、结 论

根据上述分析，我们可以得出如下基本结论：

(1) 近几年来, 辽宁上市公司“一股独大”的现象并没有根本改变, 股权仍然高度集中。

(2) 辽宁上市公司的国有股比例、法人股(社会法人股)比例对以 ROE 和 EPS 来衡量的经营绩效不存在显著的相关性。一种解释是, 在 2003 年, 宏观经济向好和国家对东北老工业基地的政策支持, 对辽宁上市公司带来了积极而深远的影响, 在一定程度上, 弱化了股权结构对经营绩效的影响。但法人股(社会法人股)比例对上市公司的 T—Q 值具有显著性影响, 这与法人股(社会法人股)在一定程度上可以流通、转让有关。

(3) 股权集中度类型对以 ROE、EPS 来衡量的公司经营绩效均具有负的显著性影响, 而对以 T—Q 值来衡量的公司经营绩效却没有显著关系。股权集中度究竟对上市公司的经营绩效有无显著性影响, 一方面取决于研究时所用的绩效指标, 另一方面取决于所用的样本数据, 需进一步检验。

(4) 公司规模、行业属性只对 T—Q 值具有显著性影响, 而对 ROE、EPS 没有显著性影响。这是辽宁上市公司 2003 年一个明显的市场特征, 即具有行业及规模特征。同时也反映出在度量上市公司经营绩效时, 用会计指标和市场指标有所差异。

本文以 2001—2003 年辽宁上市公司为样本, 对股权结构与经营绩效的关系进行了实证研究。特别是在考察股权结构对上市公司经营绩效的影响时, 用了辽宁 44 家上市公司的数据, 得到的结论具有一定现实意义。但要进一步探讨我国上市公司股权结构与经营绩效的关系, 还需进一步进行研究和实证检验。例如扩大样本容量、对股权结构类型的严格界定、在计量 T—Q 值时如何获得资产的重置价值、考察股权结构变化对公司经营绩效的影响、考虑到我国上市公司的体制特征及制度变化等等, 这样可能会更能揭示出有意义的结论。

参考文献：

1. Jensen Michael and Sheehan D. *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations*, Journal Financial Economics, Vol.20, 1988
2. McConndll J. and Servaes H. *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*, Journal of Financial Economic, Vlo.27, 1990
3. Myeong Hyeon Cho. *Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis*, Journal Economic, Vol.47, 1988
4. Qi, Daqing Wu, Woody and Zhang, Hua. *Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms: Evidence from Listed Chinese Companies*, Pacific-Basin Finance Journal, 2000 (8): 587-610
5. Shleifer A. and Vishny. *Large Shareholders and Corporate Control*, Journal of Political Economic, Vol.94, 1986
6. Sun, Qin, Tong, Jing and Wilson H. S. *How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China Privatization Experience*, Journal of Business Finance & Accounting, 2002 (29): 1-27
7. Wong, Kie Ann, and Pu, Weidong. *Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from the Chinese Stock Market*, Working Paper, National University of Singapore, 2002
8. Wu, Shuo and Cui, Hong. *Consequences of the Concentrated Ownership Structure in Mainland China: Evidence of Year 2000*, Working Paper, City University of Hong Kong, 2002
9. Xu, Xiaonian and Wang Yan. *Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies*, China Economic Review, 1999 (10): 75-98
10. 陈晓、江东：股权多元化、公司业绩与行业竞争性，经济研究，2000（8）
11. 陈小悦、许晓东：股权结构、企业绩效与投资者保护，经济研究，2001（11）
12. 何浚：上市公司治理结构的实证分析，经济研究，1988（5）
13. 马连福：股权结构的适度性与公司治理效率，南开管理评论，2000
14. 施东晖：股权结构、公司治理与绩效表现，世界经济，2000（12）
15. 施东晖：中国股市微观行为理论与实证，上海远东出版社，2001
16. 孙永祥、黄祖辉：上市公司的股权结构和绩效，经济研究，1999（12）
17. 田志龙、杨辉、李玉清：我国股份公司治理结构的一些基本特征研究，管理世界，1998（2）
18. 吴淑琨：股权结构与公司绩效的 U 型关系研究，中国工业经济，2002（1）
19. 杨波、张从华、段飞：国有公司股权结构与公司治理机制分析，当代经济研究，2000（12）
20. 于东智：股权结构、治理效率与公司绩效，中国工业经济，2001（5）
21. 张红军：中国上市公司股权结构与公司绩效的理论与实证研究，经济科学，2000（4）

22. 张宗新、房延安：股权结构优化与上市公司治理改进，改革，1997（5）
23. 郑红亮：公司治理理论与中国国有企业改革，经济研究，1998（4）
24. 周业安：金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究，经济研究，1999（2）
25. 朱武祥、宋勇：股权结构与企业价值——对家电行业上市公司实证分析，经济研究，2001（12）

Stock Ownership Structure and Operating Performance: Evidence from Listed Companies of Liaoning Province

Haixin Yao School of Business Administration of Liaoning University

Qiuzhen Cheng The Commercial Press

Han Xiao Liaoning University of Traditional Chinese Medicine

Abstract: Taking the annual report data of the listed companies from 2001 to 2003 as sample, this paper studies 57 listed companies of Liaoning on Shanghai and Shenzhen Stock Exchange and do the significance test on the operating performance of these companies with different stock ownership structures. It also studies the influences of some factors on the operating performance, including the structure and kind of stock ownership, the size of the company and the industry it belongs to, through the regression analysis. Based on the analysis, the authors get some meaningful conclusions.

Key words: listed company; stock ownership structure; operating performance

（责任编辑：彭伟、李刚、庄恒）