

文章编号:1005-2542(2013)03-0385-09

股权集中度、股权制衡对企业绩效影响的实证研究 ——基于企业生命周期的视角

颜爱民, 马箭

(中南大学商学院, 长沙 410083)

【摘要】从企业生命周期视角探讨股权结构与企业绩效的关系,在模型中加入企业生命周期阶段变量,以期对当前国内外学者在这一问题上研究结果的不一致进行解释。借鉴产业经济学增长率产业分类法来界定企业所处的生命周期阶段,利用上市企业2002~2007年的面板数据实证研究不同生命周期阶段股权集中度、股权制衡与企业绩效的关系。研究表明:股权集中度在企业成长和衰退阶段与企业绩效具有显著的正向线性关系,而在成熟阶段影响不显著;股权制衡在企业成长阶段对企业绩效具有显著的负面影响,其负面影响逐渐减弱,在成熟阶段具有显著的正面影响,而在衰退阶段影响不显著;股权集中度、股权制衡与企业绩效不具有显著的曲线关系。

关键词:股权集中度; 股权制衡; 企业生命周期; 企业绩效

中图分类号:F 830

文献标识码:A

An Empirical Study on the Impact of Ownership Concentration and Ownership Control on Enterprise Performance: A Perspective of Enterprise Life Cycle

YAN Ai-min, MA Jian

(School of Business, Central south university, Changsha 410083, China)

【Abstract】 This paper is concerned with the relationship between ownership structure and enterprise performance from the perspective of enterprise life cycle, by considering the variables of enterprise life cycle stages in the model to explain the inconsistent research results of this issue. We first use the classification of industry by growth rate in industry economics for reference to define the life cycle stage of listed companies, then employs the combined methods of panel data model and the average model, to empirically study the relationship between ownership concentration, ownership control and enterprise performance in different stages of the life cycle using the 2002—2007 panel data of the listed companies. The result shows that ownership concentration has a significant positive impact on enterprise performance at the growth phase and decline phase, but not significant at the mature stage; ownership control has a significant negative impact on enterprise performance which is gradually weakening and it has a significant positive impact on enterprise performance but not significant at decline phase; there are no curve relations between ownership concentration, ownership control and enterprise performance.

Key words: ownership concentration; ownership control; enterprise life cycle; enterprise performance; empirical study

收稿日期:2012-10-10 修订日期:2013-01-18

基金项目:国家自然科学基金资助项目(71001108,71272067)

作者简介:颜爱民(1963-),男,教授,博士生导师。研究方向为组织理论和组织设计、人力资源管理、生态经济与管理及企业文化。

E-mail: e-trust@263.net

股权结构决定着企业控制权的分布,进而决定所有者与经营者之间委托代理关系的性质,因而股权结构是决定企业治理结构的基础;而企业治理效率最终体现在企业绩效上。因此从理论和实证研究的角度来探讨股权结构同企业绩效之间的关系对企业治理改革具有重要指导意义。已有主要从股权性质和股权集中程度 2 个方面来研究企业股权结构对企业绩效的影响,大量的理论与实证研究也证实它们与公司绩效存在紧密的联系,而现有研究还远未取得一致结论,甚至结果截然相反^[1]。

当前我国产业结构正面临重大调整,作为我国企业优秀代表的上市企业大多是行业或地区的龙头企业,在产业结构调整中扮演重要角色。同时,上市企业因其特殊性,股权结构对上市企业的影响更为显著。我国上市企业应选择集中还是分散的股权结构?股权制衡能够改善企业治理吗?股权制衡是否对企业绩效产生实质性的影响?本文从企业生命周期视角出发,将企业生命周期理论与股权结构理论相结合,探讨企业不同生命周期阶段股权集中和股权制衡与企业绩效的关系,以期解释为何当前对这一问题研究结果的不一致性,并为企业可持续发展和不同生命周期阶段企业治理改革提供参考。

1 文献综述

1.1 企业生命周期、股权结构与企业绩效

企业生命周期理论认为企业也像生命体一样,经历了由盛到衰,从生到死的过程。企业作为生产产品并在行业中生存发展的经济组织,其生产经营会受到产品市场竞争和行业竞争的双重影响,从而企业处于不同生命周期阶段会面临不同的主要问题^[2]。企业的形成和发展与其他组织一样具有生命体的部分形态,不同阶段的生产经营、股权结构、组织特征及投资者与管理者之间关系等各有不同。

企业生命周期阶段划分的标准和内容是企业生命周期理论的首要问题。Miller 等^[3]的研究表明,在企业的成长过程中,企业战略、组织结构、环境和制定决策风格等 4 个方面表现出不同的阶段性特征;Adizes^[4]以实现企业的目标、行政、企业创新精神、企业整合 4 个要素为标准将企业生命周期划分为 3 个阶段 10 时期;吴际等^[5]依据 Miller 整理的企业生命周期模型,将企业生命周期分为出生期、成长期、成熟期、蜕变期、衰退期等 5 个阶段。

已有研究表明,企业生命周期与绩效之间存在一种潜在的非线性相关关系^[6]。学者们主要是考察不同生命周期阶段下,企业管理的实践情况及其特征对

企业绩效的影响。Lumpkin 等^[7]考察了企业生命周期对企业家风格和企业绩效关系的调节作用;曹裕等^[2]考察了不同企业生命周期阶段下智力资本与企业绩效的关系;梁莱歆等^[8]考察了不同企业生命周期阶段下企业 R&D 投入与企业绩效的关系。

同时学者们也考察了企业生命周期对股权结构的影响,Ernst^[9]从企业内部人收集企业发展信息的能力出发,考察了不同企业生命周期下企业的股权结构的变化;Liang 等^[6]考察了不同生命周期阶段下多元股权结构对组织绩效的影响;佟岩等^[10]考察了不同企业生命周期下股权制衡的特征及其对企业价值的影响。

1.2 股权集中度与企业绩效

对股权集中度与公司绩效之间关系的研究在理论上形成了 2 个相互对立的假说。监管假说从 Berle 和 Means 的“所有权与控制权分离”的命题出发,认为管理者和股东之间存在严重的利益冲突,股权分散会导致股东无法对经营者的行为进行有效监督,可能出现“败德行为”和“逆向选择”。而在集中的股权结构中,大股东有监督、控制和激励管理者的能力,可以降低管理者与股东之间的代理冲突,从而对公司绩效产生正影响^[11]。而侵占假说认为大股东利益与外部小股东利益往往不一致,在缺少外部控制威胁情况下,大股东可能以其他股东的利益为代价来换取个人利益,一方面,代理成本影响了企业绩效的提高;另一方面,过高的股权集中度使得大股东过多地干预公司管理者,抑制了管理者的积极性和创新能力,同时也会造成股票流动性的降低,不利于外部治理机制作用的发挥,因而不利于企业绩效的提高^[12]。

就国内外关于实证分析的研究结果来看,股权集中度与企业绩效之间的关系可以分为正线性相关^[1,13-14]、负线性相关^[15]、倒 U 型关系^[16]、正 U 型关系^[17-18]以及不相关^[19]等 5 类。而产生上述差异结果的主要原因是业绩衡量指标选择的差异、股权结构的内生性问题和股权类型划分方法的分歧^[1]。

1.3 股权制衡与企业绩效

一般来说,股权的最优结构往往是在集中与分散之间博弈之后的结果,股权的集中可以有效地约束管理层的短视行为或投机行为,同时大股东也会自发地维护自身利益,但是,股权集中也将导致风险分担的不足,并丧失股权分散所带来的股票二级市场流动性收益。股权分散则可能降低决策效率、增加企业管理成本。而股权制衡对于平衡股权集中与分散之间的矛盾,保护股东利益,实现企业价值,提高企业绩效有着重要的作用^[20]。

然而,由于研究背景和方法等存在的差异性,股权制衡对企业价值和绩效的影响却存在着较大的争议,甚至存在截然不同的观点:一部分学者认为大股东之间股权分布越均衡,企业的绩效越高;反之股权越集中,则企业价值越低。大股东之间的互相约束和监督能有效限制控制股东的侵占行为,抑制资产掏空等掠夺现象,从而有效保护中小股东利益^[20-24];另一部分学者则认为股权制衡对企业价值没有促进作用,并且过高的股权制衡程度对企业价值有负面影响^[10,25]。

综上所述,现有关于我国上市企业的股权集中度和股权制衡与企业绩效之间关系的研究还远未达成一致结论,同时从企业生命周期视角来分析股权结构和企业绩效关系的研究仍然较少,实证研究更是缺少。本文认为以往研究在样本选择上不一致,不同样本所处的阶段不同,各阶段企业数量的比重也不同,因而导致研究结果迥然不同。本文以最新的面板数据,同时运用不易被会计操纵的会计类指标来衡量企业绩效,并从企业生命周期视角来实证研究股权集中度、股权制衡与企业绩效的关系。

2 研究假设

企业在不同生命周期阶段面临的内外部环境也不同,其股权结构表现出的特征也存在差异,而这种差异性最终导致不同生命周期阶段企业竞争力和绩效的明显差异性^[26]。股权结构作为企业治理的基础,必然也会随着企业的发展变化而呈现不同的特征。

在企业初创期,企业规模较小,企业所掌握的各种资源都比较匮乏,内部组织结构简单,管理制度尚不健全,决策程序极端简化,决策效率高。这一阶段的企业股权结构呈现为一极化和单一化,即企业所有权集中在创业者手中,股权高度集中有利于企业创立初期的迅速发展。

企业进入成长期后,企业规模迅速扩大,企业所掌握的资源越来越多,企业管理、资源配置和决策程序逐渐规范化,企业的组织结构和管理制度逐步确立。股权结构开始向多元化发展,结束了创立初期的一极化和单一化局面。同时在“学习效应”的影响下创立者会兼任企业管理者的角色。提高股权集中度,可以有效提高决策效率,降低管理和监督成本,同时对股东有很强的激励作用^[27];另一方面,在成长阶段,过多的股权制衡不仅会增加企业的管理成本,降低企业管理的决策效率和灵活性,也会影响到创业者(也是管理者)的积极性。同时,股权制衡在缺乏足够的制度约束和保障的情况下会使企业管理

陷入内部政治化斗争中,造成企业资源的浪费^[28]。

而在从成长期向成熟期过度的过程中,企业的股权结构会进一步分散化和多元化,股东数量迅速增多。同时,外部竞争环境相对稳定,企业管理转向内部资源的优化配置和利益分配格局的重构^[29]。此时,股权制衡机制开始逐步发挥其约束内部冲突和斗争、提高决策效果的作用。同时在成长阶段后期,企业在单一产品领域上的扩张已经到达极限,企业开始探索实施多元化战略,而股权结构的多元化有利于企业融资和对企业多元化经营过程的监督和指导^[30]。故提出如下假设:

H1 处于成长阶段的企业总体上股权集中度与企业绩效正相关。

H2 处于成长阶段的企业股权制衡对绩效的影响为负,但影响是逐渐减弱的。

企业进入成熟期后,各个方面都发育完善,绩效稳定,企业资源丰富;适应性与规范化程度达到了平衡;融资渠道变得多样化;股东身份多元化。治理的关键在于提高股权结构的监督作用,避免经理层的机会主义行为和资源利用效率低下等问题。这一时期,企业的股权结构呈现多极化和多元化特征,即股东数量较多、股东身份多元化,所有权与经营权成熟地剥离^[31]。股权分散不仅有效保证了企业的资金来源,而且还为广大中小股东提供了“用脚投票”的机会。在这一阶段,分散状态下相对集中并具有一定制衡度的股权结构,可使大股东之间有能力、也有动力互相限制,有利于企业在成熟阶段的维持和发展^[30]。由此提出如下假设:

H3 处于成熟阶段的企业总体上股权集中度对企业绩效影响不显著。

H4 处于成熟阶段的企业股权制衡对绩效的影响为正。

进入衰退期的企业,组织结构和管理体制僵化而缺少灵活性,组织活力减弱,相应的动态机制很弱。此时恰当的经营战略是业务重组和制度改革,寻求新的利润增长点,这需要保持较高的灵活性。因此,在衰退期,股权集中不仅能够有效降低改革压力,也可使决策权得以集中,提高决策效率^[32]。同时,在外部条件一定的情况下,股权集中能起到很好的监管作用。

由于衰退期企业面临生存危机,既有的利益分配格局将重构,外部危机将会促进内部各方利益集团的平衡和联合,各股东利益趋向一致,且各股东会自发地维护自身利益^[33],而大股东利用控制权攫取企业价值的行为出现较少^[34],因此这一阶段股权制

衡机制发挥的作用相对较小,且对企业绩效没有实质影响^[32]。由此提出如下假设:

H5 处于衰退阶段的企业总体上股权集中度与企业绩效正相关。

H6 处于衰退阶段的企业股权制衡对绩效没有影响。

3 研究设计

3.1 企业生命周期不同阶段的判别方法

首先借鉴产业经济学增长率产业分类法将上市企业所处的生命周期阶段分为成长、成熟和衰退 3 个阶段(按照我国目前证券市场的现状,处于初创期的企业不可能在 A 股主板上市,因此不存在初创期的上市企业)^[35]。这种方法的核心是:比较企业在 2 个相邻时期的增长率与相应时期所属行业的增长率。如果该企业的增长率在 2 个时期都高于行业平均增长率,则为成长企业;如果前一时期大体接近于行业平均增长率,而在后一时期大大高于行业平均增长率,则为成长企业;如果在前一时期高于行业平均增长率,而在后一时期增长率逐渐低于行业平均增长率,则为成熟企业;如果 2 个相邻时期的增长率都低于行业平均增长率的话,则为衰退企业^[35]。

正如 Miller 等^[3]所说,企业生命周期阶段划分中“一时期”具体为多长时间没有确切的结论。Anthony 等以 6 年数据为样本来研究企业生命周期阶段的划分,Jenkins 等^[36]指出生命周期阶段的判定最少需要 3 年的数据。由于企业面临复杂的外部环境,时期长度选择过短过长都不好。时期选择过短,阶段划分结果会受到外部环境变化的干扰;时期选择过长,企业有可能会跨越 2 个生命周期阶段。考虑到我国上市企业上市和退市的标准,以及“富不过三年”的奇怪现象,选择“一时期”为 3 年,用 6 年

数据为样本对企业生命周期阶段进行划分。

借鉴赵蒲等^[35]的研究方法,使用企业销售收入增长率表示企业增长率,行业增长率由其包括的上市企业的销售收入增长率平均计算所得,并将 2002~2004 年和 2005~2007 年作为相邻的 2 个时期来考察,从而将 374 家上市企业划分得出处于成长期的有 141 家,成熟期的有 110 家,衰退期的有 123 家。

3.2 变量选取及定义

(1) 企业绩效。由于中国上市企业的股票价格远远偏离其价值,Q 值不能真实反映企业的绩效,且企业资产的重置价值也难以估算。而净资产收益率这一指标易于被操纵,主营业务收益率不易被操纵,鉴于此,本文采用主营业务收益率表示企业绩效。

(2) 股权集中度。对股权集中度(OC)主要有 CR 指数、H 指数和 Z 指数 3 种衡量方法。这些指数能够在各大股东持股比例相差不大的情况下,突出股东间持股比例的差异。在本文的有效样本企业中,第一大、前十大股东所持股本占总股本比例的平均值分别为 42.55%和 58.66%。采用第一大、前十大股东持股份额占总股本的比例可以充分反映股权集中度,因而不必采用 H 指数或 Z 指数。

(3) 股权制衡。考虑到较大的持股比例是外部股东发挥制衡作用的前提,本文选取上市企业的前十大股东作为计算对象,股权制衡度的数值为该上市企业第二至第十位大股东持股比例之和与第一大、前十大股东持股比例的比值。

(4) 控制变量。企业绩效除受股权结构的影响外,还受资产规模的影响,同时不同企业运用负债的能力是不同的,财务杠杆的大小会导致企业绩效极大的差异。企业绩效还受行业和宏观经济形势的影响,因而在控制变量里加入了行业平均绩效水平和宏观经济发展状况。变量说明如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量	变量名称	符号	定义
因变量	主营业务收益率	CROA	主营业务利润/总资产
	第一大股东持股比例	A1	A1=第一大股东持股数/总股本
自变量	前十大股东持股比例	A10	A10=前十大股东持股数/总股本
	股权制衡度	Z	Z=第二至第九大股东持股数总和/第一大股东持股数
控制变量	资产规模	SIZE	总资产的自然对数
	企业成长能力	NPR	企业年净利润增长率
	财务杠杆	LEV	LEV=总负债/总资产
	宏观经济	PGDP	企业所在年份当年 PGDP 的自然对数
	行业 CROA 均值	ICROA	企业所在行业各企业的 CROA 均值
哑变量	企业生命周期阶段	LIFE	企业所处生命周期阶段

3.3 样本数据说明

本文研究样本包括 2002~2007 年在上海和深

圳证券交易所上市的所有上市企业。为保证数据有效性,筛选标准如下:

(1) 选择这一期间持续经营的上市企业为样本,使所研究的样本保持必要的持续性。

(2) 剔除样本中金融类上市企业。

(3) 剔除样本中数据遗漏、不全,或者并非在整个考察期内存续的企业。

(4) 剔除样本中经营状况异常(ST、PT)企业。

(5) 剔除样本中因为并购重组等行为改变主业或者进行较大的资产置换的企业。

(6) 剔除样本中主业行业特征不明显的企业。

(7) 剔除样本中指标出现异常值的上市企业。筛选最终得到 374 家企业的 6 年数据,共计 2 244 个样本点。样本企业的各项指标数据主要来自万得资讯系统。

3.4 研究模型

本文采用面板数据模型来研究股权集中度、股权制衡与企业绩效之间的关系。面板数据模型可以综合考虑截面和时间序列两方面包含的信息,能同时从时间和截面构成的二维空间反映变量的变化特征和规律。同时又可以通过其复杂的估计方法,克服两种数据中容易出现的异方差和序列自相关,使得估计结果更为有效。本文建立模型如下:

$$\begin{aligned} \text{CROA}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{A1}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \\ & \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{NPR}_{it} + \beta_5 \text{ICROA}_{it} + \\ & \beta_6 \text{PGDP}_{it} + \mu_i + \eta_t + \xi_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{CROA}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{A10}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \\ & \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{NPR}_{it} + \beta_5 \text{ICROA}_{it} + \\ & \beta_6 \text{PGDP}_{it} + \mu_i + \eta_t + \xi_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{CROA}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{A1}_{it} + \beta_2 \text{A1}_{it}^2 + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \\ & \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{NPR}_{it} + \beta_6 \text{ICROA}_{it} + \\ & \beta_7 \text{PGDP}_{it} + \mu_i + \eta_t + \xi_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{CROA}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{A10}_{it} + \beta_2 \text{A10}_{it}^2 + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \\ & \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{NPR}_{it} + \beta_6 \text{ICROA}_{it} + \\ & \beta_7 \text{PGDP}_{it} + \mu_i + \eta_t + \xi_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{CROA}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Z}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \\ & \beta_4 \text{NPR}_{it} + \beta_5 \text{ICROA}_{it} + \\ & \beta_6 \text{PGDP}_{it} + \mu_i + \eta_t + \xi_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{CROA}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Z}_{it} + \beta_2 \text{Z}_{it}^2 + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \\ & \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{NPR}_{it} + \beta_6 \text{ICROA}_{it} + \\ & \beta_7 \text{PGDP}_{it} + \mu_i + \eta_t + \xi_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \text{CROA}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Z}_{it} + \beta_2 \text{Z}_{it}^2 + \beta_3 \text{Z}_{it}^3 + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \\ & \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{NPR}_{it} + \beta_7 \text{ICROA}_{it} + \\ & \beta_8 \text{PGDP}_{it} + \mu_i + \eta_t + \xi_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

式中: α_0 为截距; β_j ($j = 1, 2, 3, 4, 5$) 为回归系数; μ_i

表示第 i 个企业的个体效应; η_t 表示第 t 个时期的固定效应; ξ_{it} 为随机变量,表示影响企业绩效的其他变量。其中, $i = 1, 2, \dots, N$, 表示第 i 家上市企业; $t = 1, 2, \dots, T$, 表示第 t 个时间序列观察值。 CROA_{it} 表示第 t 年第 i 个企业的 CROA, 其他变量的下标 it 意义与 CROA_{it} 相同。

模型(1)和(2)是检验企业绩效与股权集中度之间的线性关系;模型(3)和(4)是检验企业绩效与股权集中度之间的二次曲线关系;模型(5)到(7)是检验企业绩效与股权制衡之间的线性和曲线关系。

4 实证结果及分析

4.1 描述性统计分析

由表 2 可以看出,企业生命周期不同阶段股权集中度、股权制衡和企业绩效存在差异。企业绩效随着企业发展阶段而变小,从第一大股东持股比例和前十大股东持股比例均值或中位数来看,股权集中度在成长期都高于成熟期和衰退期,而从中位数上看股权制衡在成熟期为 0.42,而高于成长期的 0.24 和衰退期的 0.33,这与本文的理论分析具有一致性。同时可以看出,第一大股东在各生命周期阶段都具有较高的持股比例,三阶段的均值分别为 44.63%、41.12%和 41.91%,而前十大股东各阶段持股比例均值为 59.71%、58.67%和 57.60%。可见,中国的上市企业表现为第一大股东持股比例远远高于外部股东持股比例,即中国上市企业的股权制衡程度总体上看是比较弱的。这从企业生命周期不同阶段的 Z 值也可看出。

表 2 生命周期不同阶段股权集中度、股权制衡与企业绩效的描述性统计

阶段		CROA	A1/%	A10/%	Z
成长期	均值	6.55	44.63	59.71	0.50
	中位数	5.64	45.41	61.10	0.27
	标准差	6.06	16.94	13.43	0.58
成熟期	均值	5.25	41.12	58.67	0.61
	中位数	4.69	40.00	60.46	0.42
	标准差	5.43	16.01	13.19	0.62
衰退期	均值	4.14	41.91	57.60	0.52
	中位数	3.79	39.37	60.07	0.33
	标准差	4.67	16.27	14.51	0.55

生命周期不同阶段之间股权集中、股权制衡差异的 F 检验结果如表 3 所示。从股权集中度来看,成长期的股权集中度与成熟期和衰退期有着非常显著的差异;而从股权制衡来看,成熟期的股权制衡与成长期和衰退期有着显著的差异。

表 3 企业生命周期不同阶段 F 检验结果

	成长期	成熟期	衰退期
成长期	—	10.832***	0.298
成熟期	16.719***	—	7.656***
衰退期	10.500***	0.848	—

注:上、下对角线分别代表不同阶段 Z、A1 值两两比较的 F 检验结果

4.2 回归结果及分析

本文计算出各自变量间的相关系数,其中仅 SIZE 和 LEV 的相关系数达到最高的 0.33,因而自

变量之间不存在明显的多重共线性。然后采用面板数据对预先设定的模型进行估计。

4.2.1 股权集中度与企业绩效 由表 4 可以看出,整体性检验 F 值都已通过检验,调整后的 R^2 最低值为 55%,说明回归方程的拟合效果好。由表 4 最后两列回归系数显著性可以看出,股权集中度对企业业绩的影响总体来看是正向的,然而,不同生命周期阶段的子样本检验结果却存在差异,股权集中度在企业成长和衰退阶段与企业绩效具有显著的正向线性关系,而在成熟阶段影响不显著。

表 4 股权集中与企业绩效线性回归结果

变量	成长期		成熟期		衰退期		全周期	
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
CONS	-72.683*** (-7.718)	-63.499*** (-7.203)	25.926* (1.714)	19.954 (1.365)	-34.040** (-2.082)	-36.79** (-2.320)	-43.08*** (-6.040)	-42.886*** (-6.332)
A1	6.625** (2.533)		0.144 (0.043)		5.530** (2.085)		0.04** (2.500)	
A10		1.666 (0.714)		3.658 (1.469)		7.757*** (3.494)		0.051*** (3.662)
SIZE	2.701** (2.133)	2.634** (2.045)	1.149 (0.579)	0.930 (0.468)	5.168*** (2.722)	4.595** (2.431)	5.286*** (5.899)	4.850*** (5.368)
LEV	-10.891*** (-6.040)	-10.810*** (-5.964)	-5.459** (-2.400)	-5.388** (-2.376)	-10.346*** (-5.154)	-9.989*** (-5.012)	-8.342*** (-7.027)	-8.129*** (-6.859)
NPR	0.002*** (5.151)	0.002*** (8.639)	0.002*** (6.107)	0.002*** (6.123)	0.001*** (8.586)	0.001*** (6.790)	0.002*** (12.961)	0.002*** (12.973)
ICROA	0.815*** (5.151)	0.807*** (5.082)	0.993*** (4.962)	1.000*** (5.050)	0.873*** (6.547)	-1.563 (-1.117)	0.917*** (9.506)	0.911*** (9.510)
PGDP	12.266*** (6.579)	10.701*** (5.793)	-7.946*** (-3.820)	-6.572*** (-3.222)	-2.903** (-2.107)	-1.563 (-1.117)	-0.870 (-0.845)	-0.255*** (-0.249)
Adj R^2	0.683	0.680	0.550	0.551	0.649	0.653	0.621	0.623
F-TEST	13.462***	13.309***	7.985***	8.035***	11.647***	11.857***	10.703***	10.762***
OBS	846	846	660	660	738	738	2244	2244

注:括号内为 T 检验值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著;根据 F 检验值和 Hausman 检验值对样本数据进行模型选择。下表皆同

由表 4 中 A1 的回归系数显著性来看,在企业成长和衰退阶段 A1 与企业绩效在 5% 的显著性水平下正相关,支持了假设 H1 和 H5;而在成熟阶段 A1 的回归系数不显著,支持了假设 H3。同时从 A10 的回归系数上来看,在成熟阶段, A10 对企业绩效影响不显著,支持假设 H3;而在衰退阶段 A10 与企业绩效在 1% 的显著性水平下正相关,与假设 H5 相一致。而在成长阶段 A1 系数为正且显著,而 A10 的系数为正,但不显著,这与成长阶段“一股独大”的股权模式有关,与本文的理论分析相一致。

上述结果还可看出,财务杠杆与企业绩效在企业生命周期各阶段显著负相关;企业规模与企业绩

效在企业成长和衰退阶段显著正相关,在成熟阶段影响不显著;市场因素、行业因素和经济形势都会对企业绩效产生影响。由于控制变量不是讨论的重点,本文不再详述。

为检验股权集中度与企业绩效之间是否存在二次曲线关系,对模型(3)和(4)进行估计,结果如表 5 所示。由表 5 可看出, $A1^2$ 、 $A10^2$ 的回归系数在企业生命周期的任一阶段都不显著,这说明,股权集中度与企业绩效之间不存在二次曲线关系。以往研究认为股权集中度与企业绩效之间存在 U 型或倒 U 型关系,主要是未注意到企业发展阶段的影响。如果不考虑生命周期阶段的影响而将所有样本不作区分

表 5 股权集中度与企业经营绩效曲线回归结果

变量	成长期		成熟期		衰退期	
	模型(3)	模型(4)	模型(3)	模型(4)	模型(3)	模型(4)
CONS	-74.175*** (-7.836)	-60.010*** (-6.549)	26.29* (1.733)	16.626 (1.119)	-35.206** (-2.147)	-37.517** (-2.365)
A1	17.740** (2.199)		-2.827 (-0.299)		-0.873 (-0.117)	
A1 ²	-12.078 (-1.456)		3.539 (0.336)		7.452 (0.921)	
A10		-11.748 (-1.177)		16.605 (1.511)		-1.478 (-0.178)
A10 ²		11.765 (1.382)		-12.108 (-1.210)		8.918 (1.155)
Adj R ²	0.683	0.681	0.549	0.551	0.649	0.654
F-TEST	13.406***	13.249***	7.904***	7.985***	11.561***	11.78***
OBS	846	846	660	660	738	738

注:限于篇幅,这里省略了控制变量结果的汇报,下同

地进行实证分析,那么就会在股权集中度较高区域呈现正相关,在集中度较低区域呈现负相关,从而整体上表现为 U 型关系。而倒 U 型关系认为存在一个最优的股权集中度,笔者不赞同该观点,企业股权结构受到诸多因素的影响,在不同影响因素下同样

的企业股权结构对企业绩效的影响必然不同,并随着企业沿着生命周期轨迹运行,必然在不同阶段具有不同内外部环境,因而股权结构应表现出多样化状态。

表 6 股权制衡度与企业经营绩效回归结果

变量	成长期			成熟期			衰退期		
	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(5)	模型(6)	模型(7)
CONS	-67.086*** (-7.960)	-67.200*** (-7.974)	-64.531*** (-7.546)	27.467* (1.962)	27.872** (1.988)	27.698** (1.969)	-21.833 (-1.408)	-21.736 (-1.401)	-20.507 (-1.321)
Z	-2.013*** (-3.544)	-0.845 (-0.724)	1.8667 (0.964)	1.007* (1.733)	1.798 (1.243)	2.218 (0.828)	0.700 (1.222)	1.279 (1.047)	3.423* (1.784)
Z ²		-0.480 (-0.724)	-3.354** (-1.982)		-0.324 (-0.597)	-0.750 (-0.319)		-0.314 (-0.536)	-3.279 (-1.540)
Z ³			0.686* (1.753)			0.109 (0.186)			0.951 (1.449)
Adj R ²	0.686	0.686	0.687	0.552	0.551	0.550	0.647	0.647	0.648
F-TEST	13.621***	13.542***	13.512	8.055***	7.980***	7.897***	11.571***	11.470***	11.418***
OBS	846	846	846	660	660	660	738	738	738

4.2.2 股权制衡与企业绩效 由表 6 可以看出,整体性检验 F 值都已通过检验,调整后的 R² 最低值为 55%,说明回归方程的拟合效果好。

首先看模型(5)的回归结果。由表 6 中股权制衡 Z 的回归系数显著性来看,在企业成长阶段股权制衡与企业绩效在 1% 的显著性水平下负相关,说明成长阶段股权制衡反而会对企业绩效产生负面影响,这很好地支持了假设 H2 的前半部分;而在成熟

阶段股权制衡与企业绩效在 10% 的显著性水平下正相关,这说明,在企业成熟阶段随着股东身份多元化,一定制衡度的股权结构提高股权结构的监督作用,避免经理层的机会主义行为和企业内部各种资源利用效率低下等问题,适应于成熟企业维持发展,支持了假设 H4;在企业衰退阶段股权制衡对企业绩效的影响不显著,支持了假设 H6。

股权制衡与企业绩效之间的曲线关系表明,在

企业生命周期的任何阶段股权结构与企业经营绩效之间的二次曲线关系均不显著。而在三次曲线拟合上,只在企业成长阶段股权制衡与企业经营绩效于 10% 的显著性水平下呈弱正相关,而在其他生命周期阶段股权制衡对企业经营绩效的影响不显著。在企业成长阶段三次函数曲线的驻点 Z 值为 0.307 和 2.953,而由表 2 知,我国上市企业成长阶段股权制衡均值为 0.5,介于 0.307 和 2.953 之间,因而随着企业的发展股权制衡的负面影响在这个阶段是逐渐减弱的,这就很好地支持了假设 H2。

4.3 稳健性检验

首先,用 ROA 代替 CROA 作为绩效衡量指标,重新对股权集中度、股权制衡与企业绩效进行回归分析,得出的结果与前面类似。然后,删除了一些处于产业衰退期的企业,得出的结论也具有一致性。最后,分年度回归分析的结果也具有一致性。限于篇幅,这部分内容没有列出。

模型中,解释变量与被解释变量为同一时期。为了减轻变量的内生性问题,本文还对解释变量作了滞后一期的处理,得出的结论也与之完全相同。

5 结 论

本文从企业生命周期的视角出发,利用上市企业 2002~2007 年的面板数据,研究了不同生命周期阶段股权集中度和股权制衡对企业绩效的影响,所得结论如下:

(1) 在企业生命周期成长阶段第一大股东持股比例与企业绩效在 5% 的显著性水平下正相关,而前十大股东持股比例对企业绩效影响为正但不显著;同时股权制衡对企业绩效的影响为负。这表明,处于成长阶段的企业“一股独大”股权模式可以提高决策效率和具有更强的激励作用,从而有利于企业绩效的提高。企业成长阶段过多的股权制衡会导致内部斗争消耗,不利于企业绩效提高,但随着企业管理转向内部规范化管理和利益分配,股权制衡逐渐发挥作用。

(2) 处于成熟阶段的企业,无论是第一大股东持股比例还是前十大股东持股比例,对企业绩效的影响都不显著,这说明,在企业成熟阶段股权集中度对企业绩效影响不显著。而该阶段股权集中度与企业绩效在 10% 的显著性水平下正相关,这说明,在企业成熟阶段随着管理和决策的规范化,外部环境稳定,股权集中的作用不再显著。股东身份多元化,内部利益分配和协调会达到平衡,股权制衡机制发挥监督作用,避免经理层的机会主义行为和资源利

用效率低下等问题,适应于成熟企业维持和发展。但当前我国上市企业第一大股东持股比例依然很高,因而降低股权集中度,积极推进股票全流通,加快股权分置改革成为成长期企业完善企业治理结构的关键。

(3) 处于衰退阶段的企业,第一大股东持股比例与企业绩效在 5% 的显著性水平下正相关,前十大股东持股比例与企业绩效在 1% 的显著性水平下正相关,而股权制衡对企业绩效影响不显著。这说明,衰退阶段的企业股权集中能够有效对管理层进行监督和指导,并具有较强的激励作用,有利于企业内部改革和业务重组,提高企业绩效。同时,寻求外部市场机会逐渐取代内部利益冲突和矛盾成为企业管理的重心,股权制衡对企业绩效影响不显著。

(4) 实证研究也表明,股权集中度与企业绩效无显著的 U 型或倒 U 型关系,正是由于未考虑到企业发展阶段的不同,以往相关结论具有多样化,甚至得出完全相反的结论。同时,股权制衡与企业绩效也不存在二次、三次曲线关系,一次回归结果也只是在企业成长阶段在 10% 显著性下具有正向促进作用。这与同济大学一上交所联合课题组的研究结果有所不同。即整体看来由于现阶段中国上市企业中第一大股东持股比例相当高,使得其他大股东无法对其行为起到应有的监督和约束作用。

参考文献:

- [1] 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(2):64-74.
- [2] 曹裕,陈晓红,马跃如. 基于企业生命周期的智力资本与企业绩效关系[J]. 系统工程理论与实践,2010,30(4):577-586.
- [3] Miller D, Friesen P. A longitudinal study of the corporate life cycle[J]. Management Science, 1984, 30(10):1161-1183.
- [4] 爱迪斯. 企业生命周期[M]. 赵睿,等译. 北京:中国社会科学出版社,1997.
- [5] 吴际,石春生,刘明霞. 基于企业生命周期的组织创新要素与技术创新要素协同模式研究[J]. 管理工程学报,2011,25(4):129-135.
- [6] Liang C J, Lin Y L, Huang T T. Does multi-dimensional ownership structure matter in firm performance? a dynamic firm's life cycle perspective [J]. International Journal of Business & Finance Research (IJBFR), 2011, 5(2), 1-19.
- [7] Lumpkin G T, Dessb G G. Linking two dimensions of entrepreneurial orientation to firm performance: The moderating role of environment and industry life

- cycle[J]. *Journal of Business Venturing*, 2001, 16(5):429-451.
- [8] 梁莱歆,金杨,赵娜. 基于企业生命周期的 R&D 投入与企业绩效关系研究[J]. *科学学与科学技术管理*, 2010, 31(12):11-17.
- [9] Maug E. Ownership structure and the life-cycle of the firm: A theory of the decision to go public[J]. *European Finance Review*; 2001, 5(3):167-200.
- [10] 佟岩,陈莎莎. 生命周期视角下的股权制衡与企业价值[J]. *南开管理评论*, 2010, 13(1):108-115.
- [11] Durnev A, Kim E. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation[J]. *Journal of Finance*, 2005, 60:1461-1493.
- [12] La Porta R, Lopezde-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54:471-517.
- [13] 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, 41(1):90-100.
- [14] 安烨,钟廷勇. 股权集中度、股权制衡与公司绩效关联性研究:基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. *东北师大学报:哲学社会科学版*, 2011(6):46-52.
- [15] 吴斌,黄明峰. 股权集中度与风险投资企业绩效相关性研究:来自深市中小板市场的经验证据[J]. 2011, 28(18):80-85.
- [16] 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(1):77-84.
- [17] 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(2):81-90.
- [18] 陈德萍,陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究:2007~2009 年中小企业板块的实证检验[J]. *会计研究*, 2011(1):38-43.
- [19] Holderiness C, Sheehan D. The role of majority shareholders in publicly held corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 198, 20:317-346.
- [20] Lehman E, Weigand J. Does the governed corporation perform better? [J]. *European Finance Review*, 2000, 4(2):157-195.
- [21] Volpin P. Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 64(1):61-90.
- [22] Benjamin M, Pajuste A. Multiple large share holders and firm value[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2005, 29(7):1813-1834.
- [23] Zeitun R. Ownership structure, corporate performance and failure: Evidence from emerging market; panel data analysis[C]//21st Australasian Finance and Banking Conference, 2008 Paper, 2008.
- [24] 张光荣,曾勇. 股权制衡可以改善公司治理吗:基于公平与效率视角的实证检验[J]. *系统工程*, 2008, 26(8):71-79.
- [25] 朱红军,汪辉. 股权制衡”可以改善公司治理吗? [J]. *管理世界*, 2004(10):114-123.
- [26] 陈晓红,曹裕,马跃如. 基于外部环境视角下的我国中小企业生命周期:以深圳等五城市为样本的实证研究[J]. *系统工程理论与实践*, 2009, 29(1):64-72.
- [27] Driffield N, Mahambare N V, Sarmistha P. How does ownership structure affect capital structure and firm performance? recent evidence from east asia[J]. *Economics and Finance Discussion Paper*, 2006(8):6-23.
- [28] Chen Zhilan, Cheung T Yan-Leung, Stouraitis A, et al. Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005, 13, 431-449.
- [29] 邓辉. 我国上市公司股权集中模式下的股权制衡问题:兼议大小非解禁带来的股权结构转型契机[J]. *中国法学*, 2008, 6:145-154.
- [30] Mahmut Y, Catherine J, Morrison P. Firm performance and foreign direct investment: Evidence from transition economies [J]. *Economics Bulletin*, 2007, 15(21), 1-11.
- [31] 黄渝祥,孙艳,邵颖红,等. 股权制衡与公司治理研究[J]. *同济大学学报*, 2003(9):1102-1106.
- [32] Mandaci P E, Gumus G K. Ownership concentration, managerial ownership and firm performance: Evidence from turkey [J]. *South East European (SEE) Journal of Economics and Business*, 2010(5):57-66.
- [33] Ali B. Ownership structure and financial performance; An ISE case[J]. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2010, 2(2), 11-20.
- [34] Tanrioven C, Aksoy E E. The partnership concentration on the companies operating in istanbul stock exchange and the effects on the firms performance [J]. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2010, 46, 216-231.
- [35] 赵蒲,孙爱英. 资本结构与产业生命周期:基于中国上市公司的实证研究[J]. *管理工程学报*, 2005, 19(3):42-26.
- [36] Jenkins D S, Kane G D, Velury U. The impact of the corporate lifecycle on the valuerellevance of disaggregated earnings component [J]. *Review of Accounting & Finance*, 2004(3):5-20.