

股权结构与公司绩效： 基于动态内生性视角的经验证据*

周翼翔

(浙江树人大学管理学院,浙江 杭州 310015)

内容提要:在股权结构与公司绩效关系的研究中,已有文献大都先验地把股权结构作为外生变量来处理,并认为二者之间是一种静态关系。本文以1999~2008年间沪、深两市509家上市公司为研究对象,在动态面板数据模型中控制住内生性问题的影响后发现:(1)在静态分析框架下,第一大股东持股与绩效之间是相互影响的,但管理层持股与绩效之间无任何显著性关联;(2)在动态分析框架下,股权结构与绩效之间存在跨期动态作用的可能,不过证据比较微弱,它受绩效变量的影响。以上结论具有一定的政策含义。

关键词:股权结构;公司绩效;内生性

中图分类号:F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2012)01—0071—12

一、引言

关于股权结构与公司绩效关系的研究,最早可以追溯到Berle & Means(1932),在其经典著作《现代公司与私有财产》中,他们认为现代公司最显著的特点是所有权与经营权相分离,为了缓解因两权分离所带来的效率损失,委托人必须对代理人实施监督和激励,此时公司股权结构的配置就是一种重要的手段,因为它可能会对公司绩效产生一定的影响,这是股权结构和公司绩效关系研究的雏形,但Berle & Means对股权结构怎样影响绩效的研究并不深入。后来,股东结构理论的奠基者Jensen & Meckling(1976)进一步将股东划分为内部股东和外部股东两类,认为提高对企业有控制权的内部股东比例,能有效地产生管理激励,降低代理成本,从而可提高公司绩效。现在看来,Jensen & Meckling所做的研究虽不能说很完美,不过作为开拓者,与Berle & Means一样,他们的成果为近年来大量的实证研究提供着重要的理

论指导和实证依据。

在研究中,由于基于的视角及研究方法的差异,各研究者所得出的结论也是大相径庭。究其原因,除了研究者所采用的业绩衡量指标不尽一致外,现有的关于股权结构与公司业绩关系的研究往往视股权结构为外生变量,但HHP(1999)和Demsetz & Villalonga(2001)等的研究显示,股权结构是内生的,早期研究者把管理层股权作为一个独立的外生变量来检验其对公司绩效的影响得到的结果是令人质疑的,若回避股权结构的形成原因,则难以认清股权结构与公司业绩之间关系。故HHP认为,经营者股权与企业绩效是由企业契约环境内生决定的,忽视管理层股权的内生性问题,必然会导致研究结果产生偏差。另外,越来越多的研究显示,股权结构对公司绩效的影响,不仅是静态的,而且还是动态的(Fahlenbrach & Stulz, 2009)。本文以此为背景,拟对我国上市公司的股权结构与公司绩效之间可能存在的动态内生性关系进行考察。

收稿日期:2011-10-08

* 基金项目:国家自然科学基金项目“基于利益相关者理论的企业经营绩效综合评价体系研究”(70472076);国家自然科学基金项目“工业水污染对农村发展的影响及利益补偿机制研究”(70903060);教育部人文社会科学基金项目“基于CSP框架的控制权私人收益的形成机制及其治理机制研究”(10YJA630053)。

作者简介:(1976-),男,安徽枞阳人。讲师,管理学博士后,研究方向为公司治理。E-mail: wxyzyx@163.com。

二、股权动态内生性的理论假说与来源

在现代企业中,所有权和控制权的分离会导致股东和经理之间的利益发生冲突,解决此问题的一种有效方式是通过对公司及相关股东进行合适的契约安排,同时让股东拥有剩余索取权,这可使其其他投资者的利益得到保护(Shleifer & Vishny, 1997)。对于一个不完美的市场和不完全契约来说,由于企业施加影响和控制的基础是股权结构,为确保财务绩效更加有效,股权结构就需要根据代理成本问题来决定。另外,在一个股东广泛分散的公司中,怎样控制住占主导地位的经理和董事的行为是股东面临的一个重要挑战,而对于少数控股股东占主导地位的公司而言,公司治理中迫切需要解决的问题是如何阻止少数股东损害大多数股东的利益。为了降低代理成本,实现公司利润最大化,股权结构与债务结构、董事会结构、以激励为基础的补偿方式、红利分配以及外部监督一样被认为是核心治理机制之一,这便是股权结构外生性假说的理论基础(Farooque等2007)。

股权外生性假说虽然长期占据着公司治理的研究,并被学者们广泛接受,但陈信元等(2004)认为,这种假说在实践中很难成立,因为若公司价值受到不同股权水平的影响,那么在有效市场中,价值较低的公司将会自动被市场所淘汰,最终整个市场中只存在着单一最优的股权结构。然而,现实中差异显著的股权结构仍然存在,这对股权外生性假说形成了挑战,必须要有新的理论对此进行解释,这就产生了股权内生性假说。该假说认为,经营者股权水平为内生而并非是通常所认为的是独立外生变量,它是一系列微观和宏观因素共同作用的均衡结果,如行业、规模、治理结构以及政治、文化、法律等都会对其产生影响。由于所处环境存在差异,每个企业将会根据所处环境的具体情况在股权结构和公司绩效最大化之间进行选择,这就导致了不同企业间股权结构的显著差异,从而在理论上理顺了外生性假说所留下的缺陷。但内生性假设并非完美无缺,它在研究股权结构与公司绩效关系时很少会考虑二者之间跨期影响的可能性,而实践中,政策的制定、实施以及绩效的显现存在着显著差异的滞后效应,有些因素影响会长一些,而有些因素影响则要短一些。这正如Fahlenbrach & Stulz

(2009)所解释的那样,完美市场和不完备市场股权结构与绩效之间的作用机制并非是一样的。在一个完美市场中,信息是完全和对称的,投资者获取信息的过程也是完全和对称的,故他们会及时、全面地掌握当期股权结构的变化情况,并会据此灵活地调整各自的行动,即股权与绩效之间的作用过程是瞬时就可以完成的,股权的变动对当期绩效的作用效果很少在下期才得到显现。但在一个不完备市场中,信息的分布是不对称的,投资者获取信息也存在着时滞,加上有些信息可能在年终才会得到披露,故股权结构的变化有可能只被投资者部分了解,这样做决策时就存在着时差。作为最直接的后果,当期股权结构的变化除了对当期绩效造成影响外,还有可能影响到下期甚至下下期的绩效,其长短与投资者掌握信息的程度有关。与理想状况不同的是,现实中我们更多面对的是不完备市场,在这种情况下,股权结构和绩效的跨时段影响就不可避免,即股权结构的影响具有动态性。以前不做动态的研究实际上预先假设了市场是完美的,这与实际情况并非相符。Wintoki等(2010)把这种治理机制与绩效之间的跨期影响称之为“动态内生性”,认为在实证中若不加考虑,实际上就是假设前期绩效对当期绩效和当期治理结构没有影响,理论和实践都表明,这是一个不合理的假设。

对于内生性的来源,Chi(2005)和Zhang(2008)认为,是由联立性及外生因素两种原因导致的。对于前一种情况,如图1(a)所示,此时公司绩效与股权结构之间互为因果关系,二者之间相互作用、相互影响。至于后一种情况,由图1(b)可以看出,股权结构与公司绩效共同受到企业契约环境中外生因素影响,这些外生因素有些是可观测,有些则是不可观测的,在这种情况下,股权结构对公司绩效的影响被认为是伪相关。举例来说,诸如公司文化、管理者道德准则等可观察和不可观察的因素,既可能影响股权结构,也可能影响公司绩效。在实证中如果遗漏了这些变量,极有可能得出股权结构影响公司绩效的有偏结论,而它实际上是由股权结构和遗漏变量之间存在关联造成的。为了避免这种情况的发生,Wooldridge(2009)建议使用工具变量法(对应的回归方法可采用2SLS或GMM)。需要指出的是,除了联立性和异质性外,Wintoki等

(2010) 实证后还认为动态作用的存在也是产生内生性的第三种情况。纠正这种偏误的有效方法, Wintoki 等(2010) 认为要使用面板数据固定效应模型, 因为它可以极大地缓解由于遗漏变量的存在而导致的内生性问题。

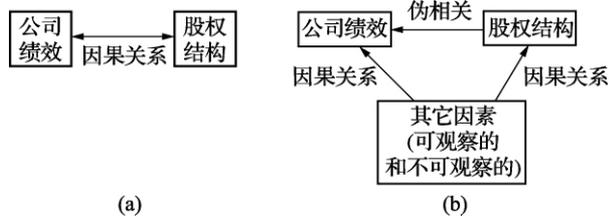


图1 股权结构内生的两种情况

资料来源: Chi, J. X. Understanding the Endogeneity between Firm Value and Shareholder Rights [J]. Financial Management, 2005, 34 (4): 65 - 76.

三、研究设计

1、研究假设的提出

股权结构的内生性问题最早由 Demsetz (1983) 提出, 他认为, 公司的股权结构反映了股东对公司的影响, 不论是分散的还是集中的股权结构, 实际上都是股东自主选择的结果, 都应当受到股东利益最大化的影响, 股权结构与公司绩效之间不应该存在一种固定的关系。相反, 股东(或内部人) 会根据对自身成本和收益的考虑来确定最佳的持股比例, 公司最终的股权结构必然是公司为达到均衡, 通过比较不同成本、权衡利弊而进行理性选择的均衡结果, 因此, 股权结构是一个内生变量。

既然股权结构是内生的, 并由公司绩效决定, 那么在研究二者之间关系时, 内生性问题必须要做考虑, 否则有可能得出错误的结论。按此逻辑, 继 Demsetz 之后, 许多学者开始重视起这个问题并进行了一定程度的探讨。归纳起来, 国外学者在内生性的分析框架下研究股权结构与公司绩效关系时提出三种可能: 一是无关论。认为股权结构与绩效没有联系 (Cheung & Wei 2006; Omran & Fatheldin, 2008); 二是逆向因果关系。即公司绩效决定了股权结构, 而不是股权结构作用于公司绩效 (Demsetz & Villalonga 2001; Wintoki 等 2010); 三是股权结构与公司绩效相互影响 (Kapopoulos & Lazaretou, 2007; Perrini, Rossi & Rovetta, 2007)。国内学者在

对中国上市公司的研究中, 基本上支持后两种观点, 如张宗益和宋增基 (2003) 借鉴 Demsetz & Villalonga (2001) 的研究方法, 发现股权结构与公司经理层持股比例并不影响公司绩效, 而是一种反向作用关系, 股权结构是内生变量; 王华和黄之骏 (2006) 则发现, 管理层持股与公司绩效在内生性分析框架下是相互影响的。持类似观点的还有沈芝峰和江伟 (2007)、骆振心和杜亚斌 (2008) 等。基于此, 本文提出如下假设:

假设 1: 在内生性分析框架下, 股权结构要么与绩效无关, 要么受到公司绩效的影响或者与公司绩效相互影响。

目前基于内生性视角研究股权结构和公司绩效关系的文献正在不断增多, 但大部分文献所做的是静态研究, 认为二者只在同期产生影响, 这是有违事实的, 因为滞后效应的存在, 当期的公司绩效可能会受到上期股权结构的影响。同时, 由于市场预期的作用, 未来的公司绩效也可能对未来的股权结构产生影响 (Thomsen 等 2006)。类似地, 上期的和预期的公司绩效也会造成当期的股权结构发生变化, 这就导致了股权结构与绩效关系的动态 (先导期——滞后期) 关联 (Hu & Izumida 2008)。丁平 (2008) 亦认为, 以往的许多实证分析中, 一般都是采用公司的财务指标或者对财务指标进行修正, 比如用托宾 Q、ROA、ROE、VAL、RSE、ROS 等来代替公司绩效, 这些指标都有一个特点, 即定期性 (月度、季度或年度) 公布, 尤其是针对上市公司的这些指标。这种定期公布的指标不能体现公司即时的运营状况, 具有一定的滞后性, 它反映的是过去一段时间的平均运营状况。

在实证研究方面, Lehn 等 (2007) 以 GIM (2003) 和 BCF (2004) 指数为基础, 采用美国 IRRC (Investor Responsibility Research Center) 的调查数据, 得到了三个结论: (1) 上世纪 80 年代早期的公司绩效和 90 年代公司绩效是高度相关的; (2) 1980 ~ 1985 年间的绩效与 90 年代的 GIM 和 BCF 指数有显著关系, 但在控制 1980 ~ 1985 年绩效的影响后, 90 年代当期的绩效与治理指数显著性相关消失, 这表明, 公司绩效影响治理指数, 而不是相反; (3) 作者选取 1990 ~ 1999 这个时段, 用三期滞后 (即以以前的绩效是否影响到当期的治理指数) 和三期先导 (即以以后的绩效是否影响当期的治理指数) 的绩效

值对公司治理指数进行回归,发现 GIM 和 BCF 指数与滞后的绩效显著负相关,但与先导的绩效无显著性关联。

Lehn 等人的研究表明了治理指数与绩效之间确实存在着动态内生的关联,受其启发,Bhagat & Bolton(2008)在考虑公司治理、绩效、资本结构和股权结构内生性的情况下检验了公司治理与绩效之间关系,发现由 GIM 和 BCF 指数表示的董事股权结构与当期以及随后的经营绩效显著正相关。特别地,当 G 指数增加 1% 时,它会引起当期绩效变化 0.854%,下一期经营绩效变化 0.763%,下两期经营绩效变化 0.287%。尽管作者并没有检验当期的绩效是否对本期或后期的股权结构产生影响,不过这足以说明,股权结构对绩效的影响至少是部分动态内生的。另外,Hu & Izumida(2008)为了检验股权集中度和公司绩效之间的动态因果关联,以日本 1980~2005 年间 666 个制造业上市公司为样本,共采集了 12597 个观察数据。与 Bhagat & Bolton 的研究结论类似,他们发现,股权集中度变化导致了当期和下期公司绩效的变化;Fahlenbrach & Stulz(2009)基于信息不对称理论,亦证实上期的股权结构会对本期绩效产生影响。根据以上文献,本文提出如下假设:

假设 2: 在动态内生性的分析框架中,股权结构与绩效之间存在跨期影响。

2、变量定义

(1) 股权结构。本文用股权集中度(MH)和管理层持股比例(CR1)两个指标来表示股权结构。前者用第一大股东持股比例来衡量,后者的管理层包括董事会成员、监事会成员、董事会秘书以及经理层。

(2) 公司绩效。本文的公司绩效既用由 ROA 和 ROE 代表的会计指标,又用托宾 Q 来衡量的市场价值指标。

(3) 第一大股东性质(TOP1)。本文控制了第一大股东的性质,第一大股东为国有股取 1,非国有股取 0。

(4) 企业成长性(GROWTH)。借鉴 Cui & Mak(2002)的变量定义,本文用企业总资产增长率表示企业成长性。

(5) 公司规模(LNA)。本文以公司年末总资产的自然对数值作为公司规模的衡量指标。

(6) 企业风险(SE)。借鉴 Cui & Mak(2002)的变量定义,本文用不考虑现金红利投资的月个股回报率的标准差表示企业风险。

(7) 资产负债率(DBR)。本文采用负债总额除以年末总资产的比值来度量公司的财务杠杆。

(8) 研发投入(RD)。根据 Demsetz & Villalonga(2001)的研究,广告、研发方面的开支都属于公司无形资产的投入,它们都会对公司绩效产生影响,尤其是当绩效用托宾 Q 表示时更为明显。不过,由于缺少相关数据,本文只能用无形资产与总资产的比值来替代。

3、数据来源

本文选取 1999~2008 年间沪、深两市上市公司为样本,数据主要来源于深圳国泰安信息技术有限公司(GTA)中国上市公司数据库和 CCER 数据库。在筛选样本时,本文按以下标准进行:(1)剔除被 ST、*ST 和 PT 处理的公司;(2)剔除资料不可获得、无法判断股权结构和财务数据不全的公司;(3)剔除同时发行 H 股和 B 股的上市公司;(4)考虑到金融行业的特殊性,剔除金融类和包含有金融类经营单元的上市公司。最终的样本包括 509 家样本公司的 10 年平衡 Panel Data,共 5090 个有效样本观测点。

4、实证模型的设定

根据研究目的,本文设定如下实证模型:

$$y_{it} = \alpha_1 + \sum_s \kappa_s y_{it-s} + \beta_1 x_{it} + \beta_2 x_{it-1} + \gamma z_{1it} + \varepsilon_{it} \dots \quad s \geq 1$$

$$x_{it} = \alpha_2 + \sum_p \lambda_p x_{it-p} + \varphi_1 y_{it} + \varphi_2 y_{it-1} + \pi z_{2it} + \xi_{it} \dots \quad p \geq 1$$

其中 y_{it} 、 x_{it} 分别表示公司绩效和股权结构; z_{1it} 代表的是绩效的控制变量,包括公司规模、资产负债率、企业风险、第一大股东性质、研发投入和年度、行业等虚拟变量; z_{2it} 代表的是股权结构的控制变量,包括公司规模、资产负债率、企业成长性、企业风险、第一大股东性质和年度虚拟变量。当验证假设 1 时,本文分内生和动态内生性两种情况。对于前者,令 $\kappa_s = \lambda_p = 0$ 且 $\beta_2 = \varphi_2 = 0$;对于后者,只取 $\beta_2 = \varphi_2 = 0$;在验证假设 2 时,令 $\kappa_s = \lambda_p = 0$ 。

四、实证结果分析

1、滞后期长度的确定

在动态内生性的研究中,首先需要确定一个合理的滞后期。因为太长的滞后期会排除一些历史不长的公司,导致自由度损失和样本规模减少的后果,太短了又可能造成选择性样本偏差,从而不能有效捕获系统的动态性,因此,需要在滞后期数、样本规模以及有效偏差之间保持一个合理的平衡(Hu

& Izumida 2008; Wintoki 等 2010)。绩效和股权结构滞后期的确定结果如表1所示。本文借鉴的是Wintoki 等(2010)的方法确定滞后期,由表1可知,无论是股权结构还是绩效,取两期滞后就可足够捕获过去绩效和股权结构对当期绩效和股权结构造成的影响。

表1 绩效与股权结构滞后期的确定

	ROA	ROA	CR1	CR1	MH	MH
G(-1)	0.2978*** (15.11)		0.8816*** (51.87)		0.9276*** (19.79)	
G(-2)	0.2203*** (10.20)		-0.0213 (-0.97)		0.0424 (0.54)	
G(-3)	0.0222 (1.03)	0.1511*** (6.83)	0.0302 (1.21)	0.6822*** (19.09)	-0.0303 (-0.76)	0.3840** (2.35)
G(-4)	0.0109 (0.50)	0.0531** (2.29)	0.0212 (1.06)	0.0978*** (2.79)	-0.0053 (-0.31)	0.0275 (0.78)
LNA	0.0062*** (5.98)	0.0123*** (11.58)	0.0028** (1.97)	0.0069*** (2.92)	1.09E-05 (0.29)	0.0001 (1.38)
DBR	-0.0645*** (-11.69)	-0.0985*** (-17.40)	-0.0190*** (-3.03)	-0.0414*** (-4.59)	0.0001 (0.81)	0.0001 (0.80)
SE	0.0404*** (3.42)	0.0405*** (3.20)	-0.0193 (-1.22)	-0.2347*** (-8.78)	0.0001 (0.56)	0.0011** (2.06)
TOPI	0.0049** (2.55)	0.0060*** (2.92)	0.0019 (0.68)	0.0006 (0.14)	4.10E-05 (0.59)	0.0001 (0.57)
RD	-0.0129 (-0.97)	-0.0289** (-2.02)				
GROWTH			0.0206*** (5.57)	0.0212*** (5.51)	-5.17E-06 (-0.55)	-4.88E-05 (-2.06)
C	-0.0935*** (-4.48)	-0.1983*** (-9.12)	-0.0346 (-1.21)	-0.057 (-1.19)	-0.0002 (-0.31)	-0.0015 (-1.37)
R ²	0.2774	0.1698	0.8735	0.7125	0.4871	0.0422

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的水平上显著;括号内为t值;G分别对应的是因变量ROA、CR1和MH;年度、行业 and 地区已得到控制,以下各表相同,但均未列出。

2、股权结构对绩效的促进效应检验

本文先对股权结构的促进效应进行检验,为了对不同视角下的结果进行比较,本文运用OLS、FE、2SLS和GMM四种估计方法。需要说明的是,尽管以前许多学者也用固定效应模型(FE)作为研究内

生性的一种方法,但它在消除内生性的影响时是一种比较保守的方法,若因变量自身也存在动态的跨期作用,这种方法是不适合的,它会导致有偏估计(Wintoki 等 2010)。但为了便于比较,本文也将其得出的估计结果一并列出,如表2所示。

表2 股权结构对公司绩效的促进效应检验

ROA	OLS	FE	2SLS	GMM
MH	0.3693 (0.90)	-0.1824 (-0.49)	-0.8948 (-0.71)	-0.9035 (-0.81)
CR1	0.0275***	0.0423***	0.2409**	0.0208

ROA	OLS	FE	2SLS	GMM
	(6.45)	(5.37)	(2.31)	(1.06)
LNA	0.0093 ^{***}	0.0068 ^{***}	0.0261 ^{***}	0.0067 ^{**}
	(10.63)	(4.15)	(5.26)	(2.40)
DBR	-0.1041 ^{***}	-0.1449 ^{***}	-0.1856 ^{***}	-0.0550 ^{***}
	(-19.28)	(-21.74)	(-10.79)	(-3.75)
SE	0.0294 ^{**}	0.0691 ^{***}	0.1114 ^{***}	0.1635 ^{**}
	(2.31)	(7.04)	(2.80)	(2.41)
TOP1	0.0069 ^{***}	0.0067 ^{**}	0.0207 ^{***}	0.0092
	(4.05)	(2.39)	(3.43)	(1.20)
RD	-0.0459 ^{***}	-0.0497 ^{***}	-0.0278	-0.0518
	(-3.98)	(-2.96)	(-1.24)	(-1.36)
ROA(-1)				0.4400 ^{***}
				(4.08)
ROA(-2)				0.1539 ^{***}
				(2.92)
C	-0.1283 ^{***}	-0.0668 [*]		-0.1523 ^{**}
	(-7.42)	(-1.96)		(-2.56)
R ²	0.1424	0.1267	-0.0346	
Anderson LR			36.213 ^{***}	
Sargan Test (P值)			2.75(0.253)	
AR(1) Test (P值)				0.000
AR(2) Test (P值)				0.370
Hansen Test				0.104
Tests of Exogeneity				0.207

注: ***表示在1%的水平上显著; **表示在5%的水平上显著; *表示在10%的水平上显著; 括号中是t值, 以下各表表示方法相同。

由表2可以看出,在不考虑内生性问题的影响时,管理层持股对公司绩效的影响为正。在考虑内生性问题后系数的符号发生了改变,说明内生性问题对结果的影响较大。对于第一大股东持股比重,本文发现,在OLS、FE和2SLS估计中,它们均显著正向作用于公司绩效,这有别于Demsetz & Villalonga(2001)对美国上市公司的研究。他们认为,在考虑内生性问题后,绩效会对股权结构产生显著影响,反过来却不成立。这是因为股权结构的形成脱离不了其所在的环境,在一个不完美的市场环境下,敌意收购、兼并以及管理层收购的现象经常会发生,为适应这种变化,公司的股权结构也会不断地做调整,在这种情况下,要从实证上预测其与公司绩效之间的关系将是一件非常困难的事情。与

此同时,内部信息、市场期望的差异等会激励管理层以及外部股东根据他们对公司未来绩效的预期调整其所持有的股权比重,故股权结构对公司绩效的促进效应并不明显。本文则发现,促进效应并不会因考虑内生性问题而消失,这类似于Drakos & Bekiris(2010)对希腊上市公司的研究。不过,本文的结果显示,在动态内生性的情况下,尽管影响方向没有变,但显著相关性却消失了,其系数也明显变小。另外,绩效的两期滞后都是在1%的水平上显著相关的。这说明,上期绩效对当期第一大股东持股比重可能产生了影响。

对于其他控制变量,本文发现,公司规模、风险与公司绩效均显著正相关,表明公司规模越大,风险越高,越有利于绩效提高。至于资产负债率与绩

效 本文显示,二者呈负相关关系,这与 Hart & Moore(1995)等的结论不一致,他们认为,负债融资有助于促进经营者努力经营,降低公司破产风险,它有助于绩效的提高。之所以有别于他们的结论,本文认为有两点:一是由于中国上市公司大部分由国有企业改制而来,在债务率较高时,管理层并不担心被接管或替换,相反,他们会通过进一步举债来增加自己的实际控制权,如不问实际效果的过度投资等,这直接导致了公司整体绩效的下降;二是中国上市公司的债权融资主要来自于银行,而银行的国有性质使其很难寻找被融资对象时不受政策的影响,它对企业更多的是一种软约束,平时也不太会去关心企业的发展,只是在破产清算时才正式介入(其实就是这种破产的威胁也没有真正落到实处)。在这种情况下,企业融资得来的钱在用途上也就很难有效率,还可能把一部分用于在职消费等非生产性投资上,这点与欧美成熟市场国家是有区别的。在这点上,黄之骏(2006)、兰小春(2008)对中国上市公司的实证分析与本文的结论相一致。

3、绩效对股权结构的反馈效应检验

李汉军和张俊喜(2006)指出,现有研究只注重治理机制对公司绩效的作用,而忽略了绩效对治理机制的反馈效应,只有探讨二者相互之间的内生性程度,才能获得更加可靠的相关关系。为此,在表3中,本文列出了绩效对股权结构反馈效应的检验结果。由表3可知,在不考虑内生性问题的情况下,随着绩效的提高,第一大股东持股比重是上升的,一旦考虑内生性问题,结果却正好相反。这与 Demsetz & Villalonga(2001)的研究结论类似,除了说明内生性对结论确实产生很大影响外,也印证了绩效对第一大股东持股比重确实有影响的推测。很可能是由于预期好的绩效之后会出现不好的绩效,大股东便通过减少持股比重来分散自己的风险。外部股东的目标是获取最大利益,若等到公司绩效下滑的时候再减少持股比重,必然会受损失,故他们的选择与管理层有所差异。它表明,即使考虑内生性问题的影响,二者也是相互作用的。在GMM回归中,这种负向影响仍存在,只不过不再显著,这是因为第一大股东持股比重受到了上期持股比重的影响。

表3 公司绩效对股权结构的反馈效应检验

	CR1			MH		
	OLS	2SLS	GMM	OLS	2SLS	GMM
ROA	0.3188 *** (6.16)	-1.8747 *** (-3.29)	-0.0533 (-0.65)	0.0004 (0.69)	0.0075 (1.11)	-0.0002 (-0.20)
LNA	0.0283 *** (10.60)	0.0167 (0.98)	0.0078 ** (2.22)	0.0000 (0.71)	0.0001 (0.32)	0.0001 (1.14)
DBR	-0.1563 *** (-10.52)	-0.3952 *** (-3.74)	-0.0359* (-1.70)	0.0000 (0.30)	0.0013 (0.88)	-0.0004 (-0.84)
GROWTH	0.0171 *** (4.98)	0.0280 *** (3.04)	0.0149 (1.36)	0.0000 (-1.51)	-0.0001* (-1.75)	-0.0002 (-1.15)
SE	-0.4040 *** (-10.72)	-0.3264 *** (-7.60)	0.3121 *** (3.31)	0.0005 (1.04)	0.0006 (1.21)	0.0001 (0.04)
TOP1	-0.1066 *** (-20.62)	0.0164 (1.04)	0.0083 (1.40)	0.0002 ** (2.56)	-0.0004 *** (-2.68)	0.0000 (0.35)
CR(-1)			0.9312 *** (10.77)			
CR(-2)			-0.0157 (-0.20)			
MH(-1)						0.7164 *** (3.20)
MH(-2)						0.0202 (0.73)

	CR1			MH		
	OLS	2SLS	GMM	OLS	2SLS	GMM
C	-0.055 (-1.01)		-0.1834** (-2.45)	-0.0002 (-0.25)		-0.0015 (-1.06)
R ²	0.161	-0.7104		0.001	-0.0329	
Anderson LR		14.08***			14.08***	
Sargan Test (P 值)		0.017 (0.8969)			2.379 (0.123)	
AR(1) Test (P 值)			0.000			0.015
AR(2) Test (P 值)			0.324			0.747
Hansen Test			0.201			0.155
Tests of Exogeneity			0.309			0.197

再看绩效对管理层持股的影响,本文显示二者无显著关联,该结论与 Cheung & Wei(2006)、Omran & Fatheldin(2008)的发现相一致,但却有别于 Demsetz & Villalonga(2001)、张宗益和宋增基(2003)、黄之骏(2006)、Drakos & Bekiris(2010)的实证结果。他们发现二者要么是显著相互作用,要么是单方面影响的。为什么会出现这种情况呢?难道二者确实没有关联吗?经过查阅文献,本文认为有两种可能:一是与特定样本段的选择有关。这可用来解释本文的结果为何与中文文献之间的差异。黄之骏(2006)选择的是中国上市公司 2001~2003 年间中国上市公司的数据,在该段期间内,管理层持股比重明显下降,一直到 2005 年左右才开始上升,这可以部分解释他们的结论。而本文的样本跨度是 1999~2008 年,从整个趋势图来看,基本呈“V”型。在这种情况下,即使管理层持股与绩效有关联,也有可能被这先降后升的趋势给均和掉了。张宗益和宋增基(2003)选取的时间段是 1996~2000 年,很可惜本文数据没有延伸到 1996 年,因此无法对上述判断进行验证,不过从 1999~2000 年的情况来看,管理层持股比重还是显著下降的。这是从数据上做出的粗略判断,更大的可能性是中国上市公司股权激励制度并未得到充分建立,持股比重的微弱增加和减少并不能对管理层产生激励作用,绩效的好差也不能对管理层持股比重的高低造成影响;二是公司绩效与管理层持股同时受到了企业契约环境中一些可观测和不可观测的外生因素影响,导致二者并无关联,这就是 Chi(2005)所说的股权结构内生性的第二种情况,这种情形下可用固定效应模型

控制住变量内生性对结果造成的影响,但 FE 的结果显示二者仍然无关,因此,这种情况的可能性并不大。GMM 的估计结果也显示二者并无关联,说明即使考虑上期管理层持股的跨期影响,二者也缺乏显著性。这样,本文提出的假设 1 得到了验证。

至于其他控制变量,本文发现,企业规模越大,第一大股东和管理层持股比重越高。这与宋增基、张宗益和朱健(2005)、Beiner 等(2006)的实证结果相一致。另外,企业债务作为一项内部控制机制,具有对高管人员激励方式的替代作用,可以用来加强对管理层的约束,因此,两者在理论上应为负相关关系。本文的结果却显示出它们是正相关关系,其原因可能正如 Harris & Raviv(2008)所言,经理人员可以通过提高负债水平来增加自己的股份。在不完备的公司治理下,公司高层管理人员具有追逐债务资本的动力。表 3 中的估计结果还显示,企业成长性越高,第一大股东持股比重越高,管理层持股比重却出现了下降趋势,这与黄之骏(2006)、Beiner 等(2006)的研究结论类似。

4、进一步探讨

在跨期动态影响的研究中,Fahlenbrach & Stulz(2009)发现,上期管理层持股的变化对本期绩效(托宾 Q)会产生显著影响,这是目前所能找到的唯一一篇研究股权结构与公司绩效动态跨期作用的文献。但作者在估计中使用的是固定效应模型,根据格林(2007)的论述以及 Wintoki 等(2010)所做的蒙特卡洛试验,对于动态面板数据模型,使用固定效应模型是有偏的,最有效的估计方法是使用广义矩估计(GMM)。鉴于此,本文在探索股权结构与公

司绩效跨期动态影响时采用了广义矩估计方法, 检验结果如表 4 所示。

表 4 股权结构与公司绩效跨期影响检验 (ROA)

	ROA (1)	CR1 (2)	MH (3)
ROA(-1)	0.5184*** (5.19)	-0.0284 (-0.29)	0.0003 (0.28)
ROA(-2)	0.1769*** (3.17)		
CR1(-1)	0.0465** (2.14)	0.9276*** (10.89)	
CR1(-2)		-0.0111 (-0.14)	
MH(-1)	4.1696 (1.32)		0.8015*** (4.84)
MH(-2)			0.0556 (0.34)
LNA	0.0006 (0.14)	0.0072** (1.99)	1.18E-05 (0.30)
DBR	-0.0294* (-1.69)	-0.0331* (-1.81)	-9.50E-05 (-0.35)
SE	0.1851*** (2.76)	0.2892*** (3.20)	1.41E-04 (0.12)
TOP1	0.001 (0.12)	0.0074 (1.19)	4.21E-05 (0.48)
RD	-0.0968** (-2.35)		
GROWTH		0.008 (0.59)	-3.65E-05 (-0.32)
C	-0.0513 (-0.62)	-0.1677** (-2.21)	-0.0002 (-0.24)
AR(1) Test (P 值)	0.000	0.000	0.016
AR(2) Test (P 值)	0.273	0.380	0.974
Hansen Test (P 值)	0.398	0.180	0.968
Tests of Exogeneity (P 值)	0.201	0.293	0.798

由表 4 可知, 上期第一大股东持股比例对当期绩效产生了显著影响, 二者在 5% 的水平上显著相关。但管理层持股对绩效的跨期效应却不存在, 这与 Fahlenbrach & Stulz(2009) 的结论是有所差别的。事实上, 为了与 Fahlenbrach & Stulz(2009) 的结论对比, 本文同样使用了固定效应模型估计法, 结果也发现, 上期管理层持股比例对当期绩效产生了显著影响, 不过方向为负, 这说明, 在估计中选择正确的估计方法非常重要, 它会对结论直接产生影响。对

于上期股权结构对当期绩效的影响, 由表 4 中方程(2)、方程(3)的估计结果可知, 本文预期的反馈效应并不存在。这说明, 二者的跨期动态作用是单方向而非相互的。

该结论与绩效的选择的变量是否有关呢? 本文对此进行了检验, 用托宾 Q 值来代替 ROA 重新回归(篇幅限制, 回归结果未列出), 此时结论又发生了改变, 绩效对第一大股东持股比例产生了显著负向作用, 第一大股东持股的跨期动态效应则消失了。这说明, 结论与绩效变量的选择是有密切关系的, 本文发现了股权结构与绩效关系跨期动态作用的微弱证据。这样, 本文的假设 2 只得到了证据的部分支持。

5、稳健性检验

(1) 工具变量的合法性测试。本文用到了 2SLS 和 GMM 估计法, 这两种方法的使用要对工具变量合法性进行测试。对于 2SLS, 本文采用的是 Anderson LR 检验和 Sargan 检验。从表 2 和表 3 可以看出, 回归结果拒绝了 Anderson LR 检验的原假设, 而接受了 Sargan 检验的原假设, 这表明, 在 2SLS 回归中, 本文选择的工具变量是合理的, 不存在识别不足和过度识别问题。另外, 运用动态面板 GMM 估计时估计系数的一致性也部分取决于工具变量的合法性, 它包括两个方面: 一是工具变量的外生性要求; 二是所选取的不能是弱工具变量, 否则会得出有偏的估计结果。对于工具变量的外生性要求, 本文采用了 Arellano & Bond(1991) 序列相关检验和 Hansen(1982) 的过度识别的认定方法, 结果显示, 文中使用的工具变量符合外生性要求。对于弱工具变量的检验, 由于目前动态面板 GMM 估计中还缺乏一个可靠的标准, 本文借鉴的是 Staiger & Stock(1997)、Stock & Yogo(2002) 发展的 2SLS 估计中弱工具变量检验方法, 把内生变量对工具变量进行一阶回归, 然后检查 F 值和 P 值, 结果发现, 都在 1% 的水平拒绝原假设, 这表明, 被估方程中所使用的工具变量不是弱工具变量, 满足 GMM 估计中对工具变量强度的要求。

(2) 改变绩效变量的测试。为了考察绩效变量的选择是否对结果的稳定性造成影响, 本文用 ROE 来替代 ROA, 再次对原方程进行回归。从回归结果可以看出(篇幅限制, 具体图表未列出), 与 ROA 表示的绩效相比, ROE 除了 SE 和 TOP1 的显著性出

现了一些差异外,所有变量均保持稳定,符号也未发生改变。这说明,股权结构对公司绩效的促进效应的结论是可靠的,它并未随绩效变量的改变而变化。在检验绩效对股权结构的反馈效应中,所有变量的显著性基本上都没有发生改变(个别变量的回归符号发生了变化,但它们与股权结构无关的结论却未发生改变),这表明本文的结果是稳定的。

五、研究结论与政策启示

1、结论

越来越多的文献实证显示,股权结构不但是内生的,而且它与公司绩效之间是动态作用的。本文在考虑内生性和动态内生性的情况下,对股权结构与公司绩效关系进行了重新验证,得到了以下几点结论:

(1) 第一大股东持股比例与公司绩效之间是一种双向互动关系,前者对后者有着显著的促进效应,同时后者对前者也产生了强烈的反馈效应,这显示股权结构有可能是内生的。不过,在考虑绩效的动态性质时,原先的显著关系却消失了,说明上期绩效确实有可能对本期的治理机制产生影响。

(2) 无论是在静态模型还是在动态模型中,管理层持股比例与绩效都缺乏相关性。一种解释是受到了外部不可观察异质性因素的影响,更大的可能是因为中国上市公司管理层持股比例较低,股权激励制度并未充分建立起来所导致的。

(3) 本文发现了股权结构与公司绩效跨期动态作用的微弱证据。不过这种关系并不稳定,它受绩效变量的定义和估计方法选择的影响。

2、启示

基于以上的分析,本文对具体政策制度的制定

实施也具有一定的启发和指导意义:

首先,公司治理机制的内生性属性决定了我们在构建股权结构时不能简单地照搬西方其他国家的模式,应根据上市公司的实际情况建立适合我国企业发展的最优模式,并具体根据内生性问题所关联的因素进行确定。比如说对于集团型公司,由于其业务范围广泛,涉及行业多样,因此,需要在股权结构形成一种相互制衡的态势似乎更为有利;而对高科技公司特别是那些新兴的高科技公司,通常它们具有高成长、增长价值高的特点,这就要求企业的经营者保持长期稳定。

其次,公司治理机制与绩效之间的相互作用是个复杂的过程,它们既可能存在同期间的作用,也可能存在跨期间的滞后影响,并且这种影响并非是一成不变的,有可能先展现出其有利的一面,然后又出现不利的局势,也有可能正好相反,这对股权激励具有一定的启发意义。在股权激励的实施中,我们不能因为一时看不到明显效果而放弃,而应着眼于长期激励的效果。

最后,要重视和加大对管理层股权激励的程度。理论上,管理层股权激励可以通过赋予代理人部分剩余索取权,使代理人的利益与委托人的利益一致,让代理人在分享企业剩余的同时分担企业的风险,从而激励并约束代理人的行为。但我国目前管理层股权激励水平太低,有些上市公司甚至未实施管理层股权激励,乃至在实证中本文发现它们对绩效并无显著影响,这与普遍存在的事实不太相符,故我们要重视管理层股权激励在提高绩效中所扮演的重要角色。

参考文献:

- [1] Bhagat, S. & Bolton, B. Corporate Governance and Firm Performance [J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14, (3): 257 - 273.
- [2] Cheung, W. K. A. & Wei, K. C. J. Insider Ownership and Corporate Performance: Evidence from the Adjustment Cost Approach [J]. Journal of Corporate Finance, 2006, 12, (5): 906 - 925.
- [3] Chi, J. X. Understanding the Endogeneity between Firm Value and Shareholder Rights [J]. Financial Management, 2005, 34, (4): 65 - 76.
- [4] Cui, H. & Mak, Y. T. The Relationship between Managerial Ownership and Firm Performance in High R&D Firms [J]. Journal of Corporate Finance, 2002, 8, (4): 313 - 336.
- [5] Demsetz, H. & Villalonga, B. Ownership Structure and Corporate Performance [J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7, (3): 209 - 233.
- [6] Demsetz, H. The Structure of Ownership and the Theory of Firm [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26, (2): 375 -

393.

- [7]Drakos , A. A. & Bekiris , F. V. Corporate Performance , Managerial Ownership and Endogeneity: A Simultaneous Equations Analysis for the Athens Stock Exchange [J]. Research in International Business and Finance , 2010 , 24 , (1) : 24 - 38.
- [8]Fahlenbrach , R. & Stulz , R. M. Managerial Ownership Dynamics and Firm Value [J]. Journal of Financial Economics , 2009 , 92 , (3) : 342 - 361.
- [9]Farooque , O. A. , Zijl , T. V. , Dunstan , K. , et al. Corporate Governance in Bangladesh Link between Ownership and Financial Performance [J]. Corporate Governance , 2007 , 15 , (6) : 1453 - 1468.
- [10]Harris , M. & Raviv , A. A Theory of Board Control and Size [J]. Review of Financial Studies , 2008 , 21 , (4) : 1797 - 1832
- [11]Hart O. & Moore , J. Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management [J]. The American Economic Review , 1995 , 85 , (3) : 567 - 585.
- [12]Himmelberg , C. P. , Hubbard , R. G. & Palia , D. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance [J]. Journal of Financial Economics , 1999 , 53 , (3) : 353 - 384.
- [13]Hu , Y. & Izumida , S. Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data [J]. Corporate Governance , 2008 , 16 , (4) : 342 - 358.
- [14]Jensen , M. & Meckling , W. Theory of the Firm , Managerial Behavior , Agency Costs and Capital Structure [J]. Journal of Financial Economics , 1976 , 3 , (4) : 305 - 360.
- [15]Lehn , K. , Patro , S. & Zhao , M. Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935 - 2000 , Working Paper. 2007.
- [16]Omran , M. M. , Bolbol , A. & Fatheldin , A. Corporate Governance and Firm Performance in Arab Equity Markets: Does Ownership Concentration Matter? [J]. International Review of Law and Economics , 2008 , 28 , (1) : 32 - 45.
- [17]Shleifer , A. & Vishny , R. W. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance , 1997 , 7 , (2) : 737 - 783.
- [18]Thomsen , S. , Pedersen , T. & Kvist , H. K. Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems [J]. Journal of Corporate Finance , 2006 , 12 , (2) : 249 - 269.
- [19]Wintoki , M. B. , Linck , J. S. & Netter , J. M. Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance , Working Paper 2010.
- [20]Zhang , H. F. A Dynamic Investigation of the Association between Shareholder Rights and Firm Value [R] , Conference Paper: 21st Australasian Finance and Banking Conference , Sydney. 2008.
- [21] [美]伯利 米恩斯. 现代公司与私有财产 [M]. 北京: 商务印书馆 2007.
- [22]陈信元 陈冬华 朱凯. 股权结构与公司业绩: 文献回顾与未来研究方向 [J]. 甘华鸣, 罗锐韧 蔡如海译. 北京: 中国会计与财务研究 2004 5 (4) .
- [23]丁平. 董事会特征的跨期内生性研究——基于中国市场的实证分析 [D]. 上海: 复旦大学 2008.
- [24] [美]格林. 计量经济分析(第五版) [M]. 费剑平译. 北京: 中国人民大学出版社 2007.
- [25]郝云宏 周翼翔. 基于内生性视角的股权结构与公司绩效关系研究 [J]. 杭州: 商业经济与管理 2010 (6) .
- [26]郝云宏 周翼翔. 股权结构与绩效关系研究综述: 基于内生性和动态性的视角 [J]. 北京: 经济管理 2010 (4) .
- [27]黄之骏. 经营者股权激励与企业价值: 基于内生性视角的理论分析与经验证据 [D]. 广州: 暨南大学 2006.
- [28]兰小春. 交互作用影响下的公司治理机制与绩效关系研究 [D]. 哈尔滨工业大学 2008.
- [29]李汉军 张俊喜. 上市企业治理与绩效间的内生性程度 [J]. 北京: 管理世界 2006 (5) .
- [30]骆振心 杜亚斌. 股权结构与公司绩效关系的再考量: 内生性视角——来自中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. 北京: 经济与管理研究 2008 (9) .
- [31]沈艺峰 江伟. 资本结构、所有权结构与公司价值关系研究 [J]. 北京: 管理评论 2007 (11) .
- [32]宋增基 张宗益 朱健. 上市公司经营者股权激励的影响分析 [J]. 北京: 管理评论 2005 (3) .
- [33]王华 黄之骏. 经营者股权激励、董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析 [J]. 北京: 管理世界 , 2006 (9) .
- [34]伍德里奇. 计量经济学导论: 现代观点(第 4 版) [M]. 北京: 清华大学出版社 2009.
- [35]张宗益 宋增基. 上市公司股权结构与公司绩效实证研究 [J]. 北京: 数量经济技术经济研究 2003 (1) .

Ownership Structure and Corporate Performance: The Empirical Evidence Based on Dynamic Endogeneity

ZHOU Yi-xiang

(School of Management of Zhejiang Shuren University, Hangzhou, Zhejiang, 310015, China)

Abstract: On the relationship between ownership structure and corporate performance, domestic and international literature can be described as voluminous. According to research status quo at home and abroad, we can divide related literature into three phases: The first stage involves unilateral or multilateral governance mechanisms such as ownership structure, board composition, executive incentive and disclosure condition. In this phase, endogeneity problem are ignored. The second stage involves endogenous influence, but neglects dynamic effect. The third stage demonstrates endogenous relationship between governance and performance from a dynamic view. After classifying, we find vast majority of domestic-related research stays at the first stage, only a handful of literature steps into the second stage, few in the third stage. By contrast, Scholars abroad begin to pay attention to the issue in 1983. Currently, related research has reached the third stage. However, it should be pointed out their data are mainly from foreign companies, lacking the datum of China market. Obviously, it is a gap left by foreign counterparts.

The paper takes China's 509 listed companies of Shanghai and Shenzhen during 1999-2008 for example, believes there exists a dynamic relationship between ownership structure and performance. After controlling the effect of past performance, simultaneity, as well as unobservable heterogeneity in the use of dynamic panel GMM model, the paper demonstrates: (1) There is a two-way interaction relationship between shareholding proportion of the largest shareholder and corporate performance: The former has a significant promoting effect on the latter, the latter has also a strong feedback effects on the former, which shows ownership structure may be endogenous. However, once considering dynamic nature of performance, the significance will disappear. All these indicate former performance may have an impact on current governance mechanisms. (2) Both in static and dynamic model, there lacks significant correlation between the proportion of managerial ownership and performance. One explanation is that they are affected by external unobserved heterogeneity. It is more likely that equity incentive system is not fully established because of lower proportion of ownership. (3) It is found that there exists dynamic influence between ownership structure and corporate performance, but the evidence is very weak and the relationship is not stable. It is subject to restrictions of the definition of performance variables and estimation methods.

Based on above analysis, the paper provides following policy suggestions: Firstly, endogenous attribution of corporate governance mechanism tells us we can not simply copy western models in building ownership structure. On the contrary, we should construct models suitable for our development based on actual situation of China's listed companies. Secondly, the interaction between corporate governance and performance is a complex process. They may interact at the same period. But there may be lagged effect among inter-period and the effect is not static. In addition, it is possible to show its positive side at the beginning, then turn to adverse situation, which has a certain inspiration on equity incentive. It states clearly when results are not the same with expectations in the process of equity incentive, we can not readily give up, but focus on long-term incentive effect. Finally, the level of equity incentive should be increased. Currently, some companies have not even implemented management equity incentive, which will directly result in losing effectiveness of equity incentive. In fact, it plays an important role in improving performance.

Key Words: ownership structure; corporate performance; endogeneity

(责任编辑: 月 才)