

# 终极股东控股趋势能否提升绩效表现？

——基于企业成长周期的视角

张力派<sup>1</sup>, 于文领<sup>2</sup>, 陈玲玲<sup>3</sup>

(1. 上海外国语大学 国际工商管理学院, 上海 201620; 2. 南京大学 经济学院, 江苏 南京 210093;

3. 东南大学 经济管理学院, 江苏 南京 211189)

**[摘要]** 基于企业成长周期理论和各阶段现金流特征, 以中国 A 股上市公司为样本, 实证分析终极控股股东股权集中和制衡趋势对企业绩效的影响。结果表明: 在企业初创期, 提高股权制衡度可显著优化绩效表现; 在企业成长期, 强化股权集中能显著提高收益; 在企业成熟期和衰退期, 提高股权制衡度和强化股权集中均无显著效应。通过对比终极控股股东性质与股权集中度、制衡度的交互作用发现, 企业的国有性质会降低股权集中度、制衡度对绩效表现的积极影响。

**[关键词]** 终极控股股东; 股权结构; 企业生命周期; 企业性质; 股权集中度; 股权制衡度

**[中图分类号]** F276.6   **[文献标志码]** A   **[文章编号]** 2096-3114(2020)04-0050-10

2010 年的“国美控制权之争”、2015 年的“万科股权之争”在学术界引起了广泛的热议, 股权结构的急剧变革会对企业治理乃至企业的生死存亡带来前所未有的挑战。中国大部分上市公司是各行业中的翘楚, 稳健的绩效增长为其提供了持续经营的基础, 而合理的股权结构又是其稳定发展的前提。终极控股股东的股权集中或制衡是公司治理中股权结构治理的核心, 它决定了股东结构、股权集中程度和大股东话语权, 股权结构的差异使得股东行使权利的方式和效果有着较大的区别, 进而对公司治理模式的形成、运作和经营绩效产生较大影响。在改革开放四十余年的进程中, 中国跃升至全球第二大经济体, 企业也融入全球化经济浪潮中, 参与全球资源配置。面对世界级跨国公司的竞争, 中国企业的竞争力不仅取决于核心创新能力<sup>[1]</sup>, 还取决于企业股权结构合理分配<sup>[2]</sup>。

股权结构是企业剩余控制权与剩余索取权配置的现实基础, 也是公司治理的根基。处于不同发展阶段的企业其股权结构存在差异, 股权结构的变化会对企业治理产生影响, 进而对企业绩效产生不同程度的影响。当前, 中国的产业结构调整正处于深水区, 而各行业中的龙头企业在产业结构调整中起着标杆作用, 尤其是在中国的沪深 A 股上市企业中, 其终极控股股东的股权结构变革会对企业治理、产业战略调整产生更显著的作用。如何才能让中国企业在面对全球跨国企业竞争时, 长久地立于不败之地呢? 这需要从理论和实证研究两个方面来探讨终极控股股东的股权集中或制衡与企业绩效之间的关系, 这对中国企业治理改革具有重要指导意义。本文的创新点在于利用企业生命周期理论研究终极控股股东的股权结构变革对企业绩效的影响, 并且融入了企业性质在不同成长阶段的调节作用。

## 一、文献综述

企业在成长阶段所面临的外部微观环境和宏观态势均会对企业的产品竞争和行业竞争产生多重影响, 进而导致企业在不同的发展阶段必然面临差异性的股权结构问题。考虑到委托代理问题, 在企业整

**[收稿日期]** 2020-02-20

**[作者简介]** 张力派(1994—), 男, 河南郑州人, 上海外国语大学国际工商管理学院博士生, 主要研究方向为公司金融、公司财务; 于文领(1988—), 男, 河南周口人, 南京大学经济学院博士生, 主要研究方向为产业组织理论、公司治理, 通讯作者, 邮箱: lingwyu@163.com; 陈玲玲(1994—), 女, 江苏南通人, 东南大学经济管理学院硕士, 主要研究方向为公司金融。

个生命周期的不同阶段,终极控股股东的股权集中或制衡、两权分离和经营绩效的关系存在差异。

首先,终极控股股东可以在股权结构对经营绩效的影响中起到“润滑剂”作用。Holderness 和 Sheehan 通过对比股权高度集中和股权极为分散的上市公司的托宾 Q 值和会计利润率发现,公司的股权结构与公司价值无相关关系<sup>[3]</sup>。但是,相比于股权分散的企业,股权集中能提升企业盈利能力和绩效<sup>[4]</sup>。孙永祥和黄祖辉研究发现,相较于股权高度分散,股权高度集中有利于企业经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督机制等治理机制作用的发挥<sup>[5]</sup>。在股权高度集中的状态下,托宾 Q 值与公司内部股东所拥有的股权之间呈现非线性正向相关关系<sup>[6]</sup>。徐莉萍等研究发现,股权集中度与企业绩效之间呈显著的正相关关系<sup>[7]</sup>。但杜莹和刘立国则发现股权集中度与企业绩效之间呈倒 U 型关系,并且在国有股和法人股企业中两者之间的关系分别为负相关和正相关<sup>[8]</sup>。可见,股权集中度对绩效的积极效用有一定的适用范围,需要结合企业控股股东性质、大股东持股比例等予以考虑<sup>[9]</sup>。

其次,股权制衡度是衡量公司股东之间股权分布的竞争程度和公司股权稳定性强弱的重要指标。Berle 和 Means 研究发现,分散的股权可以提升公司经营绩效<sup>[10]</sup>。张良等研究发现,股权制衡度与企业绩效正相关,且国有企业中的股权制衡度明显小于民营企业<sup>[11]</sup>。陈德萍和陈永圣也认为,股权制衡度的提升可以正面影响企业绩效<sup>[12]</sup>。唐睿明和邱文峰发现国有股比例、内部人持股比例对公司绩效具有正面影响,股权集中度、股权制衡度与公司绩效正相关<sup>[13]</sup>。朱红军和汪辉对我国民营上市企业的股权制衡效果进行了研究,发现不能证明股权制衡的模式优于“一股独大”的股权模式<sup>[14]</sup>。赵景文和于增彪研究发现,存在股权制衡的公司其经营绩效表现显著劣于“一股独大”的公司<sup>[15]</sup>。周赫研究发现,过高的股权制衡度并不能提升企业绩效,第一大股东的更换可以有效提升企业绩效,但随着时间的推移,这种正向提升空间逐步减弱直至消失<sup>[16]</sup>。因此,过高的股权制衡度对企业绩效具有显著的负面影响,并且在不同性质企业中的表现不完全一致<sup>[7]</sup>。

最后,在企业成长的各个阶段,企业现金流、发展战略、组织结构和差异性的决策方式均有所差异<sup>[17]</sup>。Driffield 等认为在企业成长期,股权集中度会提升企业治理效果<sup>[18]</sup>。股权制衡度的提升反而会在成长期对企业治理产生负面作用<sup>[19]</sup>。袁学英认为要辩证地看待股权结构变革,不同生命周期阶段要匹配相应的资源,只有如此才能使得股权集中或制衡对企业产生有利影响<sup>[20]</sup>。颜爱民和马箭研究发现,股权结构在企业不同成长阶段对企业绩效的影响程度存在差异,且不存在显著的曲线关系<sup>[21]</sup>。李斌和孙月静研究了企业不同发展阶段的股权集中对企业绩效的影响,发现在成长期正相关,在成熟期负相关<sup>[22]</sup>。可见,学界对股权结构在企业不同生命期阶段的影响仍没有定论,需要进一步细化研究。

综上,国内外实证研究主要聚焦于股权性质、股权集中度、股权制衡度等对企业治理和绩效表现以及融资约束的影响<sup>[23]</sup>。研究结论各异,主要在于没有考虑企业动态发展所处的全部阶段(初创期、成长期、成熟期和衰退期)。本文认为股权结构对企业绩效的影响会随着企业动态发展阶段的不同而存在差异,故拟以 2012—2018 年沪深上市的 20271 家公司为样本,梳理终极控股股东的集中或制衡对企业绩效的影响,以期丰富相关理论的实证经验,并为政府的政策制定和公司的稳定发展提供可靠建议。

## 二、理论分析

企业生命周期理论萌芽于 20 世纪 50 年代末。Haire 首次将生物学中的“生命周期”观点应用于企业管理研究,认为生物学中的成长曲线同样适用于企业成长,并指出企业后期会出现“停滞、消亡”,管理能力不足会抑制利润的增长<sup>[24]</sup>。20 世纪 90 年代,Ichak 描述了企业从“孕育期”至“死亡期”的可控性和灵活性变化<sup>[25]</sup>。在市场经济快速发展的时代,如自然人一样,企业往往也会经历初创、成长、成熟和衰退这样一个生命周期。

在企业成长过程中,特别是在公司制改革后,所有权与经营权的分离会产生信息不对称问题,经营者的自利行为将加剧代理成本的提升。我们将代理成本理论与企业生命周期理论相结合来分析在不同

的发展阶段企业股权结构的变化:在初创期,受制于规模和资金资源,企业往往由单一的所有者进行财务管理和资源调配,行动效率高,对市场变化反应迅捷,但存在经验和专业性不足的问题;在成长期,随着业务规模的扩大和管理体系的完善,企业人力资源团队逐步形成,此时所有权和经营权开始分离,“委托—代理”关系产生,信息不对称情况下的代理隐患产生;进入成熟期后,企业市场份额饱和,风险管理体系已相对完善,“委托—代理”关系相对稳定,股权变动的边际效益趋于不足。由此可知,企业股权结构安排也应与其生命周期的具体特征相适应,使企业股东特别是终极控股股东做出符合企业发展趋势的最优股权安排。

股权结构通过影响企业的经营激励、监督、执行效率等治理方式对企业绩效产生重要影响,尤其在终极控股的状态下更是如此。公司股权结构对公司治理的作用机理首先需要股权集中或大股东的存在,只有这样才能至少在一定阶段内实现经营目标的一致性和高效率。然而,在企业所处的生命周期不同阶段,股东股权结构会有不同安排。加强股权制衡度可在公司股权间形成制约,有效限制大股东侵占企业资源的行为,给企业带来科学决策和合理分工,提高中小股东参与公司治理的积极性,有利于企业持续经营。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设1:在一定的成长阶段,终极股东股权集中与企业绩效表现呈现正相关关系。

假设2:在一定的成长阶段,终极股东股权制衡与企业绩效表现呈现正相关关系。

根据已提出的两个假设,在考虑如何将股权安排与企业成长过程相匹配时,须重点观察企业资金流层面的变化。销售收入、现金流量等因素均会对企业不同成长阶段产生差异性影响。依据企业财务管理理论,企业现金流可分为经营现金流、投资现金流和筹资现金流。基于企业周期理论,这三类现金流在企业不同成长阶段存在明显的差异性。在初创期,企业需要筹集一定的生产经营设备,初始采购成本较高,盈利能力尚不足,经营现金流、投资现金流往往为负值,筹资现金流为正;进入成长期以后,企业逐步具备了持续营运能力,经营现金流开始转正,但较大的发展潜力仍须企业继续筹资来实现资本积累、规模扩大,所以投融资现金流仍与初创期保持相同的正负性;在成熟期和衰退期,企业已具备一定的资产规模和收益,开始“享受”前期投资带来的持续回报,并逐步偿还前期债务,所以投资现金流转正,而筹资现金流转负。

在初创期,企业受制于人力、物力等资源的限制,管理组织尚不完善,行业经验亦不足,缺乏抗风险能力。单一的股权集中不利于科学民主决策,易增加决策失误的概率,而加强股权制衡可在企业内部形成民主氛围,监督的有效性能保障企业绩效表现,维持投资者关系和经营稳定,促进资源有效配置。此外,依据企业生命周期各阶段的现金流特征,在股权多元化情况下可为企业纳入更多的现金流和注册资本,并降低投资者的单位资本支出,减少投资压力,所以,此阶段股权结构趋势对企业绩效的影响体现在企业科学决策、有效监督和资金风险分散层面。

在成长期,公司发展的速度最快、潜力最大,对外投融资需求量较大,内部制度规章也需要更快地加以完善。这时,股权集中趋势会对公司发展产生极大的促进作用,不仅能对市场变化做出迅速反应,提高各项业务决策的执行效率,充分调动各类资源,使企业获得充足的经营现金流净额,而且能大大减少代理成本。另外,从激励的角度来看,股权之间的相互制衡会在飞速发展的环境下显得更为不利,相互制衡使得公司内部斗争加剧,降低决策效率和战略执行的一致性。此时股权制衡难以优于“一股独大”模式,在对企业绩效的影响方面,两者的差异体现在高执行效率和股权激励上。

在进入成熟期后,企业已经具备相关物质基础,投资边际效益递减,对外支出和市场扩张呈收缩趋势,股东开始享受初始投资带来的持续投资收益,经营积极性相对不足。在对外经济扩张的“边际剩余”相对不足时,一旦股权集中,终极控股东人便会将目光转向企业内部,利用投票权或其他方式削弱中小股东的权益,产生“隧道效应”行为,掏空企业资源,使得第二类委托代理问题突出,同时股权集中有

可能会避免股权制衡度提升所带来的巨额内耗成本。此时股权集中产生的若干作用相互抵消,对提高绩效表现难以充分发挥作用。若采取股权制衡模式,分散的股权更不利于股东充分享受投资回报和经营红利,特别是中小股东参与公司治理的积极性将被抑制。进入成熟期或衰退期的企业,需要强化持续经营能力和内部治理稳定性来巩固已有的市场份额,但分散的股权可能导致“搭便车”现象出现,降低企业治理的有效性,不利于企业绩效的改善。在此阶段,企业股权结构无论采取何种变化,其预期效果都会受到现实情况的制约,缺乏改善企业绩效的有效路径。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 3a:在企业初创期,终极股东股权集中对企业绩效的影响不显著,而股权制衡能显著改善经营绩效。

假设 3b:在企业成长期,终极股东股权集中与企业绩效表现呈现显著的正相关关系,而股权制衡的作用已不再显著。

假设 3c:在企业成熟期和衰退期,终极股东不论采取股权集中模式,还是股权制衡模式,均对企业绩效无显著作用。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择和数据来源

Denis 和 Sarin 研究发现,股权结构在企业不同发展阶段与企业所处的行业紧密相关,如行业的规模、发展阶段及发展速度<sup>[26]</sup>。本文的样本囊括了除金融类企业之外在 2011 年以前上市的所有沪深 A 股企业,主要是为了考量研究结论的普遍性。为保证数据的有效性、可比性,本文根据以下原则筛选样本:(1)剔除 ST、\*ST、PT 企业;(2)剔除相关财务指标缺失、异常或记录不连续的企业;(3)剔除金融类企业。因 2020 年疫情的影响,部分企业未能及时提供 2019 年度审计报告数据,故本文最终选取 2012—2018 年共计 20271 组“公司一年度”样本数据作为研究对象。研究的财务类数据源于 Wind 数据库、CSMAR 数据库,内部控制数据来自迪博内部控制与风险管理数据库,使用的分析软件为 Stata16.0。为避免极端值对数据准确性的影响,本文对连续变量在 1% 和 99% 的分位数处进行 Winsor 缩尾处理。

#### (二) 变量选取

1. 企业绩效。本文立足于企业股东视角,选取净资产收益率作为衡量指标,以更好地反映股东利益最大化的实现情况。

2. 股权集中度。本文重点关注终极控股股东对企业绩效的影响,故选取第一大股东持股比例来度量,并采用第一大股东持股比例平方和进行稳健性测试。

3. 股权制衡度。本文重点观察股权制衡对终极控股股东的制约作用,故选取第二至第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值来衡量,并采用 Z3 指数进行稳健性检验。

4. 控制变量。在财务管理层面,企业财务资金供给、流动能力、成长性、杠杆运用等都会显著影响企业绩效表现,故本文依次选取融资约束(SA)、流动资产比率(CAD)、托宾 Q 值(TQ)、杠杆水平(LEV)来度量经营物质基础、流动性、持续发展前景和资本结构水平<sup>[6]</sup>;在公司治理层面,内部控制程度、两权分离率(所有权与经营权)会从制度、管理层行为层面影响绩效,故本文选择内部控制能力(IC)、两权分离率(Seperation)来度量管理优化或缺陷程度、代理成本、业务专业化程度;企业年限(Age)和企业规模(Size)能在一定程度反映企业发展水平、抗风险能力、资金积累水平和行业经验,故本文分别将对数化处理后的企业年限和资产额作为衡量指标。

此外,本文设置行业和年度两个虚拟变量,以控制行业差异和年度效应。变量定义见表 1。

(三) 模型构建

本文以企业绩效(ROE)为被解释变量,融入股权集中度(CR)和股权制衡度(OB),构建以下模型。模型回归均以企业个体为单位进行聚类稳健标准误处理,同时控制变量组均选取滞后一期数值,以缓解内生性问题。

参考已有研究<sup>[7,12,21,28-29]</sup>,本文把股权集中度和股权制衡度分开对被解释变量进行回归,原因在于:第一,股权集中或股权制衡作为两种截然不同的股权安排模式,分开建模可以形成明晰的对比,从而有利于更好地探讨两者对企业绩效的影响;第二,分开建模则可以避免多重共线性问题,以免削弱核心解释变量的解释力度和显著性。

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \sum Industry + \sum year + \varepsilon_{i,t} \quad \text{模型 1}$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OB_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \sum Industry + \sum year + \varepsilon_{i,t} \quad \text{模型 2}$$

在模型 1 中,β<sub>1</sub> 反映企业绩效对股权集中度的敏感程度,β<sub>1</sub> > 0 且显著说明企业加强股权集中可有效提高绩效表现。在模型 2 中,β<sub>1</sub> 是企业绩效对股权制衡度的敏感系数,β<sub>1</sub> > 0 且显著说明企业股权制衡趋势可提升企业绩效。

(四) 样本选择

根据企业现金流在不同发展阶段的特征,参考袁学英的研究<sup>[20]</sup>,本文对企业生命周期进行分类界定:当企业年度经营、投资和筹资现金流连续三个会计年度的净额分别为负数、负数、正数时,为初创期;三类现金流分别为正数、负数、正数时,为成长期;三类现金流分别为正数、正数和负数时,为成熟期。本文采用三年指标综合判定企业所处的周期阶段,以避免特殊年份存在的经营异常情况。由此,本文得到初创期企业共 2677 家,成长期企业共 6318 家,成熟期或衰退期企业共 1608 家。不符合以上分类标准的企业可能存在经营战略、发展水平、行业与政策差异,不完全意味着其不属于相应的周期,本文将其同样纳入总体样本回归中,但不纳入企业多阶段的子样本回归中。

四、实证分析

(一) 描述性统计

总体样本中各个变量的描述性统计分析结果见表 2。企业绩效的均值为 5.8%,方差为 0.178,总体波动较小,但存在部分负收益率企业;终极股东持股比例的均值为 36.3%,处于股权相对集中状态,而制衡度达到 0.818,说明第一大股东在前十大股东中处于显著控制性地位,有较高的“话语权”。在控制变量中,企业所受融资约束程度不同,存在明显差异;样本企业普遍达到一定的成立年限和资产规模,在应对市场竞争、金融风险时具备一定的抗压能力和物质基础。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	净资产收益率(ROE)	期末净利润/期末资产总额
解释变量	股权集中度(CR)	第一大股东持股比例
	股权制衡度(OB)	第二至第十大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
控制变量	融资约束(SA)	SA = -0.737 × Size + 0.043 × Size2 - 0.04 × Age
	流动资产比率(CAD)	期末流动资产/期末流动负债
	托宾 Q 值(TQ)	股票市值/期末资产总额
	内部控制能力(IC)	取值选自迪博数据库,并对数化处理
	企业年限(Age)	企业成立年限的对数
	公司规模(Size)	公司期末总资产取自然对数
	两权分离率(Separation)	取值选自 CSMAR 数据库
	杠杆水平(LEV)	期末负债总额/期末资产总额
	行业(Industry)	虚拟变量,如果企业属于 j 行业,该变量为 1,否则为 0
年度(Year)	虚拟变量,若企业处于第 i 年,该变量为 1,否则为 0	

注:融资约束指标参考鞠晓生等的研究<sup>[27]</sup>,该值越大表示融资约束越强。

表 2 总体样本中变量的描述性统计结果

变量	样本	均值	方差	最小值	最大值
ROE	34922	0.058	0.178	-1.068	0.632
CR	27921	0.363	0.156	0.088	0.750
OB	27920	0.818	0.745	0.023	3.689
SA	35156	4.054	1.580	1.255	10.114
CAD	34690	2.189	2.447	0.197	16.35
TQ	34251	2.225	1.978	0.192	11.557
IC	27308	6.491	0.158	5.809	6.836
Age	35159	3.091	0.244	2.208	3.555
Size	35156	21.561	1.348	18.838	26.23
Separation	23327	5.454	7.935	0.000	29.224
Lev	35141	0.467	0.234	0.050	1.399

在按照现金流特征对特定年度的企业进行分类后,我们对表3中关键指标的结果进行分析。初创期企业的净资产收益率(2.6%)明显低于成长期(7.7%)和成熟或衰退期(3.7%),资产创收能力不足,但在融资约束最大的成长期却对应着最高的企业绩效(7.7%),此时股权集中度和制衡度均为企业生命周期内最高水平,在股权集中和股权制衡间“博弈”。

(二) 回归分析

1. 股权集中度对企业绩效表现的影响

模型1的回归结果如表4所示。股权集中度对企业绩效有着显著的正向影响(1%水平下),系数达到0.0003;股权集中度的提高和终极控股股东持股比例的扩大均可带来企业更优的绩效表现。根据企业生命周期分类结果,我们发现CR的系数虽在三个样本组中均为正值,但仅在成长期组显著(1%水平下)。

初创期企业的组织结构尚不完善,管理行为和业务经验尚不成熟,提高绩效亟须专业化分工和决策,此时提高股权集中度存在终极股东决策不科学、破坏企业“民主氛围”、限制有效管理的风险。但在企业处于成长上升期时,相应组织结构、专业化分工已得到一定程度改善,资产规模快速扩张,市场份额增长快,内部控制容易不稳定,常滋生管理层偏离股东目标的自私动机与行为,影响绩效目标的实现,加强股权集中度可保障有效监督和控制,解决第一类代理问题中的“信息不对称”现象,让管理层更好地履行勤勉职责,提高经营效率和效果,让其行为符合股东目标和根本利益。当企业进入成熟期后,相应配套制度措施已较为完善合理,“委托—代理”的分工相对科学有效,终极股东持股比例上升的边际效用相对不足,但仍存在侵占中小股东利益的可能性。

2. 股权制衡度对企业绩效表现的影响

表5是基于模型2对样本数据进行回归的结果。提高股权制衡同样可以提高企业绩效(1%水平下高度显著),回归系数为0.005。但与加强股权集中不同的是,股权制衡模式仅在企业初创期显著有效。初创期的股权制衡趋势适应了企业行业经验不足、物质基础相对匮乏、人才资源稀少的现状,可以促使企业进行专业化资源配置,并在股东间相互制衡,抑制入股股东的资源侵占等行为,避免“甜蜜的交易”

表3 分样本组关键变量描述性统计对比

变量	样本	均值	方差	最小值	最大值	
初创期	ROE	4768	0.026	0.200	-1.068	0.632
	CR	3956	0.355	0.149	0.088	0.750
	OB	3956	0.869	0.766	0.023	3.689
	SA	4769	4.164	1.537	1.255	10.114
成长期	ROE	11395	0.077	0.108	-1.068	0.632
	CR	9413	0.366	0.154	0.088	0.750
	OB	9412	0.871	0.768	0.023	3.689
	SA	11402	4.35	1.625	1.255	10.114
成熟或衰退期	ROE	2561	0.037	0.226	-1.068	0.632
	CR	2161	0.342	0.156	0.088	0.750
	OB	2161	0.743	0.699	0.023	3.689
	SA	2564	3.822	1.362	1.255	10.114

表4 模型1的回归结果

变量	主回归	初创期组	成长期组	成熟或衰退期组
CR	0.0003 ***	0.00002	0.0004 ***	0.0003
SA	-0.039 **	-0.129 ***	-0.105 ***	-0.077
CAD	0.001 ***	0.001 ***	0.00008	0.001 *
TQ	0.001	0.0005 ***	0.012 ***	0.007 ***
IC	0.0007 ***	0.0008 ***	0.0005 ***	0.0009 ***
Age	-0.012 **	-0.019	-0.017 ***	-0.016
Size	0.038 *	0.154 ***	0.124 ***	0.087
Separation	0.0004 **	-0.00008	0.0004 **	0.0003
Lev	0.017 ***	0.022 **	0.01	0.06 ***
Constant	-1.05 ***	-3.169 ***	-2.508 ***	-2.156
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	20271	2677	6319	1608
拟合优度	17.61%	22.59%	23.00%	23.17%

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著。下同。

表5 模型2的回归结果

变量	主回归	初创期组	成长期组	成熟或衰退期组
OB	0.005 ***	0.015 ***	0.002	-0.003
SA	-0.04 ***	-0.131 ***	-0.102 ***	-0.073
CAD	0.001 ***	0.009 ***	0.00002	0.001 *
TQ	0.001	0.0005 ***	0.012 ***	0.007 ***
IC	0.0007 ***	0.0008 ***	0.0005 ***	0.0009 ***
Age	-0.015 ***	-0.016	-0.021 ***	-0.02
Size	0.039 *	0.157 ***	0.123 ***	0.083
Separation	0.0005 ***	0.00001	0.0005 ***	0.0004
Lev	0.017 ***	0.021 **	0.009	0.06 **
Constant	-1.068 ***	-3.251 ***	-2.453 ***	-2.061
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	20270	2677	6318	1608
拟合优度	17.60%	22.88%	22.78%	23.14%

(sweetheart deals,投资净现金流为负却利于某一股东的项目交易),在“集思广益”中实现有效决策,降低错误战略决策的概率。但在成长期、成熟期,在已具规模的企业中强化内部控制、提升经营效率成为主要矛盾,此时股权制衡难以优于“一股独大”模式,监督是有成本的,股权分散反而可能导致产生“搭便车”行为,公司治理效率低下,企业绩效下降。

(三) 稳健性检验

1. 替换解释变量

表6是分别替换股权集中度、制衡度衡量指标的回归结果。将衡量股权集中的指标调换为第一大股东持股比例平方和(*Shrhfd*);将衡量股权制衡度的指标调换为*Z3*指数,即第二至第三大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值。替换解释变量后的*Shrhfd*(1%水平下显著)和*Z3*(5%水平下显著)均与*ROE*高度显著,t值分别达到3.22和1.73,与原回归方程结果一致。同时,控制变量的正负性和显著性也均与前文回归结果相同。

2. 增加交互项控制变量

终极控制人性会对企业的经营发展、制度管理产生直接或间接的影响。产权明晰是现代企业制度的要旨,私有产权和国有产权在股权激励方面存在明显的差异。本文在模型1和模型2中加入虚拟变量*SOE*(国有企业为1,否则为0)和股权集中度、制衡度的交互项来考察企业国有性质的调节作用。在模型3和模型4中,我们观察国有性质分别对“股权集中度-企业绩效”和“股权制衡度-企业绩效”的调节作用, $\beta_2$ 为调节效应系数,若显著为正,则意味着国有性质企业会强化该作用路径。

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 CR_{i,t} \times SOE_i + \beta_3 Control_{i,t} + \sum Industry + \sum year + \varepsilon_{i,t} \quad \text{模型 3}$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OB_{i,t} + \beta_2 OB_{i,t} \times SOE_i + \beta_3 Control_{i,t} + \sum Industry + \sum year + \varepsilon_{i,t} \quad \text{模型 4}$$

根据表7的回归结果,*CR* × *SOE*、*OB* × *SOE*系数分别为-0.003和-0.01,且均在1%水平下显著,说明企业的国有性质对股权变动趋势提高绩效的路径起到了阻碍作用。股权集中或制衡对企业绩效提升的作用机制以及企业的国有性质如何阻碍其效应发挥,本文将通过进一步研究寻找实证支持。

(四) 进一步研究

本文采用结构方程模型(SEM)构建股权集中或制衡趋势影响企业绩效的作用路径概念模型。一方面是终极股东股权趋势影响企业绩效的直接作用路径,另一方面是股权趋势影响绩效的间接作用路径,前者包括股权集中—搭便车行为—公司绩效、股权集中—经营效率—公司绩效,后者包括股权制衡—股东权益—公司绩效、股权制衡—专业化运作—公司绩效。本文采用极大似然法对理论路径进行拟合与参数估计,得到表8和表9的估

表6 模型1和模型2的稳健性检验结果

变量	模型1		模型2	
	系数	t值	系数	t值
<i>Shrhfd</i>	0.0344 ***	3.22		
<i>Z3</i>			0.004	1.73
<i>SA</i>	-0.039 **	-2.31	-0.04 **	-2.31
<i>CAD</i>	0.001 ***	3.14	0.001 ***	3.05
<i>TQ</i>	0.001	1.53	0.001	1.53
<i>IC</i>	0.0007 ***	25.7	0.0007 ***	25.87
<i>Age</i>	-0.012 **	-2.32	-0.015 ****	-2.84
<i>Size</i>	0.038 *	1.84	0.039 *	1.88
<i>Separation</i>	0.0004 **	2.38	0.0004 ***	2.73
<i>Lev</i>	0.017 ***	2.86	0.017 ***	2.91
<i>Constant</i>	-1.049 ***	-2.78	-1.062 ***	-2.8
年度	控制		控制	
行业	控制		控制	
样本量	20271		20271	
拟合优度	17.62%		17.57%	
聚类单位	公司个体		公司个体	

表7 模型3和模型4的检验结果

变量	模型3		模型4	
	系数	t值	系数	t值
<i>CR</i>	0.0003 **	3.11		
<i>OB</i>			0.005 ***	2.89
<i>CR</i> × <i>SOE</i>	-0.003 **	-2		
<i>OB</i> × <i>SOE</i>			-0.01 ***	-4.42
<i>SA</i>	-0.039 **	-2.29	-0.04 ***	-2.33
<i>CAD</i>	0.001 ***	3.13	0.001 ***	3.03
<i>TQ</i>	0.001	1.53	0.001	1.54
<i>IC</i>	0.0007 ***	25.72	0.0007 ***	25.84
<i>Age</i>	-0.012 **	-2.28	-0.015 ****	-2.8
<i>Size</i>	0.038 *	1.83	0.039 *	1.9
<i>Separation</i>	0.0004 **	2.31	0.0005 ***	2.83
<i>Lev</i>	0.017 ***	2.87	0.017 ***	2.92
<i>Constant</i>	-1.05 ***	-2.78	-1.069 ***	-2.83
年度	控制		控制	
行业	控制		控制	
样本量	20271		20270	
拟合优度	17.61%		17.60%	
聚类单位	公司个体		公司个体	

计结果。同时,卡方统计量概率  $p$  值为 0.712,大于 0.05 的适配标准,即在 5% 概率下卡方统计量不显著,样本数据与理论模型无显著性差异。

我们设置的潜变量为:(1) 股权趋势分别用股权集中( $CR$ )和股权制衡( $OB$ )两个显变量表示,变量定义同表 1;(2)“搭便车”行为使用显变量对数化后的企业高管数( $CEO$ )和董事会人数( $Boardsize$ )表示,作用路径简化为  $FR$ (Free-Ride);(3) 经营效率用显变量期末总资产周转率( $TAT$ )和营业收入增长率( $GRI$ )表示,作用路径简化为  $OE$ (Operational Efficiency);(4) 股东权益用基本每股收益( $EPS$ )表示;(5) 专业化运作用机构投资者持股比例( $INS$ )表示。为消除极端值的影响,所有显变量均在 1% 和 99% 分位数处进行 Winsorize 处理。所选取的数据均来源于 CSMAR 和 Wind 数据库。

### 1. 提高股权集中度的作用机制

依据表 8 和表 9 的估计结果,提高股权集中度对绩效改善的路径系数为 0.027,直接效应在 1% 概率下显著,贡献度达到 85.05%;间接效应主要通过抑制“搭便车”效应、提高营运效率发挥作用,存在部分中介效用,合计达到 14.95%。

### 2. 提高股权制衡度的作用机制

依据表 8 和表 9 的结果,股权制衡趋势对绩效改善的路径系数为 0.004,直接效应在 5% 概率下显著,贡献度达到 57.54%;间接效应通过股东权益保护和专业化程度提高发挥作用。根据估计结果,两者均具有显著的部分中介效应。

表 8 结构方程模型(SEM)估计结果

作用路径	路径系数	标准误差	临界比	P 值	标准化系数
$FR \rightarrow CR$	-0.159	0.017	-9.39	0.000	-0.067
$ROE \rightarrow FR$	0.002	0.003	2.68	0.011	0.005
$OE \rightarrow CR$	0.246	0.024	10.12	0.000	0.067
$ROE \rightarrow OE$	0.018	0.002	8.47	0.000	0.062
$ROE \rightarrow CR$	0.027	0.007	3.68	0.000	0.025
$EPS \rightarrow OB$	0.025	0.006	4.42	0.000	0.031
$ROE \rightarrow EPS$	0.102	0.002	23.19	0.000	0.393
$INS \rightarrow OB$	1.005	0.104	9.63	0.000	0.067
$ROE \rightarrow INS$	0.0004	0.0001	3.62	0.000	0.024
$ROE \rightarrow OB$	0.004	0.002	2.50	0.012	0.016

表 9 终极股东股权趋势影响企业绩效的路径分解

股权趋势安排	路径类别	影响路径	影响效应	贡献度	贡献度占比
股权集中	直接作用路径	$CR \rightarrow ROE$	0.027	0.027	85.05%
	间接作用路径	$CR \rightarrow CEO \rightarrow ROE$	$-0.159 \times 0.002 = -0.000318$	0.000318	1.00%
		$CR \rightarrow TAT \rightarrow ROE$	$0.246 \times 0.018 = 0.004428$	0.004428	13.95%
		小计	0.00411	0.004746	14.95%
	总效应		0.03111	0.031746	100%
股权制衡	直接作用路径	$OB \rightarrow ROE$	0.004	0.004	57.54%
	间接作用路径	$OB \rightarrow EPS \rightarrow ROE$	$0.025 \times 0.102 = 0.00255$	0.00255	36.68%
		$OB \rightarrow INS \rightarrow ROE$	$1.005 \times 0.0004 = 0.000402$	0.000402	5.78%
		小计	0.002952	0.002952	42.46%
	总效应		0.006952	0.006952	100%

注:参考李春红等的研究<sup>[30]</sup>,贡献度是终极股东股权趋势通过某路径对绩效的绝对影响,不区分方向。

## 五、结论性评述

本文基于企业成长周期理论和各阶段现金流特征,以中国 A 股上市公司为样本,实证分析终极控股股东股权集中和制衡趋势对企业绩效的影响,结果表明:(1) 终极控股股东的股权集中和制衡均对企业绩效具有正向作用,但两种股权结构模式适用的企业生命周期范围存在差异,前者在企业上升期可显著提升绩效,而后者在企业初创期可有效改善绩效表现,在企业成熟期、衰退期两种股权结构模式均无显著效果;(2) 国有产权在解决所有权和经营权问题上与私有产权存在差异,国有企业中的低效率问题会制约企业股权集中或制衡对绩效的影响;(3) 股权集中度的提高往往通过治理监管优化、经营效率改善、激励等对企业绩效产生正向效果,而股权制衡度的提高则以权益保护、预防大股东自私行为、专业化分



工配置作为提升企业绩效的主要路径。

本文所得研究结论具有一定的启示意义。现阶段我国资本市场不够成熟和完善,对股东特别是中小股东权益的保障不充分,非国有企业难以获得和国有企业相同的政策扶持,故应考虑通过以下途径来提升企业绩效:首先,企业应按照其所处的发展阶段,依照现阶段现金流特征、经营需求做出合理有效的股权机构安排。在初步发展阶段注重强化股权制衡,加强专业化分工,营造企业民主、公平的氛围,保护各个股东的权益,避免“一股独大”下的决策失误;在成长期强化企业内部控制,减少第一类代理成本,削弱信息不对称下固有的“委托—代理”矛盾,并注重经营效率提升,促使管理层能始终依据股东财富最大化目标来进行经营管理活动;在成熟期和衰退期做好经营风险防控,降低内耗成本,提升企业绩效。其次,对国有企业进行必要的治理改革,提升企业组织效率。国有企业应根据实际情况,设计科学完善的内部控制系统,建立合理的股权结构和组织结构,明确各部门、各岗位的职责,优化奖惩机制,激发管理层的积极性,增强内部控制活动的执行力。

### 参考文献:

- [1] 安同良,魏婕,舒欣. 中国制造业企业创新测度——基于微观创新调查的跨期比较[J]. 中国社会科学,2020(3):99-122.
- [2] Maug E. Ownership structure and the life-cycle of the firm: A theory of the decision to go public[J]. Review of Finance, 2001, 5(3): 167-200.
- [3] Holderness C G, Sheehan D P. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(3): 317-346.
- [4] Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3): 461-488.
- [5] 孙永祥,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究,1999(12):23-30.
- [6] McConnell J J, Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2): 595-612.
- [7] 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(1):90-100.
- [8] 杜莹,刘立国. 股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界,2002(11):124-133.
- [9] 刘汉民,王芳华. 不同实际控制人类型下股权结构与绩效的关系——来自中国817家上市家族企业的经验统计[J]. 经济与管理研究,2016(5):98-104.
- [10] Berle A, Means G. The modern corporation and private property[M]. New York: Macmillan, 1932.
- [11] 张良,王平,毛道维. 股权集中度、股权制衡度对企业绩效的影响[J]. 统计与决策,2010(7):151-153.
- [12] 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.
- [13] 唐睿明,邱云峰. 股权结构与公司绩效关系的实证研究——基于创业板上市公司的数据[J]. 南京审计学院学报,2014(3):68-77.
- [14] 朱红军,汪辉. “股权制衡”可以改善公司治理吗?——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究[J]. 管理世界,2004(10):114-123.
- [15] 赵景文,于增彪. 股权制衡与公司经营业绩[J]. 会计研究,2005(12):59-64.
- [16] 周赫. 股权制衡、第一大股东更换对公司绩效的影响[J]. 中央财经大学学报,2015(S1):25-33.
- [17] Miller D, Friesen P H. A longitudinal study of the corporate life cycle[J]. Management Science, 1984, 30(10): 1161-1183.
- [18] Driffield N, Mahambare V, Pal S. How does ownership structure affect capital structure and firm value? Recent evidence from East Asia[J]. Economics of Transition and Institutional Change, 2007, 15(3): 535-573.
- [19] Chen Z, Cheung Y, Stouraitis A, et al. Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong[J]. Pacific-basin Finance Journal, 2005, 13(4): 431-449.
- [20] 袁学英. 股权集中和制衡对公司生存能力的影响——基于公司成长期和成熟期视角[J]. 财经问题研究,2019(5):137-144.
- [21] 颜爱民,马箭. 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[J]. 系统管理学报,2013(3):385-393.

- [22]李斌,孙月静. 企业成长阶段性对于我国上市公司股权结构与公司绩效的影响分析[J]. 财贸经济,2007(6):39-44.
- [23]于文领,张力派,王静静. 股权集中度、股权制衡度与融资约束——来自2013—2017年中国房地产业102家上市公司的经验证据[J]. 河北经贸大学学报,2020(3):46-54.
- [24]Haire M. Biological models and empirical histories in the growth of organizations[M]. New York: Model Organization Theory, 1959.
- [25]Ichak A. Organizational passages—diagnosing and treating lifecycle problems of organizations[J]. Organizational Dynamics, 1979, 8(1): 3-25.
- [26]Denis D J, Sarin A. Ownership and board structures in publicly traded corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(2): 187-223.
- [27]鞠晓生,卢荻,虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究,2013(1):4-16.
- [28]孙兆斌. 股权集中、股权制衡与上市公司的技术效率[J]. 管理世界,2006(7):115-124.
- [29]张力派,于文领,陈玲玲,等. 股权集中或股权制衡能否缓解融资约束对企业绩效的束缚?——基于房地产上市公司数据[J]. 云南财经大学学报,2020(7):51-65.
- [30]李春红,王苑萍,郑志丹. 双重委托代理对上市公司过度投资的影响路径分析——基于异质性双边随机边界模型[J]. 中国管理科学,2014(11):131-139.

[责任编辑:王丽爱]

## Can the Trend towards Ultimate Shareholder Ownership Improve Performance?

### Based on the Perspective of Enterprise Growth Cycle

ZHANG Lipai<sup>1</sup>, YU Wenling<sup>2</sup>, CHEN Lingling<sup>3</sup>

(1. School of Business and Management, Shanghai International Studies University, Shanghai 201620, China;

2. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China;

3. School of Economics & Management, Southeast University, Nanjing 211189, China)

**Abstract:** Based on the theory of enterprise growth cycle and the characteristics of cash flow in each stage, this paper empirically analyzes the impact of the concentration of the ultimate controlling shareholder and the trend of checks and balances on corporate performance, taking China's A-share listed companies as samples. The results show that in the initial stage of an enterprise, improving equity checks and balances can significantly optimize performance; in the growing period of an enterprise, strengthening the concentration of equity can significantly improve returns; but in the maturity and recession periods of the enterprise, neither means has significant effects. In addition, by comparing the interaction between the nature of the ultimate controlling shareholder and the degree of equity concentration and checks and balances, it is found that the state-owned nature of the enterprise will reduce the positive impact of the degree of equity concentration and checks and balances on performance.

**Key Words:** ultimate controlling shareholder; shareholding structure; enterprise life cycle; enterprise nature; equity concentration; equity balance degree