



# 中国建筑类上市公司股权集中度 对公司绩效的影响研究

RESEARCH ON THE IMPACT OF OWNERSHIP  
CONCENTRATION ON FIRM  
PERFORMANCE: EVIDENCE FROM CHINESE  
LISTED CONSTRUCTION COMPANIES

杨侠林

XIALIN YANG

本论文提交提交正大管理学院中国研究生院  
属正大管理学院工商管理硕士学位  
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分  
二〇二〇年二月

书脊

中国建筑类上市公司股权集中  
度对公司绩效的影响研究

杨侠林  
二〇二〇年





# 中国建筑类上市公司股权集中度对 公司绩效的影响研究

**RESEARCH ON THE IMPACT OF OWNERSHIP  
CONCENTRATION ON FIRM  
PERFORMANCE: EVIDENCE FROM CHINESE  
LISTED CONSTRUCTION COMPANIES**

PANYAPIWAT  
INSTITUTE OF MANAGEMENT

สถาบันการจัดการปัญญาภิวัฒน์

杨侠林

XIALIN YANG

本论文提交正大管理学院中国研究生院  
属正大管理学院工商管理硕士学位  
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分  
二〇二〇年二月  
版权归正大管理学院所有

## 摘要

论文题目： 中国建筑类上市公司股权集中度对公司绩效的影响研究  
作者： 杨侠林  
导师： 王宇教授  
学位名称： 工商管理硕士学位  
专业名称： 工商管理专业(中文体系)  
学年： 二〇一九年

近年来，股权集中度与公司绩效之间的关系成为公司治理领域关注的焦点。随着全球经济和市场的大融合，中国企业在“一带一路”倡议的鼓励下，纷纷走出国门，进入国际竞争市场。中国建筑类上市企业普遍股权高度集中，如何进行股权结构改革，才能够提高公司绩效，目前尚无有效的参考依据。

影响公司绩效和竞争力的因素有很多，本文拟通过研究分析中国及国外过往的研究成果，以委托代理理论、委托人-委托人冲突理论及利益侵占效用为研究理论出发点，结合中国建筑类上市公司的特点和现状，以 2012-2017 年沪深两市的 84 家建筑企业 378 个观测值为样本，选择分层回归分析方法做实证分析，以股权高度集中与公司绩效之间存在正相关关系还是负相关关系为主要研究目的，并在此研究结论的基础上，继续深入研究对于中国国有企业这种特殊主体而言，其全民所有权的特殊性，是否使股权集中度与公司绩效的影响变弱。

通过实证检验发现，上市企业的股权集中度对公司绩效具有正向的影响作用；国有企业的股权性质使股权集中度对公司绩效的正向影响变弱。在此研究结论的基础上提出具体政策建议：适当保持第一大股东的股权相对集中；深化国有企业改革，改善国有企业所有者空置的现象；建立有效的中小股东保护方案，完善股权制衡机制；建立科学股权激励机制，鼓励核心员工加入所有者行列；建立鼓励投资的有效机制，构建多元化的所有权结构。

本文研究，在一定程度上丰富了中国建筑类上市公司股权结构与公司绩效关系的理论研究，并在实践中为建筑企业公司治理提供一定的参考意见。

**关键词：** 股权集中度 公司绩效 上市公司 建筑企业

## ABSTRACT

Title: Ownership concentration of listed construction companies in China Research on the impact on corporate performance

Author: Xialin Yang

Advisor: Dr. Yu Wang

Degree: Master of Business Administration

Major: Business Administration (Chinese Program)

Academic Year: 2019

In recent years, the relationship between ownership concentration and corporate performance has become the focus of attention in the field of corporate governance. With the great integration of global economy and market, Chinese enterprises, encouraged by the "One Belt And One Road" initiative, have gone abroad to enter the international competitive market. There is a high degree of equity concentration in China's listed construction enterprises, so there is no effective reference for how to carry out equity structure reform to improve corporate performance.

There are many factors that can affect corporate performance and competitiveness, this paper intends to study by Chinese and foreign, past research results on the principal-agent theory, and utility of the client - the interests conflict theory and the principal occupation starting point for the study of theory, combined with China's construction of the characteristics and present situation of the listed company, with 2012 to 2017, the Shanghai and shenzhen two city 378 observations of 84 construction enterprises as samples, hierarchical regression analysis method to do empirical analysis, exist in between ownership concentration and corporate performance positive correlation or negative phase relationship as the main research objective, and on the basis of the research conclusion, Further study on whether the special ownership of Chinese state-owned enterprises weakens the influence of ownership concentration and corporate performance.

Through empirical test, it is found that the ownership concentration of listed enterprises has a positive impact on corporate performance. The ownership nature of

state-owned enterprises weakens the positive effect of ownership concentration on corporate performance. On the basis of this research conclusion, the author puts forward specific policy Suggestions: properly maintain the relative concentration of the first largest shareholder's equity; Deepen the reform of state-owned enterprises and improve the vacancy of owners of state-owned enterprises; Establish effective protection scheme for minority shareholders and improve the mechanism of equity balance; To establish an effective mechanism to encourage investment, to attract more professional investors and to construct a diversified ownership structure; Establish feasible scientific equity incentive mechanism, so that more managers and core employees join the ranks of owners.

This paper provides some reference for the adjustment of the shareholding structure of listed construction companies in China, and provides effective Suggestions for corporate governance of construction companies, so as to improve the performance of listed construction companies in China and enhance their competitiveness.

**Keywords:** Ownership Concentration      Coeprate Performance  
Listed Companies                              Construction Companies



# 目录

摘要.....	I
ABSTRACT.....	II
目录.....	IV
表格目录.....	VIII
图片目录.....	IX
第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的和意义.....	3
1.2.1 目的.....	3
1.2.2 意义.....	4
1.3 研究内容和研究方法.....	4
1.3.1 研究内容.....	4
1.3.2 研究方法.....	5
1.4 研究思路和框架.....	5
第二章 理论基础与文献综述.....	7
2.1 概念界定.....	7
2.1.1 股权集中度概念及评价标准.....	7
2.1.2 公司绩效概念及评价标准.....	7
2.1.3 其他相关概念.....	7
2.2 理论基础.....	8
2.2.1 委托代理理论.....	8
2.2.2 委托人-委托人冲突理论.....	8

## 目录（续）

2.2.3 利益侵占效用.....	9
2.3 文献综述.....	9
2.3.1 国外有关股权集中度与公司绩效的影响研究.....	9
2.3.2 中国有关股权集中度对公司绩效的影响研究.....	11
2.3.3 现有研究评述.....	13
2.4 本章小结.....	14
第三章 实证研究设计.....	15
3.1 研究假设.....	15
3.1.1 基于委托代理理论的股权集中度与公司绩效假设.....	15
3.1.2 基于委托人-委托人冲突理论的股权集中度与公司绩效假设.....	16
3.1.3 基于股权性质（国企、非国企）的调节效应假设.....	16
3.2 数据来源与样本选择.....	17
3.3 变量选择.....	18
3.3.1 被解释变量.....	18
3.3.2 解释变量.....	18
3.3.3 调节变量.....	18
3.3.4 控制变量.....	18
3.4 模型构建.....	20
3.5 本章小结.....	20
第四章 实证研究分析和结果.....	22
4.1 描述性统计与分析.....	22
4.1.1 总样本描述性统计和分析.....	22
4.1.2 分组描述性统计分析.....	24

## 目录（续）

4.2 相关性分析.....	25
4.2.1 总样本相关性分析.....	25
4.2.2 分组相关性分析.....	25
4.3 回归分析.....	26
4.3.1 主效应的回归分析.....	27
4.3.2 调节效应的回归分析.....	29
4.3.3 分组回归分析.....	30
4.4 本章小结.....	32
第五章 研究结论及政策建议.....	33
5.1 研究结论.....	33
5.1.1 上市企业的股权集中度对公司绩效具有正向影响作用.....	33
5.1.2 国有企业的股权性质使股权集中度对公司绩效的正向影响变弱.....	33
5.1.3 中国建筑类上市企业公司绩效个体差异较大.....	33
5.1.4 中国建筑类上市企业的股权相对集中.....	34
5.1.5 中国建筑类上市企业国有企业比例较高.....	34
5.2 政策建议.....	34
5.2.1 适当保持第一大股东的股权相对集中.....	34
5.2.2 深化国有企业改革，改善国有企业所有者空置的现象.....	35
5.2.3 建立有效的中小股东保护方案，完善股权制衡机制.....	35
5.2.4 建立科学股权激励机制，鼓励核心员工加入所有者行列.....	36
5.2.5 建立鼓励投资的有效机制，构建多元化的所有权结构.....	37
5.3 研究不足.....	38
5.4 本章小结.....	38

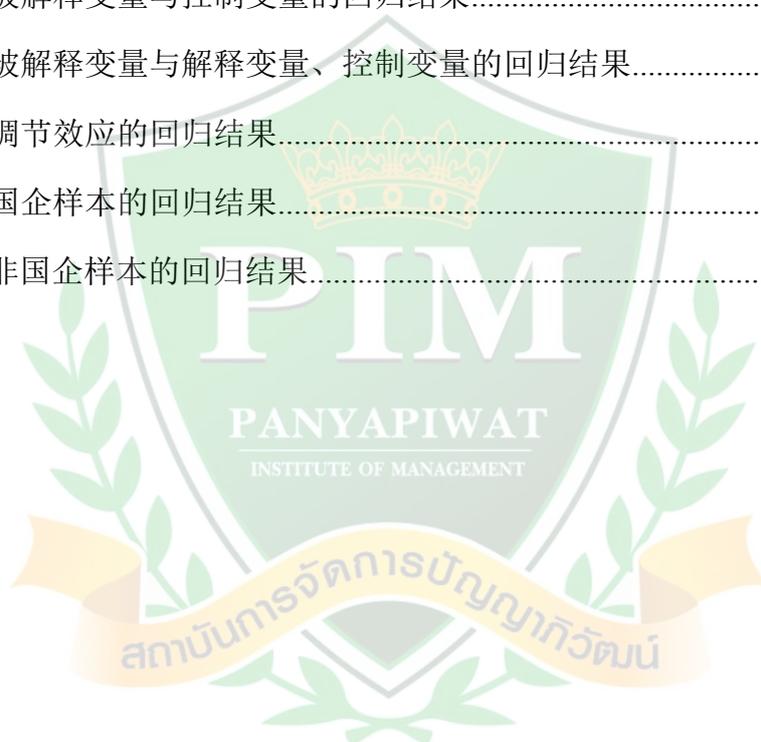
## 目录 (续)

参考文献.....	39
致谢.....	44
声明.....	45
个人简历.....	46



## 表格目录

表 3.1	变量定义和计算.....	20
表 4.1	总样本数据的描述性统计.....	23
表 4.2	国企样本数据的描述性统计.....	24
表 4.3	非国企样本数据的描述性统计.....	24
表 4.7	被解释变量与控制变量的回归结果.....	27
表 4.8	被解释变量与解释变量、控制变量的回归结果.....	28
表 4.9	调节效应的回归结果.....	29
表 4.10	国企样本的回归结果.....	31
表 4.11	非国企样本的回归结果.....	32



## 图片目录

图 1.1 文章结构图..... 6



# 第一章 绪论

## 1.1 研究背景

目前国际经济形势正在发生巨大且深刻的变化，各个国家和经济联合体之间的国际投资格局以及贸易规则也在随之变化，各国都在积极探索经济发展的新方向。中国经济的迅速崛起，引起了国际社会的极大关注，随着经济和市场全球化的不断深化，企业本身不得不面对更高的市场竞争挑战，仅仅局限于国内市场竞争机制的思考显然不能跟上经济发展的局势，如何提高公司治理效果，最大化的提高公司绩效，增强企业竞争力，是中国现代企业亟需解决的问题。中国政府提出“一带一路”构想，不仅是国际经济规则以及合作模式的探索，更为中国的各行各业迎来新一轮发展契机。“一带一路”本质上其实是中国开发模式的世界输出，中国通过基础设施开发带动欠发达地区发展的模式，包括了从金融到供应链结构的整个经济能力的输出。在输出的初步阶段，基础设施建设输出为中国建筑企业输出优势产能、转移和化解过剩产能提供了重要机遇。建筑行业作为“一带一路”的优先领域，几年来经过不懈努力，已经在国际市场上取得不菲的成绩。机遇与挑战并存，由于建筑业积弊较多且关系复杂，同时建筑企业整体管理水平明显落后，进入国际市场充分竞争的新形势下，建筑类企业如何提高公司治理能力，提高企业的核心竞争力，是建筑类企业亟需解决的新课题。

在 19 世纪以前，企业的所有权和经营权是统一的，企业主自行管理自行分配，基本上没有公司治理的概念，随着工业的长足发展，以及企业规模的不断扩大，原有的自主经营，亲力亲为模式已经不再适应企业发展。19 世纪 70 年代末，企业所有者不得不把企业的经营管理权交给职业经理人，至此企业的所有权开始逐渐分离，也就开始有了公司治理的概念。国际上有很多学者对公司治理展开深入研究，尤其近年来，股权集中度与公司绩效之间的关系成为公司治理领域关注的焦点。由于中国经济体制的特殊性，自 1978 年以来，市场经济不过几十年的光景，资本市场从 1989 年才开始建立，所以整体商业经济发展历史较短，公司治理理论研究尚处于初级阶段，上市企业股权结构的理论和机制也不成熟。

对于公司绩效来说，会有很多影响因素，股权结构是公司治理最重要的手段之一，直接影响企业各投资主体间的利益分配，决策权表达，从而影响企业的治理效果，并对企业的经营绩效产生重要的影响。一个企业的发展阶段就像是一个人从出生、成长到成熟、衰退的过程，所以企业的股权结构也因企业的发展阶段不同而在不断调整中。企业的发展阶段同时也是股权相对开放的过程，一个企业

的初创阶段，股权通常来说都是相对高度集中的，因为要保证企业发展过程中的果断决策和快速反应。但是随着企业的逐步发展，企业所有权也不再是由创始方独有，创始合伙人、资源方、专业投资机构、背书方、股权激励对象的加入，使得公司股权结构不断发生多元变化，尤其是企业进入资本市场后，成为公众公司，所有权处于随时变化状态，股权过分高度集中反倒会不利于企业发展。相对于其他国家来说，中国上市公司仍具有股权高度集中的特点，这与中国的所有制结构和资本市场规则有密不可分的联系。

中国上市公司到底是应该保持股权相对集中还是分散，才能提高公司绩效逐渐成为中国学者的关注焦点。因为股权结构会直接影响到股东是否愿意或者有必要参与到公司的管理运营当中，股权集中度有差异，股东行使权利的方式以及成效也将产生很大的不同。当企业具有较高的股权集中度时，大股东参与公司经营管理或者加强对管理者的监督积极性就会升高，有效降低委托代理成本从而会促进企业经营绩效提高；但同时，大股东积极参与公司管理和行使监督权的过程中，也可能存在大股东趋利避害心理作用下做出不利于公司或小股东的决策，这种委托人之间的利益冲突，又不利于公司的治理，进而导致公司经营绩效的下降。应该设定何种股权结构，股权集中度对公司绩效到底会有怎样的影响，许多公司治理领域的相关学者展开了诸多研究。

国外学者的研究结论大致分为三种观点，其中 Berle 和 Means（1932），Meckling 和 Jensen（1976），Gorssman 与 Hart（1986），Cubbin 和 Levy（1983），Shleifer 和 Vishny（1986）提出股权集中度对公司绩效是正相关的关系；一种观点认为，股权集中度与企业的经营绩效负相关，如 Leech 和 Leahy（1989），Burkart（1997），Lins（2003）；Alen（2012）；Mohammad Alipour（2013）等人；还有一种观点的股权集中度与公司绩效没有显著关系的观点，如 Demsetz and Lehn（1982），Myeong-Hyeon Cho（1998），Beneish、Billings 与 Hodder（2008），Qaiser Rafique Yasser（2015）等人。

中国国内有关上市公司股权集中度对公司绩效的影响研究结论也同样分为三个阵营：徐二明和王智慧（2000），张红军（2000），陈小悦和徐晓东（2001），秦翠萍等（2006），徐莉萍（2008），周仁俊、杨战兵和李礼（2010），董骏豪（2010），陈红、刘斌，李晋丰（2018）等人认为，股权相对集中会对公司绩效起到积极作用；高明华和杨静（2002），胡洁、胡颖（2006），黄建山、李春米（2009），张良、王平和毛道维（2010），黄静、屠梅曾（2012），肖淑芳（2012），王凯俊（2013），邱爽（2016），王雪平、王小平（2017）等人研究结果认为股权相对分散对公司的绩效更有一定的激励作用；刘际路、汪军军（2011），吴格（2012），蒋蕾（2012），

吴国鼎、叶阳（2013），李志学、念凤强（2016），徐爱菲（2016）等人认为股权集中度与公司绩效没有显著关系。

由此看出，由各国的经济体制差异，研究方法各不相同，企业发展以及规模差异性大，行业不同等原因，导致各国学者对于此问题的研究结论并不统一，也就无法在实践当中为企业提供有效的参考，中国企业股权结构改革更需要适合中国国情的股权结构研究理论做参考，中国的资本市场有其特殊性，加上中国上市企业中，国企控股现象相对普遍存在，在中国上市企业中寻找国企与非国企在股权集中度与公司绩效的关系规律，对于中国上市企业的股权结构改革具有重要意义。

建筑业在带动国民经济发展,推动社会良好持续运行等方面都发挥着重要作用，是社会经济的重要组成部分。当前在社会经济快速发展的过程中,我国建筑业的发展水平不断提升,发展速度不断加快。中国建筑类上市企业作为传统行业股权高度集中普遍存在，而且国企比例更高，是应该继续保持股权相对集中还是尽可能将股权尽量分散，才能够提高公司绩效，增强竞争力。截止目前，理论界对于建筑类上市企业股权集中度与公司绩效的关系研究甚少，引入股权性质作为调节作用深入的研究更少之又少。中国建筑类上市企业面临股权结构调整的关键时刻，亟需一个有效的参考标准。

## 1.2 研究目的和意义

### 1.2.1 目的

现有文献对股权集中度与公司绩效关系的研究有很多，但结论不统一，至今没有一个统一的参考依据。中国的经济体制和市场具有一定的特殊性，中国资本市场的规则要求上市公司必须同股同权，所以股权结构对于中国上市公司来说更具有实践价值，因为其他完全市场经济国家制度和中國非上市公司制度与中国上市公司的机制不同，他们完全可以运用分红权与表决权分离、同股不同权机制等技术手段调节公司治理效果，而中国上市公司在同股同权的统一规则下，更需要用股权结构来调节公司治理效果。

建筑行业属于传统行业，在中国经济结构中占有不可或缺的地位，国企比例较高，且该行业股权相对集中，到底应该继续保持现状，还是应尽量分散股权，才能促进公司绩效，提高企业的市场竞争力，在所有制改革过程没有统一的参考依据，加上中国建筑类企业中国企比例较高，作为特殊的股权性质，相对于非国企来看，股权结构与公司治理的关系有何不同，急需一个有效的研究结论。

本文拟通过对建筑类上市公司股权集中度与公司绩效的关系研究，找到股权集中度对公司绩效的影响规律，以及国有企业相对于非国有企业相比有何不同，以期给建筑类上市企业提供有效参考意见，帮助企业提高治理效果，科学调整股权结构，以增强企业的竞争能力和抗风险能力。

### 1.2.2 意义

针对中国建筑类上市企业股权集中度与公司绩效之间的关系研究甚少，本文在一定程度上丰富了该领域的理论研究。

前者鲜有将企业股权性质引入股权集中与公司绩效关系的实证研究，本文将股权性质作为调节变量，深入探讨在中国建筑类上市企业国有性质对股权集中度与公司绩效的关系影响，对于该领域理论研究具有一定的补充意义。

中国上市公司相对于其他国家公司来说，运用公司治理的手段选择余地更小，建筑类企业更需要从所有权角度来提高公司治理效果，本研究对于中国建筑类上市企业在股权结构改革过程中具有一定的实践参考意义。

## 1.3 研究内容和研究方法

### 1.3.1 研究内容

中国经济面临至关重要的转型期，如何提高公司治理效果，进而提高企业绩效，增强企业活力及竞争力是我国企业尤其是上市企业亟需解决的课题。影响一个企业的绩效因素有很多，而股权结构是公司治理不可或缺的重要组成部分，尤其是中国资本市场的现行规则下，更需要用股权结构来增强公司治理效果，在我国建筑类上市企业中普遍存在股权高度集中的特点，进入国际竞争日益激烈的环境下，股权结构如何调整，才能提高公司绩效，是本文的主要研究目标。

本研究基于委托代理理论、委托人-委托人冲突理论、利益冲突效应为理论基础，对中国国内外关于股权集中度和企业经营绩效研究现状和相关理论进行总结梳理，从股权集中度的角度出发，运用来自 Wind 数据库的统计数据，以我国建筑类上市企业为研究对象，通过构建相应的回归模型，对其进行实证分析。拟揭示股权集中度与公司绩效之间的关系，探讨各变量之间的影响关系和作用机理。具体针对以下内容展开：

#### (1) 中国建筑类上市企业股权集中度对公司绩效的影响

影响一个公司整体绩效的因素有很多，如公司治理能力、科技水平、企业规模、市场需求、产品质量、企业影响力等。对于建筑类上市公司而言，公司治理

能力的影响因素尤为突出，本文仅从公司治理角度对公司绩效进行分析研究。同时，公司绩效也是有很多评价维度，本文将公司资产回报率，确定为评价公司绩效的单一标准。

股权集中度在中国上市企业公司治理领域具有特殊的研究价值，中国建筑类上市企业的公司治理更多依赖股权结构的调节作用，而股权集中度是对一个企业内部股权结构的相对评价概念，理论界对于股权集中度的测量也有很多不同的方法，本文采用第一大股东的持股比例( $CR_1$ )来测量股权集中度；

(2) 股权性质（国有、非国有）对股权集中度与公司绩效之间关系的调节效应

中国经济体制下，国有经济为主流，私有经济是重要的补充，因此在中国的上市企业中，国有企业占有不可忽视的地位，建筑类上市企业中国有企业普遍存在，国有企业的所有权缺位问题是客观长期存在的现象，国有企业的股权集中度与公司绩效之间的关系，是否与其他非国有企业的规律相同，股权性质对此有无调节效应，也是本文的研究重点。

### 1.3.2 研究方法

本文主要以定量分析法作为基本研究方法，研究过程中具体运用了以下方法：

#### (1) 文献分析法

本文在写作之前以及写作的过程中，通过阅读泰国正大管理学院图书馆相关文献，并通过中国知网，百度学术，万方，Wind 数据库等相关电子资料文献平台，收集和比对各学者的研究方法和结论，学习和理解相关理论基础和概念，重点选择参阅建筑类企业的相关研究，为本文的研究提供研究基础。

#### (2) 实证分析法

在实证分析阶段，本文选择了分层回归的研究方法，层层推进对相关数据分别进行统计、分析，并对分析结果进行比对研究，得出实证分析结果。

#### (3) 理论分析与实践相结合的方法

本文在理论分析的基础上，通过观察实践中公司治理现象，提出合理建议，让本文的研究具有实践参考价值。

## 1.4 研究思路和框架

本文从观察现实中的社会现象，层层深入地引出文章的研究课题，通过阅读

大量的相关文献，梳理了国际上以及中国国内学者的研究结论，明确了本文的研究目的和意义，试对本文涉及到的相关理论概念进行界定，理解和梳理了本文涉及到的相关学术观点以及理论基础，在此基础上提出本文的三个研究假设，通过中国 Wind 数据库收集到的沪深两市 2012-2017 年的建筑类上市企业数据为样本，删除数据缺失部分后，最终得到 84 家建筑类企业的 378 个观测值，根据已经选定的变量，构建相应的回归模型，对本文提出假设进行实证检验，分析企业股权集中度与公司绩效之间的影响，根据本文的检验结果，提出相应的对策建议，具体结构如图：

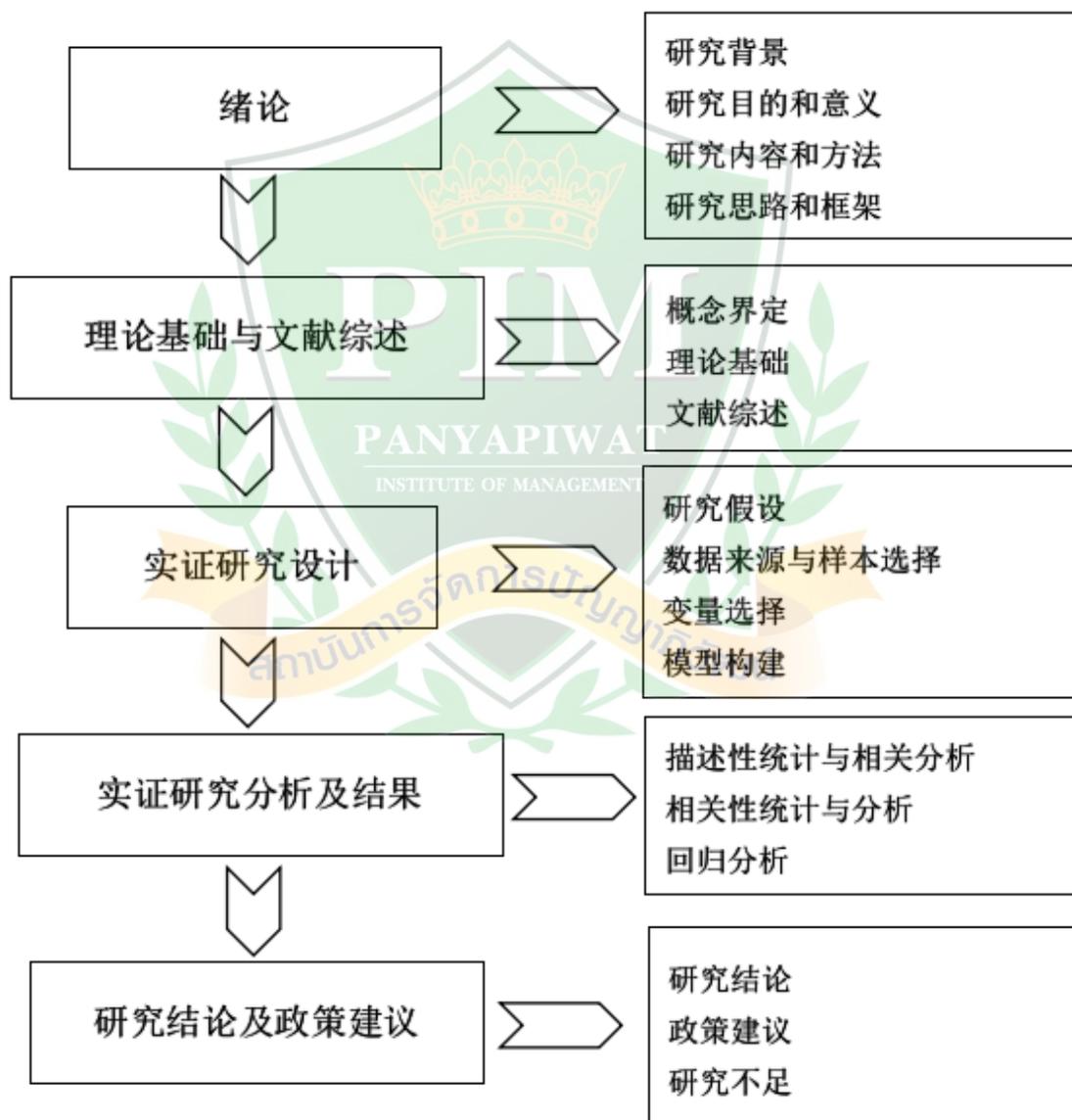


图 1.1 文章结构图

## 第二章 理论基础与文献综述

### 2.1 概念界定

#### 2.1.1 股权集中度概念及评价标准

股权集中度是评价一个企业内部股权分配的相对概念，具体是指各出资人的持股比例，如果股权相对集中在少数人手里，就说明该企业的股权集中度较高，如果股权比例相对分散，几乎看不出谁的占比更高，也就不能区分控股股东或大股东，就说这个企业的股权集中度较低（刘丹洋子，2018）。

#### 2.1.2 公司绩效概念及评价标准

公司绩效是评价一个企业整体经营效果的概念，通常来看，经营效果会有几个评价因素，如企业的经济效益，资金的投资回报率，负债率，后续发展能力等方面。

目前，学术界对于公司绩效的评价标准有两种：一种是单一评价指标，就是简单从某一角度评价，如企业的收益率或者股票的每股收益。另一种是综合评价指标，是通过企业建立指标体系来综合评价企业的真实状况，除了企业的盈利能力，还要综合资产状况、营运能力及后续发展等相关指标。本文将公司资产回报率确定为评价公司绩效的单一标准（郝紫琪，2018）。

#### 2.1.3 其他相关概念

##### 上市企业

这是一个法律概念，本文是以中国建筑类上市企业为研究对象，所以根据《中华人民共和国公司法》明确规定，上市公司是指所公开发行的股票经过国务院或者国务院授权的证券管理部门批准在证券交易所上市交易的股份有限公司。而本文所述上市公司仅指，在沪深两市（主板）公开发行股票股份有限公司。

##### 国有企业

国有企业是指所有权结构中有国家作为出资人的企业。中国的国有企业主要有三种股权结构形式，国有独资企业，国有控股企业和国有参股企业，参照 Zhu 和 Yoshikawa（2016）的研究，本文所指国有企业仅指实际控制人为国企的公司，实际控制人不是国企的公司，则被称为非国有公司。

##### 建筑企业

建筑业是很多国家的支柱产业，由于项目的建设周期大多较长，所以建筑业的链条较长，从项目规划、设计、施工、安装、维护、监控等行业统称为建筑行业。中国的建筑企业根据主营业务又可以继续细分为八大种类：房屋建筑业、基础设施建设、建筑装饰、园林绿化、钢结构、石化冶金矿山工程、国际工程等，而本文定义的建筑类企业，未对业务类型进行细分，凡是跟建筑类相关的种类均统称为建筑企业。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 委托代理理论

委托代理理论是现代企业管理的基础理论之一，基于两权分离理论的基础上发展而来。随着工业的发展，以及企业规模的不断扩张，美国学者 Berle 和 Means (1932)，在《现代公司与私有产权》率先提出的企业所有权和管理权分离的观点，在他们看来，企业的经营管理权已经不再是企业的所有者自己掌控，而是交由职业经理人或公司管理层，所有者享有的是企业剩余价值的分配权，作为企业的管理者只有管理权，享有固定的管理收入，与企业的整体绩效没有直接关系，其角度不会与企业所有者一致，难免会在做管理决策时伤害到企业所有者的利益。正是由于出现了企业所有权与管理权分离的现象，才有了现代企业管理中的公司治理概念。公司治理的核心目标就是协调管理者与所有者之间的委托代理关系，建立科学有效的运营机制，改善所有者的劣势地位，激励各方目标一致，让共同利益最大化。

委托代理理论是契约理论最重要的发展之一，其主要任务就是在委托方和代理人之间存在信息不对称、利益矛盾的前提下，寻找制约机制。所有者和管理者之间存在利益不同，信息也不对称，所有者无法在与管理者建立委托关系签时可预见代理人所有的行为，正如企业的所有者在招聘管理人时，是不能穷尽所能的在合同中明确约定将来所有可能发生的对自己不利的决策行为，这就存在管理者利用职权之便占据企业利益，或者提高自己福利待遇，怠于履行管理职责的可能性(Berle,A., Means.1932)。

### 2.2.2 委托人-委托人冲突理论

委托人-委托人冲突理论是基于委托代理理论发展起来的观点，是对委托代理理论的再研究结果。该理论的代表人物研究表明，企业中的利益冲突关系不仅仅存在于所有者与管理者之间，在大股东和小股东之间也同样存在利益冲突。由

于企业的不断发展壮大，股权结构也在发生了深刻变化，所有者不再是个人所有或者家族企业为主，投资人的多样性、股权结构的复杂性变化，让出资人与出资人之间也开始出现利益冲突和矛盾。因为大股东的实力和地位完全有能力操纵企业的管理机构的议事规则，但大股东的利益和中小股东的利益发生冲突，中小股东的利益经常无法保障，这就是委托人-委托人冲突理论（Morck et al.,2005）。

依据该理论，股权相对集中的情况下，控股股东难免会因个人利益因素操纵公司交易行为，侵害公司以及中小股东的利益，进而会影响公司绩效。

### 2.2.3 利益侵占效用

这是从利益角度对委托人-委托人冲突理论的进一步研究发展起来的理论，即从“利益侵占效用”角度出发，当控股股东与其他中小股东利益发生严重冲突的情况下，大股东会为了追求自身利益最大化，参与公司管理层的投资决策，破坏企业正常经营业务，侵占中小股东或者企业的利益，进而对企业绩效产生负面影响，支持这个理论的学者认为，要避免利益侵占效应，就尽量避免企业出现控股股东（潘颖、聂建平，2010）。

## 2.3 文献综述

国际以及中国学者对于股权集中度对公司绩效的影响展开了很多研究，但至今没有统一到定论，他们的观点大体可以分为三种结论：股权集中度与公司绩效正相关，股权集中度与公司绩效负相关，以及股权集中度与公司绩效没有相关性。

### 2.3.1 国外有关股权集中度与公司绩效的影响研究

自上世纪三十年代以来，各国学者展开了关于股权集中度影响企业经营绩效的深入研究，但至今尚未形成统一观点。

一种观点认为，股权集中度正向影响企业的经营绩效：二十世纪三十年代，学者 Berle 和 Means（1932）针对两权分离以及委托代理理论发表了众多观点，其中对于股权结构，两位学者认为，从监管角度分析考虑，股权过于分散时，股东监管成本就会增大，尤其对于小股东没有能力和意愿去监督高管的决策行为，使得委托人的利益被代理人损害成为可能。所以他们认为股权越集中，对公司绩效越具有促进作用。Meckling 和 Jensen（1976）将股东分为内部股东和外部股东两种类型，外部股东的股权集中度几乎对公司绩效没什么影响，而内部股东的比例，对企业的绩效有很大影响，经二位学者的实证检验结果表明，内部股东持股

比例越高，公司绩效也就会随之提高。Gorssman 与 Hart（1986）以模型分析的论证方式，对股权结构做了深度的研究发现，如果企业股权相对松散，中小股东参与企业管理和监督的积极性就会下降，因为中小股东参与及经营和监督的成本过高，与其回报无法成正比，如果企业在运营过程中，适度的股权集中，则更加有利于降低监管成本，提高股东参与公司治理的积极性，也能够让股东的收益得到保障，从而影响企业的经营与效益。Cubbin 和 Levy(1983)等研究表明，一个公司的股权高度集中能够提高公司的股票价格，进而提高公司的经营绩效。Shleifer 和 Vishny(1986)两位学者认为，真正关心公司发展的只有持股比例较高的股东，因为公司公司绩效越高，经济效益越好，自己的利益才能最大化，甚至有的企业大股东或者控股股东直接参与公司运营管理，这就在一定程度上降低了委托代理成本。而在股权相对分散的企业，没有人真正愿意投入精力介入公司管理，更不要说去主动履行监督职能。

另一种观点认为，股权集中度与企业的经营绩效负相关：Leech 和 Leahy(1989)，两人以英国企业作为研究对象，通过研究分析发现，在所有权与管理权分离的企业，股权集中度与公司绩效是负相关关系。Burkart(1997)从投资的角度出发，认为过于集中的企业不利于投资，因为股权过于集中会对管理者产生负面影响，从而会影响公司绩效。Lins（2003）经过多年的搜集与分析，在2003发表的文章中，集中整理了22个新兴市场公司的数据资料，对企业股权结构分析研究显示，如果企业股权集中度高，控股股东可能会存在不法行为或者危害公司及其他股东利益的行为，利用手中的权利任意攫取小股东的利益，从而影响企业的经营与效益。Alen（2012）在二十一世纪初在对萨格勒布证券交易所上市企业的数据进行研究，经过七年的考察研究分析，于2012年发表重要文章表示，经过对以往研究比对发现，企业大股东股权集中度越高，中小股东的合法利益越容易受到侵害，对企业的经营、收益均会带来不利的影响。Mohammad Alipour（2013）以总资产净利率为解释变量，通过各种变量的选择对比，最终得出结论：股权越集中，公司总资产净利率越低。

还有一种观点认为，股权如何分配与公司绩效没有关系：Demsetz and Lehn（1982）多年关注股权集中度与公司绩效关联性的课题，于二十世纪八十年代发表重要文章，学者选取二十世纪八十年代 500 家企业作为参考样本，并选择会计利润率作为衡量公司经营绩效的代理指标。经过研究分析得出，企业股权的集中程度，并不影响企业的绩效，两者并无显著的关联性。Myeong-Hyeon Cho（1998）以 500 家制造类企业为研究对象，经过研究分析得出投资是影响企业经营绩效的重要因素，而股权结构与公司的经营效益之间并无显著的关联性。Beneish、

Billings 与 Hodder (2008) 两位学者以内部控制缺陷作为内部控制质量的代理变量对资本市场研究分析, 经研究发现, 股权集中度与企业股价并无关联性。Qaiser Rafique Yasser 等 (2015) 在以巴基斯坦的某上市公司作为研究样本, 经过研究分析比对, 发现股权集中度与财务绩效并无关联性。

以上国际上相关学者对股权集中度对公司绩效的影响研究结论来看, 多数相关领域的研究都相对早期, 各个国家所处的政治、文化、宗教等因素, 也会影响国家对投资者的保护程度, 进而影响一个企业的股权结构。由于中国的经济体制和国情的特殊性, 加之上市公司的同股同权同股、同利原则与其他国家的规则不同, 所以, 在考虑西方相关学者的研究成果时, 需要除了注意政治、文化、宗教等方面的差异, 更应考虑资本市场的规则差异性。

### 2.3.2 中国有关股权集中度对公司绩效的影响研究

近年来, 股权集中度与公司绩效的关系也吸引了中国大量学者的关注, 但是观点也没有统一结论。

一种观点认为, 股权集中度对公司绩效有正向的积极影响 (雷珣璠, 2017): 徐二明和王智慧(2000)选取了国内具有代表性的 105 家样本企业进行比对分析, 通过研究发现, 企业中大股东股权集中度越高, 越有利于企业的成长与经营, 股权相对集中对企业的绩效呈现出积极的关联状态。张红军(2000)以二十世纪九十年代为研究时间轴, 剔除上市初期股价不稳定的因素, 从截面的角度通过对股权集中度的实证分析结果表明, “搭便车”的问题在分散性股权结构的企业表现明显, 集中股权对托宾 Q 的正向的调节效应明显, 所以得出股权越集中公司绩效越高的结论。陈小悦和徐晓东(2001)以十九世纪九十年代深交所非金融上市企业为研究对象, 通过对企业进行垄断保护和非垄断的分类比对, 企业绩效选用资产收益率为衡量指标, 运用矩阵研究表明, 排除垄断企业, 企业确实能通过提高股权集中度来间接促进绩效水平。秦翠萍 (2006) 针对小股东对管理层经营决策的影响进行分析论述, 研究发现, 小股东无法对管理层的经营决策有大的影响, 因此推断提高股权集中度可以帮助企业的大股东对管理者的行为进行监督, 进而提高财务绩效水平。徐莉萍等人 (2008) 也是以上市公司为研究对象, 并剔除行业影响因素, 以综合评级标准确定为公司绩效的衡量标准, 经研究表明, 股权集中度与公司绩效存在线性正相关关系。周仁俊, 杨战兵和李礼(2010)经研究发现, 股权集中的企业, 能充分关注企业对管理层的激励机制, 所以对公司绩效具有促进作用。董骏豪 (2010) 则运用多元分析法, 对已有研究的实证结论进行对比分析, 得出肯定的结果, 即企业的经营绩效与股权集中度有正向相关作用。陈红, 刘斌

(2017)以《财富杂志》中的28家制造类企业为研究对象,提取股权结构数据和财务数据研究发现,股权越集中越可以促进销售增长,故对公司绩效有正向影响作用。李晋丰(2018)并非直接以股权结构与公司绩效之间的关系为研究对象,而是在研究企业的社会责任与公司绩效之间的关系时发现,当企业的大股东明确且股权相对集中的情况下,公司绩效越高。

还有一种相反观点,认为股权相对分散,对公司绩效具有积极作用:高明华和杨静(2002)以2001年327家上市企业为研究样本,通过分析数据,研究发现,得出企业大股东持股比例越高,公司绩效反倒越低的结论。胡洁、胡颖(2006)选取截至2001年6月30日沪深上市的企业为样本,运用统计分析和回归分析法检验股权集中度与企业绩效的关联性,经学者研究分析得出结论:企业股权较为分散的状态时,企业的绩效较为良好。黄建山、李春米(2009)将股权集中度、技术效率和公司绩效共同研究发现,股权集中度与公司绩效没有直接的影响关系,但是由于股权集中度对于技术效率有负面的消极影响,而技术效率又是公司绩效的重要影响因素,故股权越集中就越不利于技术效率提高,从而影响公司绩效。

张良、王平和毛道维(2010)以中国实施股权改制的上市企业为研究对象,明确中国股权改制对公司绩效具有正向作用,他们认为股权相对集中,大股东的优势地位对于公司绩效造成负面影响,所以应设计股权制衡机制,合理限制大股东的股权比例。黄静、屠梅曾(2012)以我国完成股权分置改革的上市公司为研究对象,运用纵向比较和数据分析方法,得出结论股权集中度高的公司绩效提升幅度明显小于股权分散的公司。肖淑芳(2012)等学者从股权激励角度出发,认为股权激励的变动会随着股权集中度的变动而变动,公司股权越集中,公司股权激励效果就越不明显,故对公司绩效存在负向影响。王凯俊(2013)以中国上市证券公司为研究对象,将来自上市企业的财务年报数据进行分析,寻找股权集中度与公司绩效之间的影响规律,发现中国证券类上市公司的股权集中度越高,企业绩效就会越低。邱爽(2016)以中国文化类上市企业为研究对象,经过数据比对分析发现,在中国文化类上市企业当中,股权越集中,公司绩效越低,股权越分散,绩效越高,所以主张中国文化类上市企业应尽量平均股权,限制股权集中。王雪平、王小平(2017)未对企业类型进行区分,在现有研究基础上,结合现代公司的经营管理以及发展状况,实分析得出,股权集中度过高会对企业带来负面的消极影响。

中国学者中也存在股权集中度与公司绩效之间没有关系的观点:刘际路、汪军军(2011)以民营企业作为研究样本,将《巨潮资讯》提供的174家企业数据

为研究基础，将第一大股东持股比例作为衡量股权集中度的标准，研究发现，民企的股权结构与公司绩效没有显著关联。吴格（2012）以创业板的上市公司作为研究对象，通过年报数据分析得出结论，企业的股权结构对公司经营效益的关联性很小，基本上不影响公司绩效。蒋蕾（2012）以 317 家中小企业为研究对象，通过统计分析 2008-2010 年的财务数据，检验股权集中度与公司绩效的关系发现，二者并不存在显著的影响作用。吴国鼎、叶阳（2013）以国有控股企业作为研究对象，根据上市公司的财务数据进行分析发现，影响公司绩效的主要因素是行业因素，并非股权集中度。李志学、念凤强（2016）在考虑滞后性的前提下，以沪深两市 2012-2014 年的企业为研究对象，经分析发现，企业的股权结构对于公司绩效没有影响。徐爱菲（2016）以完全竞争性企业为研究对象，将 50 家竞争性企业的报表数据进行研究分析发现，在中国完全竞争市场企业中，股权结构对于公司绩效没有显著的影响作用。

如果说以中国国内企业为样本，可以消除机制差异，那么分析中国学者研究结果仍不一致的原因，主要是由于各学者对股权集中度的分析未进行行业和股权性质进行明确区分，加上对上市公司展开研究时各变量的选择、地区、研究方法等差异性原因，导致研究结论也不统一。本文拟对中国建筑类上市企业的股权集中度与公司绩效的关系进行实证研究，以及股权性质的差异对于本文的研究结果有什么变化，希望为中国建筑类上市企业的公司股权结构找到有价值的实用规律。

### 2.3.3 现有研究评述

总结以上国际以及中国学者的相关结论，不难发现，国际上的相关研究较为早期，对于股权集中度对于公司绩效的影响研究结论，截至目前仍未得出统一结论，这是由于各个国家所处的政治、文化、宗教以及对于投资者的条件限制等原因，导致企业的股权结构不同，进而研究结论也不相同。相对于其他国家而言，中国经济体制和国情的特殊性，资本市场的规则差异性，决定了中国企业应当立足本国市场，研究中国企业的治理规律；中国学者研究结论不一致主要是未对企业的行业和股权性质进行明确区分，各变量的选择、地区、研究方法等差异导致；中国学者对于建筑类上市企业股权集中度与公司绩效的影响研究甚少；将股权性质作为变量展开研究的少之又少。

## 2.4 本章小结

本章一共有三部分内容，相关理论概念，本文主要的理论基础以及现有文献综述。本章首先将股权集中度概念及评价、企业绩效概念与评价、建筑企业、国有企业和上市公司等概念分别进行界定；其次，对本文的理论基础进行了分别阐述，依据委托代理理论推论，股权集中度越高应该越能提供公司绩效，而基于委托人-委托人冲突理论和利益侵占效用推论，股权相对集中会侵害中小股东的利益进而最终影响公司绩效；最后，对现有的国外学者以及中国学者的研究结论进行了梳理，发现学者对于股权集中度与公司绩效的研究有很多，但是研究结论并不统一，有的主张股权集中度对公司绩效有正向影响，有的学者认为，股权集中度与公司绩效有负向影响，甚至有的学者研究发现，公司绩效与股权集中度没有关系。而关于建筑领域股权集中度与公司绩效的相关研究甚少，更鲜有学者研究股权性质对于股权集中度与公司绩效的调节效应。



## 第三章 实证研究设计

### 3.1 研究假设

#### 3.1.1 基于委托代理理论的股权集中度与公司绩效假设

美国学者 Berle 和 Means(1932), 在《现代公司与私有产权》率先提出企业所有权和管理权分离的观点, 这就是著名的委托代理理论, 基于这个理论, 才有了公司治理这一现代企业管理的基础概念。十九世纪以前, 企业主自行管理, 独享利益, 企业不存在所有权和管理权的区别, 也就没有公司治理的意义, 直至十九世纪七十年代, 工业得到飞速发展, 企业规模也在不断扩张, 企业的投资人开始聘请一些专职的经营管理者参与公司的管理, 此后, 企业的所有权和经营权逐渐开始分离。正是由于出现了企业所有权与管理权分离的现象, 于是出现了现代企业管理中的公司治理概念, 而公司治理最重要的核心问题就是妥善处理所有者与管理者之间的委托关系。在 Berle 和 Means 看来, 企业的经营管理权已经不再是由企业的所有者自己掌控, 而是交由职业经理人或公司管理层, 由于委托方与代理人之间的利益不同, 信息也不对称, 委托方无法在确定契约关系时可预见代理人所有的行为, 正如企业的所有者在招聘管理人时, 是不能穷尽所能的在合同中明确规避将来所有可能发生的对自己不利的决策行为, 这就存在管理人利用职权之便占据企业利益, 或者提高自己福利待遇, 怠于履行管理职责的可能性。加上所有者享有的是企业剩余价值的分配权, 作为企业的管理者只有管理权, 享有固定的管理收入, 与企业的整体绩效没有直接关系, 其角度不会与企业所有者一致, 很难保证在做管理决策时不伤害到企业所有者的利益。

委托代理理论就是在探索委托方和代理人之间的关系影响规律, 协调二者之间信息不对称、利益矛盾, 设计合理机制, 激励各方目标一致, 改善委托方的劣势地位, 让共同利益最大化。

企业管理发展至今, 委托代理关系在现代化企业已然是常态现象, 委托方与代理人之间的利益不同, 甚至会有一定的利益冲突, 企业的绩效与代理人通常没有直接的关系, 代理人更关心自己的薪酬体系, 所以难免会存在代理人利用职权之便侵害委托人利益的情形, 就需要所有者的监督角色发挥一定的制约作用。而当股权高度集中时, 大股东的利益与公司绩效紧密相关, 更愿意把注意力放在企业经营管理的监督工作上, 也会特别关注所有者与管理者之间的平衡机制, 这在一定程度上, 会促进企业发展, 继而提高公司绩效, 由此提出本文如下假设:

H1a:上市公司的股权集中度与公司绩效正相关。

### 3.1.2 基于委托人-委托人冲突理论的股权集中度与公司绩效假设

委托人-委托人冲突理论是在委托代理理论上发展起来的观点，Morck等人（2005）认为，除了企业所有者与管理者之间的利益冲突外，委托人与委托人之间也存在利益冲突。

随着公司股权结构发生多元性变化，公司的所有者也就是委托人与委托人之间也开始慢慢产生利益冲突，当控股股东与其他中小股东的利益不一致时，控股大股东完全可以运用自己在公司的优势地位侵害其他中小股东的利益。依据该理论，股权相对集中的情况下，控股股东难免会因个人利益因素侵害公司以及中小股东的利益，从而对公司整体运营不利。实践当中这种情况的常见方式有操控股东会以及决议规则，操纵公司交易行为，股权不合理比例质押，粉饰财务报表，不公允交易等行为。当然，由于目前为止中国现行制度层面对大股东利益侵占行为并无明确的界定，大股东还可以采取较为隐匿或短期反应不明显的方式，既不违反法律规定，短期内也不会影响股票价格，但长此以往，必将影响企业的可持续发展。

这一观点虽在委托代理理论的基础上发展而来，但是仅从股权集中度的角度分析，这两个理论的研究结论却是刚好相反的。委托代理理论的研究结果是股权相对集中的情况下，大股东会更有动力发挥监督作用，从而促进公司绩效；而委托人-委托人冲突理论认为，大股东在发挥监督作用的同时，存在侵害其他中小股东利益的情形，因此不利于顶层结构的稳定性，从而影响到公司绩效。

利益侵占效用理论与委托人-委托人利益冲突理论在此角度的结论一致，即各股东利益趋于不一致时，大股东会为了追求自身利益最大化，积极参与公司管理层的投资决策，破坏企业正常经营业务，侵占中小股东或者公司利益，因此会对公司成长造成负面影响，于是本文提出以下假设：

H1b: 上市公司的股权集中度与公司绩效负相关。

### 3.1.3 基于股权性质（国企、非国企）的调节效应假设

在中国的经济结构中，国有经济是最重要的组成部分，上市企业中国企比例也很高，虽然国有企业也是市场主体，但相对于其他所有权性质的企业相比，具有全民所有的产权关系具有特殊性：首先，所有权虚置，即在国家所有制(全民所有制)条件下,全民所有是抽象的,全民财产即属于全社会每一个人,又不属于任何特定的人,不存在人格化的所有者(荀大志，1989)。而每个人作为国企的真正所

有者，实践中也无法真正落实所有权，每个人分配下来的占比也不足以激励某一个人去履行监督义务。程序上虽由政府代为履行所有权职责，而政府本身也不是法人，没有真正的所有者动力履行所有者监督义务，从而造成所有权意义上的虚置。其次，实践当中，国企的委托代理关系链过长。国有资产逐级委托到各地方政府部门，地方政府派员进入企业参与管理，委托人同时也是代理人的双重角色，利益目标不一致，各环节容易造成信息不对称的局面，同时导致委托人监管不力，而代理人也无法真正关注所有者权益（金峰，2004）；再次，国企的内控机制几乎起不到任何的制衡作用，两层三会都无法彻底实现其定位目标，行政管理泛行政化。股东大会作为企业的最高决策机构，由于所有者虚置，难以形成对管理层的监督和约束作用；董事会成员大多都是管理层兼任的，管理层基本上都是政府任命的；监事会形同虚设，缺乏独立性，起不到监督促进的作用。

基于以上国有企业特殊性的分析，结合委托代理理论来看，国有企业上市公司存在较为典型的委托代理关系，国有企业的大股东是所有公民，国家代表全体公民形式所有权，同时代理人又是国家委任的国企高管，虽然有国资委代为履行监督义务，但事实上履行委托人职责和履行代理人职责的都是国家公工作人员，其利益目标往往冲突，也没有哪个公民真正愿意将精力投入到国企的监督工作当中，所以对公司绩效而言，基于委托代理理论的监督效应应该会变弱。

同理，基于利益侵占效应的角度来看，国企的大股东是全体公民，也就是事实上的所有权虚置状态，小股东是其他散户，实践中大股东没有操作空间去侵占小股东的利益，管理者作为代理人更没有任何利益驱使这样去做，所以利益侵占效应也不会明显，故本文提出如下假设：

H2：与非国有企业相比，国有企业的股权性质使股权集中度对公司绩效的影响变弱。

## 3.2 数据来源与样本选择

本文数据来自中国 Wind 数据库，以 2012-2017 年沪深两市 139 个建筑类上市公司为研究对象，根据上市公司年报中获得基础数据。

样本选择过程：

(1) 运用 Stata15.0 专业数据处理软件进行初选，2012-2017 年沪深两市建筑类上市公司共 139 个；

(2) 剔除 ST 公司，因为该类公司已经不具备研究价值，反倒会影响到实证回归结果，所以予以剔除；

(3) 根据本文变量，剔除数据缺失的样本公司，该类公司数据不完整，直接影响研究结果的客观性。

(4) 最后得到 84 家公司的 378 个观测值。

### 3.3 变量选择

#### 3.3.1 被解释变量

公司绩效是评价一个企业整体经营效果的概念，通常来看，衡量公司绩效有几个评价因素，如企业的经济效益，资产回报率，偿债能力，后续发展能力等方面。大多数学者选择两个维度来测量，一是用托宾 Q 值，另一种是用资产回报率，由于我国资本市场机制尚不健全，托宾 Q 值存在一定缺陷，本文拟在上市建筑企业寻找股权集中度与公司绩效之间的规律，故将公司资产回报率(ROA)即税后利润/总资产，确定为本文评价公司绩效的单一标准(段凯晴，2018)。

#### 3.3.2 解释变量

本文是以股权集中度与对公司绩效的影响为研究目标，故股权集中度为本文解释变量，而关于股权集中度的衡量标准理论界也不统一，参照以往研究，本文实证模型中选择第一大股东的持股比例(CR1)来测量股权集中度(吴波，2018)。

#### 3.3.3 调节变量

考虑到中国上市企业中，很大比例的企业股权性质为国有，研究股权集中度与公司绩效的关系不得不考虑这一特殊股权性质的特殊性，故将股权性质(TYPE)确定为本文的调节变量。如果上市公司为国有企业则取值为 1，否则取值 0(Zhu, Yoshikawa, 2016)。

#### 3.3.4 控制变量

如上所述，公司绩效是整体评价企业的经营效益水平，除了股权结构对公司绩效具有一定的影响外，还有其他因素也会对公司绩效带来影响，本文选择公司规模、资产负债率、董事会规模、独立董事比例、高管人数、董事长与总经理两职合一六个因素作为本研究的控制变量。

公司规模(SIZE): 公司规模是一个相对概念，而且实践中衡量公司规模也有很多标准，本文选取对年末总资产的自然对数代表企业规模的大小，并对其进行控制(张海凡，2018)。

**资产负债率(DAR):** 是指一个企业的总体负债水平, 以公司的负债总额与资产总额的比率计算。通常一个企业的负债率也在一定程度上反映企业的发展状况, 但同时又必须保证在一个适当的水平上才对企业有积极作用。如果负债率过低, 意味着企业投入的资金占比较高, 当时获得的收益又太低, 所以提高公司负债率其实对公司绩效有一定的促进作用, 但同时企业负债率过高的话, 说明企业的财务风险较高, 投资者会对企业失去信心(陶旭鹏, 2016)。

**董事会规模(BSIZE):** 具体是指董事会人数多少, 根据中国法律规定股份公司股东会人数为 5-19 人, 上市公司都是由董事会实际履行管理职能, 根据相关法律及公司章程的规定对企业重大事项具有决策权。董事会成员是经过股东会选举产生, 大股东必然会在董事会掌控一定的席位, 为了掌控公司的表决权, 通常情况下, 股权越集中的企业, 董事会成员人数越低, 反之就越多。

**独立董事比例(OS):** 独立董事是个相对概念, 相对于在公司任职或是股东的董事而言, 独立董事具有相对独立的角度, 对公司事务能做出独立判断。独立董事必须在人格、经济利益、产生程序、行权等方面独立, 不受控股股东和公司管理层的限制。按照中国现行法律规定, 上市公司独立董事人数不得少于董事会成员三分之一, 独立董事机制的建立, 不仅是为了降低代理成本, 更是为了让公众公司不被控股股东操纵, 从而侵害其他股东的利益, 所以独立董事比例越高, 该企业的决策相对客观理智, 比例越低, 代理成本就越高(刘洪文, 2017)。

**高管人数(ECTS):** 即公司高级管理人员的总人数。上市公司高管包含总经理、总裁、CEO、副总裁、副总经理、董秘和年报上公布的其他管理人员(包含董事中兼任的高管人员)。高管作为公司投资与经营战略的具体执行者, 同样对公司绩效具有非常密切的关系, 甚至有些重大决策是由公司高管提出的, 只是最终的表决通过董事会进行(齐寅峰, 古志辉, 李纪军, 臧春燕, 2005), 而实际运行中, 公司高管总是以团队的方式进行, 所以高管团队的人数最终会影响到公司绩效(覃家琦, 2011)。

**两职合一(DLT):** 两职合一具体是指企业的董事长和总经理一职, 同为一人兼任的现象。原则上董事长应起到监督总经理履职的作用, 当董事长兼任总经理时, 到底会降低代理成本还是增加了代理成本, 都是需要进一步确定的, 本文以董事长与总经理为一个人时, 取值为 1, 否则取值为 0。文中各变量的定义和计算参见表 3.1。

表 3.1 变量定义和计算

变量名称	变量符号	计算方法
资产回报率	ROA	税后利润/总资产
股权集中度	CR1	公司第一大股东持股比例
股权性质	TYPE	系国有性质则取值为 1，否则取值 0
公司规模	SIZE	公司年末总资产的自然对数
资产负债率	DAR	公司总负债/公司总资产
董事会规模	BSIZE	董事会人数
独立董事比例	OS	独立董事占董事会成员比例
高管人数	ECTS	公司高级管理人员的总人数
两职合一	DLT	董事长与总经理同为一人时，取值为 1，否则取值为 0

### 3.4 模型构建

基于以上研究假设和变量选择与界定，本文采用分层回归的方法检验股权集中度对公司绩效的影响，以及股权性质对股权集中度和公司绩效之间关系的调节效应，建立模型如下：

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 DAR + \beta_3 BSIZE + \beta_4 OS + \beta_5 ECTS + \beta_6 DLT + e \quad (1)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 DAR + \beta_3 BSIZE + \beta_4 OS + \beta_5 ECTS + \beta_6 DLT + \beta_7 CR_1 + e \quad (2)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 DAR + \beta_3 BSIZE + \beta_4 OS + \beta_5 ECTS + \beta_6 DLT + \beta_7 CR_1 + \beta_8 TYPE + \beta_9 CR_1 \times TYPE + e \quad (3)$$

其中 ROA 为公司绩效，CR<sub>1</sub> 为股权集中度，TYPE 为股权性质，SIZE 为公司规模，DAR 为资产负债率，BSIZE 为董事会规模，OS 为独立董事比例，DLT 为董事长与总经理两职合一，β<sub>0</sub> 表示常数项，β<sub>1-9</sub> 表示各变量对应的回归系数，e 表示误差项。

### 3.5 本章小结

本章是本文的研究设计部分，一共有四部分组成。第一部分提出本文的三个研究假设，基于委托代理理论提出股权集中度与公司绩效正相关的研究假设；基于委托人-委托人冲突理论提出股权集中度与公司绩效负相关的研究假设；加入股

权性质对于股权集中度与公司绩效的调节效应，提出与非国有企业相比，国有企业使股权集中度对公司绩效的影响变弱的研究假设。第二部分交代了本文的数据来源于中国 Wind 数据库，选择了中国建筑类上市企业样本为研究对象，将 2012 年至 2017 年统计数据中剔除缺失数据，最终得到 84 个企业的 378 个观测值。第三部分交代了本文的变量选择，被解释变量公司绩效以资产回报率为单一标准，解释变量以第一大股东持股比例为单一标准，调节变量为股权性质，控制变量选择了公司规模、资产负债率、董事会规模、独立董事比例、高管人数、董事长与总经理两职合一六个因素。第四部分构建了本文实证研究的模型。



## 第四章 实证研究分析和结果

### 4.1 描述性统计与分析

#### 4.1.1 总样本描述性统计和分析

根据上述变量的选择和定义，本文利用 Stata15.0,对总样本数据进行描述性统计分析结果如下：

中国建筑类上市企业的公司绩效（ROA）个体差异性巨大，其中最低值为-84.01%，最高值为156%，这应该跟中国建筑领域的机制不健全有直接关系：首先，中国建筑类上市企业的个体绩效差异大，应该与建筑市场存在垄断企业有直接关系，在大型政府投资类基础建设工程中，对于企业本身的技术要求和资金实力要求过高，绝大多数的工程都被行业龙头企业垄断，这样的工程利润较高，且建设资金有足够的保证。其次，中国建筑类上市企业的个体绩效差异大个体，还应该与实践当中建筑企业垫付工程款现象有关，作为加工承揽行业，原本只需投入生产成本，但实践当中大多数房地产开发商为了转嫁资金压力，会以垫资施工的方式招标，大大增加了建筑企业的资金成本，甚至有些公司出现极低的负数值也在意料之中常。

中国建筑类上市企业的公司绩效（ROA）整体行业平均值为3.26%，意味着建筑企业的总体绩效水平相对于其他行业来说不高，作为传统行业，虽然其行业壁垒不高，竞争也相对激烈，但严格来说建筑业毕竟属于加工承揽范畴，平均资产回报率却低于制造加工行业让人匪夷所思，这应该与中国政府近年来对房市的管控力度加大，房地产成为风险较高行业，资金链断裂的矛盾焦点集中到建筑企业存在较大的影响，相信在基建领域规则进一步完善后，整体绩效水平应该还有上升空间。

中国建筑类企业第一大股东持股比例（CR<sub>1</sub>）总体平均值为38.69%，一定程度反映出建筑企业股权相对集中的特点。说明建筑行业作为传统行业，其所有权结构相对简单，成分相对单一，从股权成分多元化角度出发的公司治理空间很大。但整体来看，建筑行业的第一大股东持股比例个体差异较大，有的企业股权非常分散，第一大股东最低持股仅有4.490%，而股权相对集中的企业第一大股东的持股比例最高达77.32%。

资产负债率（DAR）平均值为63.86%，意味着建筑企业的资本负债率整体略高。且建筑企业的个体差异也很大，最小的仅有4.78%，说明自有资金充足，但

同时也说明资本的杠杆效应较差，而最大值为186.7%，该企业风险又较大且存在资不抵债的财务风险。

公司规模即年末总资产（SIZE）显示，建筑行业的公司规模差异性不大，均值22.81%，意味着建筑行业总体资产略重。

股权性质即国企非国企（TYPE）显示，在中国上市的建筑行业中国企的比例较高，达45%，说明中国建筑类上市公司近一半都是国有企业。建筑行业是传统行业，市场化改革之前，建筑领域都是国有企业，多年的发展积累，形成了大量的国有建筑类资产，从计划经济向市场经济发展的过程中，所有制改革、股份制混改、供给侧改革等系列措施，在一定程度上起到了促进作用，但是进一步深化改革的空間仍然巨大，国有企业一股独大的局面更不利与公司绩效的整体提高，所有权空置现象使委托代理成本增加，委托链条冗长让决策过程延长，缺乏市场的灵活性，内部管控结构起不到应有的制衡作用等负面影响，在建筑类企业表现就会比较集中，在目前国企混改的大形势下，相对于其他行业，建筑业国企更迫切需要有效的改革参考机制。

董事规模（BSIZE）最小值为5，最大值为15，而平均值也8.390，反应建筑行业的董事会规模差异性不大，人数相对中等。

建筑行业高管人数(ECTS)最小值为2，显示该企业高管人数过少，最大值为28，又略显臃肿，平均值为8.29，反应出总体管理人数适宜的特点。

独立董事比例（OS）平均值为39.39%，反映出建筑行业独立董事人数比例总体略高。

董事长与总经理两职合一（DLT）的平均值为0.16%，反映出建筑行业董事长兼职总经理的现象为数不多。具体如下表4-1：

表 4.1 总样本数据的描述性统计

变量符号	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
ROA (%)	378	3.26	10.28	-84.01	156
CR1 (%)	378	38.69	15.77	4.49	77.32
DAR (%)	378	63.86	18.92	4.78	186.7
SIZE (%)	378	22.81	1.89	16.18	27.96
TYPE (%)	378	0.45	0.5	0	1
DLT (%)	378	0.16	0.37	0	1
BSIZE	378	8.39	1.53	5	15
ECTS	378	8.29	3.57	2	28
OS (%)	378	39.39	7.76	27.27	80

#### 4.1.2 分组描述性统计分析

本文将总样本根据是否国企控股进行分组统计，得出结论：在中国建筑类上市企业中，国有企业比非国有企业的公司绩效略低，股权更为集中，但国有企业的资产负债率平均值却高于非国企，意味着国企的杠杆效应较高，财务风险高于非国企。总体来看，国企公司规模与非国企，差异性不大；国企董事规模、高管人数、独立董事在董事会的人数比例均略大于民企，在董事长与总经理两职合一现象，国企与非国企的差异性不大，但非国企略多于国企。详见表 4-2、4-3。

表 4.2 国企样本数据的描述性统计

变量符号	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
ROA (%)	169	2.83	13.71	-84.01	156
CR1 (%)	169	46.29	16.25	12.05	77.32
DAR (%)	169	76.17	12.82	49.11	186.7
SIZE (%)	169	23.92	2.09	16.18	27.96
DLT (%)	169	0.14	0.34	0	1
BFSIZE	169	8.6	1.69	5	15
ECTS	169	8.99	4.11	2	28
OS% (%)	169	41.89	9.85	33.33	80

表 4.3 非国企样本数据的描述性统计

变量符号	观测值	mean	sd	min	max
ROA (%)	209	3.6	6.28	-39.05	16.82
CR1 (%)	209	32.54	12.34	4.49	67.5
DAR (%)	209	53.91	17.13	4.78	85.08
SIZE	209	21.91	1.07	19.03	24.03
DLT (%)	209	0.19	0.39	0	1
BFSIZE	209	8.23	1.37	5	12
ECTS	209	7.73	2.96	2	19
OS% (%)	209	37.38	4.67	27.27	57.14

## 4.2 相关性分析

### 4.2.1 总样本相关性分析

本文对总样本的相关性分析统计，大致可以看出各变量之间的关系，其中被解释变量 ROA（公司绩效）与解释变量 CR1（第一大股东持股比例）之间的相关系数为 0.05。TYPE（股权性质）与 ROA（公司绩效）之间系数为-0.037。CR1（第一大股东持股比例）与 TYPE（股权性质）之间的系数为 0.434，且在 1%的水平上显著相关，表明两者之间存在显著的正相关关系。详见表 4-4。

表 4.4 总样本相关性分析

变量符号	1	2	3	4	5	6	7	8	9
ROA	1								
CR <sub>1</sub>	0.050 0	1							
DAR	-0.197 ***	0.287 ***	1						
SIZE	-0.076 0	0.439 ***	0.548 ***	1					
TYPE	-0.037 0	0.434 ***	0.586 ***	0.528 ***	1				
DLT	0.142 ***	0.045 0	-0.164 ***	-0.269 ***	-0.068 0	1			
BSIZE	-0.126 **	-0.168 ***	0.294 ***	0.032 0	0.120 **	-0.208 ***	1		
ECTS	-0.028 0	0.182 ***	0.235 ***	0.364 ***	0.177 ***	-0.191 ***	0.086 *	1	
OS	0.028 0	0.412 ***	0.104 **	0.475 ***	0.289 ***	0.079 0	-0.489 ***	0.182 ***	1

注：n=378，\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 4.2.2 分组相关性分析

根据本文对国企样本的相关性统计结果，可以看出在国有样本中，被解释变量 ROA（公司绩效）与解释变量 CR1（第一大股东持股比例）之间的相关系数为-0.024，详见表 4-5。而根据非国企样本相关性统计结果得出，被解释变量 ROA

（公司绩效）与解释变量 CR1（第一大股东持股比例）之间的相关系数为 0.304，且在 1%的水平上显著相关。

表 4.5 国企样本相关性分析

变量符号	1	2	3	4	5	6	7	8
ROA	1							
CR1	-0.024	1						
SIZE	-0.078	0.462***	1					
DAR	-0.377***	0.067	0.284***	1				
BSIZE	-0.239***	-0.293***	-0.197***	0.391***	1			
OS	0.057	0.340***	0.574***	-0.039	-0.522***	1		
ECTS	-0.071	0.221***	0.363***	0.184**	0.028	0.214***	1	
DLT	0.186**	-0.117	-0.365***	-0.330***	-0.202***	0.012	-0.317***	1

注：n=378，\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

表4.6 非国企样本相关性分析

变量符号	1	2	3	4	5	6	7	8
ROA	1							
CR1	0.304***	1						
SIZE	-0.029	-0.038	1					
DAR	-0.026	0.155**	0.660***	1				
BSIZE	0.099	-0.186***	0.271***	0.188***	1			
OS	-0.005	0.338***	-0.160**	-0.081	-0.655***	1		
ECTS	0.119*	-0.02	0.319***	0.189***	0.016	0.054	1	
DLT	0.056	0.162**	-0.297***	-0.117*	-0.086	0.145**	-0.178***	1

注：n=378，\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 4.3 回归分析

本文采用分层回归方法检验股权集中度与公司绩效的关系，第一步做ROA与控制变量的回归分析，回归结果见表4-7；第二步在第一步的回归基础上，加

上解释变量股权集中度，检验回归分析见表4.8；第三步在第二步回归结果的基础上加上股权性质以及股权性质与股权集中度的乘积项，检验股权性质对股权集中度与公司绩效关系的调节作用，回归结果见表4.9。

#### 4.3.1 主效应的回归分析

表4.7为ROA与所有控制变量的回归结果，回归结果显示：对于总体建筑行业来看，公司负债率与公司绩效产生较为显著的负向影响作用，负债率越高，公司绩效越低；董事长兼职总经理的现象对公司绩效产生正向的积极影响，说明董事长与总理由一人兼任，更能提高管理效率，对公司绩效有明显的促进作用，回归结果见表4.7。

表 4.7 被解释变量与控制变量的回归结果

变量符号	(1) ROA
SIZE	0.386 (0.401)
DAR	-0.105*** (0.034)
BSIZE	-0.455 (0.418)
OS	-0.038 (0.093)
ECTS	0.088 (0.154)
DLT	3.108** (1.451)
Constant	5.255 (7.880)
Observations	387
R-squared	0.056

Standard errors in parentheses  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

在之前回归模型的基础上，加入解释变量股权集中度，来验证公司绩效与股权集中度之间的关系，结果显示：对于中国建筑类上市企业总样本，公司负债对公司绩效产生消极影响；董事长兼职总经理的现象正向影响公司绩效；股权集中度与公司绩效之间存在正向的积极影响。这一结论，初步验证了本文的第一个假设（H1a），即上市公司的股权集中度与公司绩效正相关。

该检验结果说明，基于委托代理理论的相关学者的研究结论，至少在中国建筑类上市企业领域是适用的，当企业股权高度集中时，大股东的利益与公司绩效紧密相关，更关注企业的发展，既有能力也有动力认真履行监督代理人的职责，这在一定程度上，促进了企业的发展。而股权相对分散的情况下，各个股东参与公司监管的动力明显不足，而且花费的成本也许远远大于其投资回报，所以股权较为分散的公司，比较容易发生“搭便车”的行为，因此在中国的建筑类上市企业中，更适合股权相对集中的所有权结构，详见表 4.8。

表 4.8 被解释变量与解释变量、控制变量的回归结果

变量符号	(1) ROA
CR1	0.063* (0.037)
SIZE	0.245 (0.408)
DAR	-0.115*** (0.034)
Bsize	-0.375 (0.419)
OS%	-0.063 (0.094)
ECTS	0.079 (0.154)
DLT	2.830* (1.457)

续表 4.8 被解释变量与解释变量、控制变量的回归结果

Constant	7.036 (7.932)
Observations	387
R-squared	0.063

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

#### 4.3.2 调节效应的回归分析

在以上模型的基础上，本文加上调节变量和调节变量与解释变量的乘积项，来进一步验证股权性质对公司绩效与股权集中度关系的调节作用，回归结果显示：股权集中度与股权性质的乘积项系数为-0.232，并在 1%的水平上显著，说明作为股权集中度与公司绩效关系的调节因素股权性质的调节效应显著，见表 4.9。

表 4.9 调节效应的回归结果

变量名称	(1) ROA
CR1	0.175*** (0.058)
SIZE	0.603 (0.442)
DAR	-0.159*** (0.038)
Bsize	-0.458 (0.431)
OS%	-0.104 (0.095)
ECTS	0.094 (0.156)
DLT	2.814* (1.507)

续表 4.9 调节效应的回归结果

TYPE	10.561*** (3.290)
CR1_TYPE	-0.232*** (0.079)
Constant	-0.284 (9.359)
Observations	378
R-squared	0.090

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 4.3.3 分组回归分析

为了进一步验证股权性质对股权集中度与公司绩效关系的调节效应，本研究将样本分为国企与非国企进行分组再次检验，回归结果可以看出，中国建筑类上市企业非国企股权集中度对公司绩效具有显著的积极影响，而国企股权集中度对公司绩效的影响变弱。进一步验证了本文的第三个假设（H2），与非国有企业相比，国有企业使股权集中度对公司绩效的影响会变弱，见表 4-10，4-11。

国企的股权集中度对公司绩效的影响，远不如非国企的影响显著，试分析其主要原因如下：首先，是国企的所有者空置现象让监督的角色缺失，实际履行监督职责的国家工作人员以及履行管理职责的企业管理人员，都不过是赚取薪资的岗位期待，大家最关心的都是每个月的薪水和奖金能拿到多少，没有任何人与公司的未来发展绑定。绩效奖励在某种程度上可以激励员工积极性，但终究还是和所有权利益有本质区别，所以国企根本没有实际意义上的监管动力，也就不能发挥所谓大股东积极监管企业发展的作用，无法促使公司绩效提高。其次，国有控股企业自身的市场竞争力不足，大多数国企控股企业在融资渠道、优惠政策、技术引进等方面能够得到更多的政府扶持，但这都不是正常的市场调节手段，对于企业自身的可持续发展没有实际意义。企业本身一定要有合理的治理机制，管理能力以及盈利能力，靠政府支持终究不是企业自身硬实力。

再次，中国国有控股企业往往具有政企双重身份，即使企业的所有者也是政府部门，企业的生产经营管理常常受到相关部门的过度干预，企业的管理人员通常不是通过人才市场公开竞争招聘入职，多数都是政府任命，不利于企业内部员工的积极性和创造性，而且机制内的管理规则显然跟不上市场反应速度，这在一

定程度上，影响了公司的可持续发展。同时，国企控股企业在经营过程当中，经常偏离企业利益最大化的经营目标，不考虑企业实际情况，忘记了企业是市场主体的身份，无谓的关注于国家政策，影响了企业的经营绩效。

表 4.10 国企样本的回归结果

变量符号	ROA
CRI	-0.053 (0.070)
SIZE	0.350 (0.694)
DAR	-0.403*** (0.089)
BSIZE	-0.500 (0.795)
OS%	-0.041 (0.142)
ECTS	0.028 (0.258)
DLT	4.557 (3.272)
Constant	32.701** (15.315)
Observations	169
R-squared	0.192

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

表 4.11 非国企样本的回归结果

变量符号	(1) ROA
CR <sub>1</sub>	0.194*** (0.036)
SIZE	-0.019 (0.542)
DAR	-0.041 (0.031)
BSIZE	0.842** (0.408)
OS%	-0.059 (0.123)
ECTS	0.283* (0.146)
DLT	0.434 (1.106)
Constant	-7.080 (12.427)
Observations	209
R-squared	0.165

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

#### 4.4 本章小结

本章由描述性统计与分析、相关性与分析以及回归分析三部分组成。实证检验结果再次验证了本文第一个假设（H1a），即股权集中度对公司绩效的关系正相关；以及第三个假设（H2），即股权性质使股权集中对公司绩效的影响会变弱。

## 第五章 研究结论及政策建议

### 5.1 研究结论

本文以中国建筑类上市企业为研究对象，选取 2012 年至 2017 年的样本数据进行分析研究，运用 Stata15.0 计量软件对样本数据进行统计分析，通过选取变量，运用分层回归的研究方法，实证分析中国建筑类上市企业股权集中度对公司绩效的影响，并在分析结果的基础上，加入股权性质对于股权集中度与公司绩效关系的调节作用进行分析，得出以下研究结论：

#### 5.1.1 上市企业的股权集中度对公司绩效具有正向影响作用

本文分析结果显示，在中国建筑类上市企业中，第一大股东持股比例越高，大股东参与公司运营管理的积极性就越高，监督效应越明显，越能促进公司绩效，验证了本文基于委托代理理论提出的第一个假设，即股权集中度与公司绩效具有显著的正相关关系。说明在股权相对集中的企业，所有者参与经营管理使得企业的决策效率提高，企业对市场的反应更及时，市场竞争力就越强，对于企业的发展具有积极作用；股权集中度越高，大股东的利益绑定就越牢靠，利益趋同促使大股东更关注企业发展，提高监督效应，委托代理成本降低，从而推进公司绩效的提高。

#### 5.1.2 国有企业的股权性质使股权集中度对公司绩效的正向影响变弱

本文调节效应的回归结果显示，在中国的建筑类上市企业当中，国有企业股权集中度对公司绩效的影响，远不如非国企的影响显著。这是由于国有企业存在所有者空置现象让监督的角色缺失，国有企业自身的市场竞争力不足，国有企业具有政企双重身份导致偏离经营目标等原因所致。

#### 5.1.3 中国建筑类上市企业公司绩效个体差异较大

中国建筑领域的机制不健全导致建筑类上市企业公司绩效的个体差异巨大。分析有以下原因导致：建筑市场绝大多数的高利润工程都由龙头企业垄断；绝大多数的房地产项目将资金压力转嫁到建设施工行业，使建设施工领域的资金成本加大；房地产的宏观管控措施，导致资金断裂，工程款层层拖欠，资金实力不足的企业面临雪上加霜的艰难地步。

#### 5.1.4 中国建筑类上市企业的股权相对集中

根据本文的统计结果不难看出，中国建筑类上市企业普遍存在股权高度集中的现象。第一大股东的平均股权比例高达 38.69%，说明建筑行业作为传统行业，其所有权结构相对传统，成分相对单一，从股权成分多元化角度出发的公司治理空间很大。根据国企样本描述统计分析结果，国有控股作为大股东的比例高达 46.29%，国有股份一股独大，而公司绩效相对于非国企却更低，应该是受国资重控制轻盈利的理念影响，故国企更需要所有权结构调整。

#### 5.1.5 中国建筑类上市企业国有企业比例较高

本文的总样本描述统计结果显示，中国建筑类上市企业中有近一半是国有企业，建筑行业作为传统行业之一，在目前国企混改的大形势下，相对于其他行业，建筑业国企更迫切需要有效的改革机制。

### 5.2 政策建议

建筑业作为中国国民经济的重要组成部分，曾经为中国的经济建设做出过巨大贡献，由于劳动力密集等原因，使该行业从中国经济从计划经济到市场经济的转变的过程中，依然保留相对较高的全民所有股权份额，这一股权结构会影响企业的经营绩效。为了促进建筑企业的良性发展，增加企业的市场竞争能力，有必要研究和探索出适合本行业的企业股权结构。

本文通过构建模型实证分析结果表明，得出本文的研究结论，现根据研究结论合理建议，为中国建筑类业企业的所有制改革提供相应的参考依据。

#### 5.2.1 适当保持第一大股东的股权相对集中

当前中国企业面临产业结构调整、经济社会转型的大背景下，未来企业的发展还处于不断摸索的成长期，根据本文的研究结果表明，建筑类企业股权相对集中对于公司绩效具有正向的积极影响作用，因此，建筑类企业应当适当保持第一大股东的股权相对集中。随着建筑类企业优化升级改革的不断加速，企业顶层结构的不断完善，会有新的投资人加入到所有者行列，企业的股权是不断被分化的过程。这在一定程度上有利于企业的发展，但同时我们必须考虑到，企业过于分散的股权不利于决策管理效率的提升，不能及时应对瞬息万变的市场变化，从而对公司绩效具有一定的负面影响，因此，企业应该适度保持第一大股东的集中股权，确保大股东的股权优势地位，能够确保其及时掌握公司的生产经营和管理

状况，加强对公司高层行为的有效监督，降低委托代理成本，提高公司绩效。企业以及相关的政府管理部门应该通过鼓励企业的大股东继续持有优势股权，或者鼓励股权相对分散的企业之间进行并购重组，渐渐形成股权优势的第一大股东，进而推动企业股权集中度的提高，促进企业良性发展，最终实现企业整体经营绩效的提升。

当然这里的建议是保持第一大股东持股比例适度集中，主要是为了降低委托代理成本，最大化的发挥所有者的监督效应，而非盲目的集合股权比例，拒绝多元化的所有权结构。过分集中的股权比例，相当于大股东完全控制公司，等于回到了所有权与管理权不分离的时代，所有者亲力亲为管理公司的原始状态，显然不适合社会发展形势，企业的竞争能力和市场应变能力会受到严重制约，不利于企业发展。

### **5.2.2 深化国有企业改革，改善国有企业所有者空置的现象**

本文的国企样本回归结果显示建筑类企业的国有控股性质使股权集中度对企业经营绩效的影响变弱。因此，为了更好的提升企业的经营绩效，中国建筑类企业应该继续加速对企业股权结构的调整，有效降低企业全民所有持股比重。国有股份减持是手段不是目的，是为了改善国企所有者空置。建筑类国有股份一股独大，对公司绩效反倒造成消极作用，并非股权比例的问题，而是控股股东的股权性质使股权集中度对公司绩效的积极影响变弱。根本原因，还是由于全民所有的性质造成所有者缺失，不能有效发挥监督作用导致。因此对于建筑类国有控股企业，国有股权应当适度减持，鼓励民营组织或者机构加入到所有者当中，并形成一定的股权集中度，这样才真正形成委托人的监督效应。

当然，对于国企改革不能采用一刀切的方式，要根据企业的具体情况而定。当国有股权在企业中处于绝对控股地位时，企业绩效将受到消极的影响，不利于企业的发展，所以建议减持，有利于提高对国有资产的合理配置，提高国有资产的利用效率，也有利于企业的发展。但是当国有股权并为达到绝对控股比例，只是参股地位时，就没有必要进行机械减持，因为国企占股本身还有其积极作用，需要积极引进新型投资主体，进而实现投资形式的多元化等手段和措施促进公司绩效。

### **5.2.3 建立有效的中小股东保护方案，完善股权制衡机制**

通过本文的实证分析结果表明，企业的股权集中度与公司绩效之间存在正向积极影响，所以要适当保持一定的股权集中度，这里需要强调把握好尺度，并

同时制定保护中小股东合法权益的相关机制，因为企业在股权结构改革过程中仅是简单关注大股东的股权集中，而忽视股权制衡机制，大股东就极有可能利用自己的优势地位，损害中小股东的合法权益。

因此，从企业内部应该建立对中小股东权益的保护机制，通过提高企业的治理能力，推动企业整体经营绩效的长期稳步提升。尽管中国目前的法律法规对于中小企业的保护机制有了很多措施，但是在执行层面依然存在难以落实的问题，所以建议应从法律层面进一步完善机制，如对对于异议股东股份回购请求权的完善；股东派生诉讼制度完善；进一步明确股东的知情权等措施。

一个公司的大股东往往比中小股东掌握更多企业经营管理的信息，对企业的经营管理监督能够起到显著作用，而公司的中小股东因其参与企业经营发展的动力不足等原因，几乎很少会参加公司的实际经营管理工作，久而久之给大股东创造了侵略中小股东的权益机会，为了缓解大股东与中小股东之间的委托人-受托人代理矛盾，需要完善上市公司的股权制衡机制，有效限制大股东与中小股东之间的“利益侵占效应”，保证中小股东能够积极参与公司重大经营管理决策，达到大股东利益、中小股东利益和公司利益协调一致发展，进一步促进公司绩效的提升，因此公司需要建立中小股东的保护制度，完善并健全股权制衡机制，提高公司经营管理的决策相对科学合理性和高效性，进一步促进公司绩效的提升。

#### **5.2.4 建立科学股权激励机制，鼓励核心员工加入所有者行列**

激励员工的方式有很多，其中以较市场而言跟优惠的方式给公司员工尤其是管理层公司股权的方式，被称之为股权激励。让员工通过获得公司股权的形式，转变其单一薪资期待，加强了该员工的忠诚度，并促进其积极关注公司的良性发展。目前，有没过企业内部使用股权激励机制，似乎已经成为现代企业管理最重要的激励方式，股权激励计划的设计实施是一个系统的工程，不同行业、不同股权结构、不同地区，甚至同一企业处于不同的发展阶段，他们实施股权激励计划的目的和具体方案是不一样的。如果企业留不住对自身发展有利的人才，就没有支持企业完成战略目标的有利条件。在委托代理理论下，公司的所有者和经营者应该共同参与管理公司，对管理层实施股权激励措施，提高管理层持股比例，把公司的经营成果与管理层的切身利益捆绑在一起，提高管理层经理人工作的积极性，达到实现公司绩效的最大化的目标。股权激励并非一个制度，而是一个有机体系，根据每个岗位在设计好激励方案之后，还应该相应指定实施和监管机制，确保股权激励真正发挥其激励作用。适合企业的股权激励机制不仅能稳定核心员工，更能让与企业息息相关的人加入到企业运营管理当中，有效增强委托人的监

督效应，对公司绩效有较为显著的促进作用 (杨丽蓉，2012)。

建筑类企业虽属传统行业，但建筑业的核心生产力早就完成了从简单劳动力集合到技术型、经验型团队的转变，尤其是大型的基础建设，科技成分占比越来越高，公司绩效水平在一定程度上也依赖于高科技人才以及现场管理的经验型人才的积极动力。所以建议建筑类企业一定不要忽视股权激励的作用，尽早落实政策，由控股股东向核心技术团队释放一定比例股权，吸纳到股东层面来，共同经营管理企业，未来企业的竞争一定是人才的竞争，建筑类企业也一样。

### 5.2.5 建立鼓励投资的有效机制，构建多元化的所有权结构

一般而言，上市公司有三种不同身份类型的的股东：以个人身份为主的股东、以政府身份为主的股东和以专业投资机构身份为主的股东。个人股东，也就是股市上广大的自然人个人投资者，考虑到个人股东的财力毕竟有限，且流动性大，所以调整比例没有太大意义。政府股东，是指政府持有上市公司的股权，就是国有股权，不参与到上市公司的实际经营管理中，监督效果也不理想；比较而言，机构股东又称“机构投资者”，不仅有强有力的资金保障，而且拥有由专业技能人员组成的核心管理团队，因此专业机构投资身份的股东对上市公司发展最有促进作用。建议建筑类上市公司可以按照自身的经营管理状态，合理引进部分机构投资者作为上市公司的股东，确保投资主体能够多元化，既可以提升企业的整体经营管理能力，又能够有效的发挥监督作用，约束管理层和其他大股东的符合公司利益的行为，创立合理的上市公司股权制衡机制，以达到促进公司绩效的目的。当然，个人观点是专业投资机构并不适合做控股股东，因为投资者的本质目的就是投资回报，对于企业的忠诚度远不及创始人团队或与企业共同成长的技术核心团队，甚至不如上下游企业并购成为企业股东身份的法人股东。建筑类企业本身除了国企控股外，其他大股东应该都是创始人团队或者说国企改制之后形成的核心团队，他们对于企业的忠诚度远远高于其他身份的股东，因此保持这些人的控股地位，适当增加专业投资机构参股可以为企业的高效运转锦上添花，但绝非支持投资者身份的股东成为建筑类企业上市公司的控股股东。

民营资本可以提高企业的经营活力，带来灵活的市场机制，提高企业的经营效率；国有资本可以增强企业的资金实力、技术优势和企业资质，开拓企业的经营市场，提高企研究结论、建议及展望业绩效；专业投资机构可以优化企业的治理结构，加强企业的外部监督，降低企业的治理成本，提升企业的治理效率，提高企业的战略绩效；核心团队通过股权激励成为所有者可以进一步提高企业本身的凝聚力，提高监督效应。总之，多种投资主体之间交叉、融合、可以发挥协同

效应，使企业经营效率最大化，提高企业的战略绩效。有效的促进国有资本、民营资本、管理层、机构投资者等多种投资的交叉、融合，形成合理的多元化治理结构，有利于建筑业上市公司的发展。

### 5.3 研究不足

本文根据已有文献的研究理论与研究结果，在相关公司治理理论的基础上，通过筛选建筑类上市公司的数据，构建相应的回归模型进行实证分析，根据实证检验结果，提出粗浅建议，为推动中国建筑类行业的股权结构改革提供一定的参考意见。但由于自己的理论知识欠缺，分析能力有限，本文的研究尚有以下不足。

本文的行业选择方面存在一定的局限性，本文在行业选取时只对建筑类上市公司做了样本统计，研究结果也许不能适用在其他行业；

本文将广义上的建筑企业样本都未做细分，根据主营业务建筑类企业又可以继续细分为八大种类：房屋建筑业、基础设施建设、建筑装饰、园林绿化、钢结构、石化冶金矿山工程、国际工程等，所以具体不同的企业参照结果也许会有偏差；

在控制变量的选择上，本文选择的都是企业内部的影响因素，而未对企业外部因素进行考虑，结论也许会有偏差。

### 5.4 本章小结

本章有结论部分、政策建议、研究不足三部分内容。研究结论总结了五方面内容：上市企业的股权集中度对公司绩效具有正向的积极影响作用；国有企业的股权性质使股权集中度对公司绩效的正向影响变弱；中国建筑类上市企业个体间的公司绩效差异性较大，且国企水平低于非国企的公司绩效水平；中国建筑类上市企业的股权相对集中；中国建筑类上市企业国企比例很高。在此基础上提出五方面建议：适当保持第一大股东的股权相对集中；深化国有企业改革，改善国有企业所有者空置的现象；建立有效的中小股东保护方案，完善股权制衡机制；建立科学股权激励机制，鼓励核心员工加入所有者行列；建立鼓励投资的有效机制，构建多元化的所有权结构。最后交代了本文的研究有哪些不足之后。

## 参考文献

- 陈小悦、徐晓东.(2001). 股权结构、企业绩效与投资者利益保护. *经济研究*(11), 3-11+94.
- 陈虹、刘斌 (2017). 股权结构、业绩增长与财务绩效研究——基于《财富》500 强制造业的样本分析. *当代经济*(4).
- 董骏豪.(2010). 中国上市公司股权结构与公司绩效关系的元分析. *经济论坛*(3), 63-66.
- 段凯晴.(2018). *我国房地产民营上市公司股权集中度与公司绩效的相关性研究*. (Doctoral dissertation).
- 高明华、杨静.(2002). 中国上市公司治理绩效的影响因素分析. *国际金融研究*(11), 54-58.
- 荀大志.(1989). 关于全民企业经营机制改革的几点思考. *宏观经济研究*.
- 郝紫琪.(2008). *股权集中度与企业绩效-基于制造业的经验证据*. 硕士学位. 对外经济贸易大学.
- 胡洁、胡颖.(2006). 上市公司股权结构与公司绩效关系的实证分析. *管理世界*, 29(3), 99-107.
- 胡俊婕.(2019). *建筑业财务共享服务商业化研究*. (Doctoral dissertation).
- 黄建山、李春米.(2003). 股权结构、技术效率与公司绩效:基于中国上市公司的实证研究. *经济评论*, 77-82+100 页.
- 黄静、屠梅曾.(2009). 房地产财富与消费:来自于家庭微观调查数据的证据. *管理世界*(7), 35-45.
- 蒋蕾.(2012). *VC/PE 持股、股权结构与公司绩效:以中小板为例*. (Doctoral dissertation, 浙江大学).
- 金峰.(2004). 国有资产管理中“所有者缺位”问题研究. *成都纺织高等专科学校学报*(4), 13-15+19.
- 雷珂璠.(2017). *股权结构对中国上市公司企业绩效的影响研究*. (Doctoral dissertation).

- 李晋丰.(2018). 股权结构、企业社会责任与公司财务绩效实证研究. *重庆工商大学社会科学版*, 35(3), 60-66.
- 李志学、念凤强.(2016). 内部控制优化对企业绩效增长影响的实证研究. *西安石油大学学报(社会科学版)* (3), 36-40.
- 刘丹洋子.(2018). *我国上市银行股权集中度与经营风险、经营绩效的实证研究*. 硕士学位. 对外经济贸易大学.
- 刘洪文.(2017). *独立董事制度对公司绩效影响的实证研究*. (Doctoral dissertation).
- 刘际陆、汪军军.(2011). 上市公司股权结构与公司绩效关系分析——以巨潮民营样本为例. *大连海事大学学报(社科版)*, 10(5), 24-27.
- 潘颖、聂建平.(2014). 基于因子分析的上市公司并购绩效差量评价. *经济问题*(1), 115-118.
- 齐寅峰、古志辉、李纪军、臧春燕.(2005). 资本结构、代理成本与管理层激励. *会计论坛*(2), 33-40.
- 秦翠萍.(2006). *股权集中度、投资者保护与公司绩效*. (Doctoral dissertation, 暨南大学).
- 覃家琦.(2011). 高管规模与公司业绩:来自中国上市公司的证据. *产业经济评论*(山东大学)(1), 122-141.
- 邱爽.(2016). 我国文化产业上市公司股权结构与公司绩效关系研究. *全球传媒学刊*, 3(1), 99-122.
- 陶旭鹏.(2016). *内部控制、股权集中度对企业绩效影响的实证研究*. (Doctoral dissertation, 河北地质大学).
- 王凯俊.(2013). 上市证券公司内部治理与公司经营绩效的实证分析. *时代金融*(9), 228-229.
- 王雪平、王小平.(2017). 股权集中度与公司绩效之间存在门槛效应吗?. *财会通讯*(23), 21.

- 吴波.(2018).我国医药行业上市公司股权集中度对经营绩效的影响研究.(Doctoral dissertation).
- 吴格.(2012).创业板上市公司股权结构特征及其与公司绩效关系. *财会通讯*(21), 74-77+131.
- 吴国鼎、叶扬.(2013).股权集中度、行业特征与企业绩效——基于中国上市公司的实证分析. *北京工商大学学报(社会科学版)*(05), 94-102.
- 肖淑芳、金田、刘详.(2012).股权激励、股权集中度与公司绩效阳. *北京理工大学学报(社会科学版)*, 2012年3月, 18-26页.
- 徐爱菲.(2016).上市公司股权集中度与公司绩效的相关性研究. *西南师范大学学报:自然科学版*(1期), 76-81.
- 徐二明、王智慧.(2000).我国上市公司治理结构与战略绩效的相关性研究. *南开管理评论*, 2000, 3(4): 4-14.
- 徐莉萍、辛宇、陈工孟.(2006).股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响. *经济研究*(1), 90-100.
- 杨丽蓉.(2012). *CEO 股权激励与业绩预测信息质量*. (Doctoral dissertation, 上海交通大学).
- 张海凡.(2018). *股权集中度、股权制衡与公司绩效*. (Doctoral dissertation, 吉林财经大学).
- 张红军.(2000).中国上市公司股权结构与公司绩效的理论及实证分析. *经济科学*(4), 34-44.
- 张良、王平、毛道维.(2010).股权集中度、股权制衡度对企业绩效的影响. *统计与决策*(7), 151-153.
- 周仁俊、杨战兵、李礼.(2010).管理层激励与企业经营业绩的相关性——国有与非国有控股上市公司的比较. *会计研究*(12), 69-75.

- Alen,D. ( 2012). Concentration of Ownership and Corporate Performance : Evidence from the Zagreb Stock Exchange , *Financial Theory and Practice*, Vol.36, Jan., PP29-52., 2012.
- Blrle,A., &Means,G.(1932).*The Modem Corporation and Private Property*.New York:Macmillan.
- Burkart, M., Gromb, D. & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693-728.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Grossman,S.J,Hart,O.D ( 1986 ) . The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 94 ( 4 ) : 691-719.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Social Science Electronic Publishing*, 3(4), 305-360.
- Leech, D., & Leahy, J. (1989). Ownership structure, control type classifications and the performance of large british companies. *Warwick Economics Research Paper*, 101(409), 1418-1437.
- Cubbin, J., & Leech, D. (1983). The effect of shareholding dispersion on the degree of control in british companies: theory and measurement. *Economic Journal*, 93(370), 351-369.
- Lins, K. V. (1999). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- Messod, Daniel, Beneish, Mary, Brooke, & Billings, et al. ( 2008 ) . Internal control weaknesses and information uncertainty.
- Mohammad Alipour. (2013). An investigation of the association between ownership structure and corporate performance: empirical evidence from tehran stock exchange (tse). *Management Research Review*, 36(11), 1137-1166.

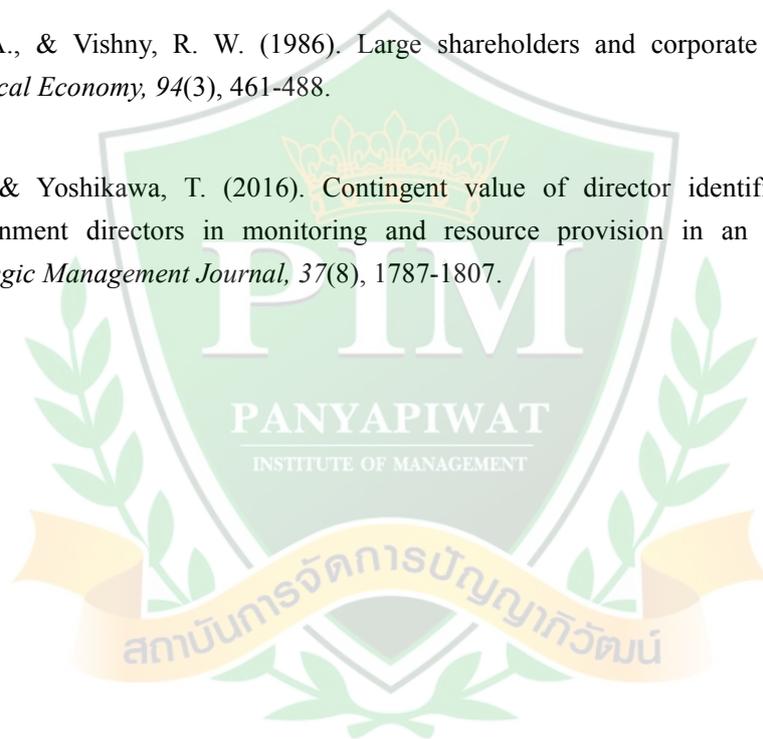
Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? ☆. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 215-260.

Myeong-Hyeon Cho. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103-121.

Qaiser Rafique, Yasser, & Mamun, Abdullah Al. (2015). Effects of ownership concentration on firm performance: pakistani evidence. *Journal of Asia Business Studies*, 9(2), 162-176.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Zhu, H., & Yoshikawa, T. (2016). Contingent value of director identification: the role of government directors in monitoring and resource provision in an emerging economy. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1787-1807.



## 致谢

时间过得很快，转眼间我在泰国正大管理学院的留学生活结束，在此衷心感谢我的导师王宇教授对我的耐心指导，老师的言传身教将使我终身受益；感谢正大管理学院中国研究生院各位老师的悉心指导和帮助；感谢第五届硕士班全体同学的支持和鼓励，尤其感谢魏泰邦同学在本文数据部分的热情帮助；我还要感谢我的家人和同事，没有他们的支持，我也无法顺利完成学业。

感恩所有的付出，无以回报，我将继续刻苦学习，努力工作，力求学以致用，回报社会！

杨侠林

二〇二〇年二月七日



## 声明

作者郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下进行研究工作所取得的成果。尽我所知，除文中已经注明引用内容和致谢的地方外，本论文不包含其他个人或集体已经发表的研究成果，也不包含其他已申请学位或其他用途使用过的成果。与我一同工作的同志对本研究所做的贡献均已在独立研究报告中做了明确的说明并表示了谢意。

若有不实之处，本人愿意承担相关法律责任。

学位论文题目：中国建筑类上市公司股权集中度对公司绩效的影响研究

作者签名：\_\_\_\_\_ 日期：二〇二〇年二月七日



## 个人简历

姓名：杨侠林

学历：

2020 年 工商管理硕士（工商管理中文方向）  
泰国正大管理学院中国研究生院

2006 年 法律本科/律师方向  
中国政法大学

职业： 律师、副主任

工作地点： 中国宁夏瀛智律师事务所  
中国银川市金凤区北京中路 192 号

E-mail: 18909511688@qq.com

专业能力/特长： 中小企业治理结构设计

