

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 股权结构对 EVA 的影响研究——基于 A 股
互联网上市公司的微观数据

研究生姓名: 尚文韬

指导教师姓名、职称: 王必达 教授

学科、专业名称: 应用经济学 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2022 年 6 月 6 日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 尚文韬 签字日期： 2022.6.6

导师签名： 王洪 签字日期： 2022.6.6

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 尚文韬 签字日期： 2022.6.6

导师签名： 王洪 签字日期： 2022.6.6

**Research on the Influence of Ownership
Structure on EVA——Based on Micro Data
of A-share Internet Listed Companies**

**Candidate :Shang Wentao
Supervisor :Wang Bida**

摘 要

自 20 世纪末的市场经济体制改革在我国全面铺开，现代企业制度在越来越多的企业中建立起来。与此同时，随着股权分置改革的落地，资本市场在我国也逐步完善，长期以来，作为公司治理的重要内容，股权结构与企业绩效的关系也在国内相关领域成为关注的焦点之一。在这之前，国外的研究已经相对充分，但对比国内外研究可以发现，出于研究对象的不同与变量指标选取的差异，各学者对此的研究结果却各不相同。具体来说，各个国家政治、经济及法律环境不同，地区资本市场的发展水平不尽一致，即使在一个国家内部，经济的发展与政策的变更，也为此类研究提供了更多的不确定性。诸如此类的差异很难在一项研究中全部囊括与控制，因此，针对具体问题具体分析的方法是十分有必要的。

中国经济发展进入新常态，从高速发展向高质量发展转型，以互联网公司为代表的创新型企业将对我国经济发展注入动力，研究该行业具有较强的现实意义，而且互联网行业作为新兴产业，发展年限较短，其上市公司受我国资本市场遗留问题的影响较小（我国早期上市公司多以国有企业改制为主，股份流通受到很大限制）。本文在参考既有研究的基础上，选择我国互联网上市企业作为研究对象，通过文献研究法总结梳理现有成果及不足，回顾公司治理相关理论，并提出研究假设与研究设计，对股权结构与我国互联网企业绩效的关系开展研究。

在企业绩效的衡量上，传统的净资产收益率（ROE）等会计指标、企业价值指标（托宾 Q 等）都有其局限性，前者受到会计谨慎性原则要求，低估了企业利润，尤其是对互联网企业此类轻资产运营、重研发投入的公司的利润，同时由于没有扣除资本成本而忽视了企业的机会成本，而后者则太过依赖企业在资本市场的市值表现，不确定因素更多。EVA 则可以克服上述缺陷，考虑到上述因素，本文选用 EVA 率（经济增加值率）作为被解释变量。

本文选取股权集中度、股权制衡度、国有股持股比例以及机构持股比例等指标作为解释变量，对 EVA 率与股权结构的关系进行实证检验。研究结果表明，股权集中度与机构持股比例对相关企业的 EVA 率有显著的正向影响，在此基础上通过分析管理费用率的中介效应和控制权集中的调节效应，探讨股权结构对 EVA 率的影响机制，并根据研究结论，提出加强股权与控制权集中、引入机构投资、改善公司治理等相关建议。

关键词：公司治理 股权集中度 机构持股比例 EVA

Abstract

Since the deepening reform of enterprises at the end of the 20th century has been rolled out in my country, the modern enterprise system has been established in more and more enterprises. At the same time, with the implementation of the split share structure reform, the capital market has gradually improved in my country. For a long time, as an important part of corporate governance, the relationship between shareholding structure and corporate performance has also become one of the focuses of attention in relevant domestic fields. Prior to this, foreign research has been relatively sufficient, but comparing domestic and foreign research, it can be found that due to the difference in research objects and the selection of variable indicators, the research results of various scholars are different. Due to different political, economic and legal environments, the development level of regional capital markets is not consistent. Even within a country, economic development and policy changes provide more uncertainty for such research. Differences such as these are difficult to cover and control for in a single study, so a method of analyzing specific problems is necessary.

China's economic development has entered a new normal, and it has transformed from high-speed development to high-quality development. Innovative enterprises represented by Internet companies will inject impetus into my country's economic development. Research on this industry has strong practical significance, and the Internet industry is an emerging industry. The development period is short, and its listed companies are less affected by the problems left by my country's capital market (most of the early listed companies in

my country are mainly state-owned enterprises, and the circulation of shares is greatly restricted). On the basis of referring to the existing research, this paper selects my country's Internet listed companies as the research object, summarizes and sorts out the existing achievements and deficiencies through the literature research method, reviews the relevant theories of corporate governance, and proposes research hypotheses and research designs. Research on the relationship between Internet business performance.

In the measurement of corporate performance, traditional accounting indicators such as return on equity (ROE) and corporate value indicators (Tobin Q, etc.) have their limitations. The former is required by the principle of accounting prudence and underestimates corporate profits, especially It is the profit for companies such as Internet companies that operate lightly on assets and invest heavily in R&D. At the same time, because the cost of capital is not deducted, the opportunity cost of the company is ignored. The latter relies too much on the market value of the company in the capital market, and the uncertain factors are even greater. many. EVA can overcome the above defects. Considering the above factors, this paper selects the EVA rate (economic value added rate) as the explained variable.

This paper selects the shareholding concentration, shareholding balance, state-owned shareholding ratio and institutional shareholding ratio as explanatory variables to empirically test the relationship between the EVA rate and the shareholding structure. The research results show that ownership concentration and institutional shareholding ratio have a significant positive impact on the EVA rate of related companies. According to the research conclusions, it puts forward relevant suggestions such as strengthening the concentration of equity

y and control rights, introducing institutional investment, and improving corporate governance.

Key words: Corporate governance; Shareholding Concentration; Institutional Shareholding Ratio; EVA

目 录

摘 要	I
Abstract	II
1 导论	1
1.1 问题的提出与研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.2.1 理论意义	2
1.2.2 现实意义	2
1.3 研究内容、框架与方法	2
1.3.1 研究内容和框架	2
1.3.2 拟采用的研究方法	5
1.3.3 创新点	5
2 文献综述	6
2.1 股权集中度与企业绩效	6
2.2 股权制衡与企业绩效	8
2.3 股权性质与企业绩效	9
2.3.1 国有股与企业绩效	9
2.3.2 机构投资者持股与企业绩效	9
2.4 文献总结	10
3 理论基础与研究假设	12
3.1 相关概念界定	12
3.1.1 股权结构	12
3.1.2 企业绩效	13
3.2 理论基础	15
3.2.1 委托代理理论	15
3.2.2 信息不对称理论	16
3.2.3 不完全契约理论	17
3.2.4 现代管家理论	18
3.2.5 企业家精神理论	18
3.3 互联网企业的特点	19
3.4 影响机制与研究假设	21
3.4.1 股权集中度与企业绩效	21
3.4.2 股权制衡与企业绩效	21
3.4.3 国有股持股比例与企业绩效	22
3.4.4 机构持股比例与企业绩效	22
3.4.5 代理成本对股权结构与企业绩效的中介作用	23
3.4.6 控制权集中对股权结构与企业绩效的调节作用	23
4 研究设计	24
4.1 样本选择	24
4.2 变量定义:	24
4.2.1 被解释变量: EVA 率	24

4.2.2 解释变量:	25
4.2.3 控制变量:	25
4.2.4 中介变量:	26
4.2.5 调节变量:	26
5 股权结构与 EVA 率关系的实证分析	28
5.1 模型构建	28
5.2 实证结果	28
5.2.1 描述性统计	28
5.2.2 相关性分析	29
5.2.3 多元回归分析	31
5.2.4 稳健性检验	35
5.2.5 机制分析	40
6 研究结论及对策建议	45
6.1 研究结论	45
6.2 对策建议	46
参考文献	49
后记	53

1 导论

1.1 问题的提出与研究背景

现如今，信息革命的到来与互联网产业的发展，对国际社会各个领域都产生了深刻影响。互联网与社会发展的深度融合，全方位影响着人们的生产和生活，全球市值排名前十的公司，有一半是互联网企业。而在中国，互联网的发展也是日新月异。近年来，中国互联网行业的增长方式已由用户驱动向科技创新驱动转变，在全球的相对位置从追随变为引领，在大数据、云计算等基础服务领域、人工智能等科技领域都处在前沿。互联网产业的繁荣，为相关企业带来了高额利润，而利润则带来了连续增长的研发投入，支撑着中国互联网企业不断创新，在此背景下，研究互联网行业绩效的影响因素，不仅可以帮助我们探究企业发展的动力之源，也可以据此对企业的经营管理提出改进的措施和建议，为企业的治理与发展提供方法论。

企业绩效的影响因素有很多，其中，公司治理的影响一直是学界关注的焦点，股权结构又是公司治理的重中之重。不同的股权结构形成了差异化的企业的治理结构和组织结构，从而决定了企业内部不同的权责关系与制衡机制，影响了企业的行为，最终影响企业绩效。关于股权结构与企业绩效之间关系的研究已比较丰富，然而，一方面，2007年后，中国资本市场的股权分置改革基本完成，各上市公司股权结构和流通股比例发生重大变化，在新的情况下，以前时代背景下关于股权结构和企业绩效的研究需要重新验证和拓展；另一方面，大多数文献对企业绩效的定义大多仍停留在财务指标上，而互联网企业是一种较新的企业类型，运营管理有特殊之处，传统财务指标对其绩效的评价有所失真，例如出于会计谨慎性原则的要求，许多无法资本化的研发费用从利润中扣除，从而低估了互联网企业的业绩表现。本文在参考以往研究的基础上，从互联网企业的特点出发，以 EVA 率作为与其相适应的绩效指标，从股权集中度、股权制衡度、股权性质、机构持股比例等多个角度探讨互联网行业的股权结构对企业绩效的影响。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

对股权结构与企业绩效的关系，长期以来都是公司治理领域的研究焦点，相关文献资料已比较丰富，然而，对于此问题的研究，国内外学者尚未得到统一结论，存在较大争议，没有形成严谨成熟的理论共识。但根据现有的文献可以发现，在对不同时期、不同地区、不同行业类型的企业研究中，其结论也不尽一致。由此可以看出，企业绩效与股权结构的关系是一个不断动态演变的过程而非一成不变的铁律。因此，具体问题具体分析微观研究是十分有必要的。在我国，作为出现与发展时间较短的技术密集型产业，目前尚少有文献单独对互联网企业绩效与股权结构开展研究，而本文的工作，阐释清楚了互联网行业股权结构对企业绩效的影响和影响机制。

1.2.2 现实意义

如上所述，本文的研究目的在于挖掘中国互联网企业股权结构与其绩效之间的一般性规律，从而找出适合中国互联网企业的股权结构，构建一种合理的、科学的委托代理关系，以期对企业绩效产生积极的影响，本文的研究结论将对今后类似企业股权结构的设置有一定的参考价值。

另一方面，资本市场无论是对国民经济的发展，还是对企业创新的促进都发挥着极其重要的作用。近年来，我国证券市场进行了一系列改革，取得了一些进步，但仍存在不少的问题。外部的监管与服务固然重要，但企业的内部治理对证券市场的健康发展同样起着不可替代的作用，处于我国科技创新前沿的互联网企业，如能通过股权结构优化促进公司治理效率和治理能力的提高，促进证券市场的效率，则对我国证券市场的发展有长远意义。而本文的研究，对此可以提供一些思路和方法，具有一定的现实意义。

1.3 研究内容、框架与方法

1.3.1 研究内容和框架

本文拟从以下 6 个章节安排本文内容，第一章节为导论、第二章节为文献综述，第三章节为理论基础与研究假设，第四章节为研究设计，第五章节为实证分

析,最后则是本文的研究结论及相关建议。第一章导论部分引入了本文的研究背景和研究意义,在此基础上介绍了本文的研究思路和研究内容以及研究方法,说明了本文的创新点。第二章为相关研究综述。本章详细介绍了关于股权结构与企业绩效目前的研究角度和研究成果,包含了国内研究和国外研究,在现有文献基础上进行总结回顾。第三章介绍了本文研究的理论基础与研究假设。本章首先对文中研究的核心概念进行了界定。在委托代理理论、信息不对称理论、不完全契约论、现代管家理论等相关理论上,结合互联网公司本身的特点,分析股权结构与上市企业绩效的关系和影响逻辑,并提出研究假设。第四章是研究设计,本章说明了本文的数据来源和指标选择,设置计量模型的被解释变量、解释变量、控制变量、中介变量和调节变量,并根据第三章的假设构建具体的回归模型。第五章实证检验。本章先对研究样本进行描述性统计分析和皮尔森相关性分析,再利用多元回归模型对上一章节的基本研究假设进行实证检验,在此基础上进行稳健性检验,最后使用加入中介或调节变量的方法,对影响机制进行探讨,得到研究结论。第六章研究结论及建议。本章总结全文的研究结论,理论联系实际,据此提出股权结构改进方面的相关建议。

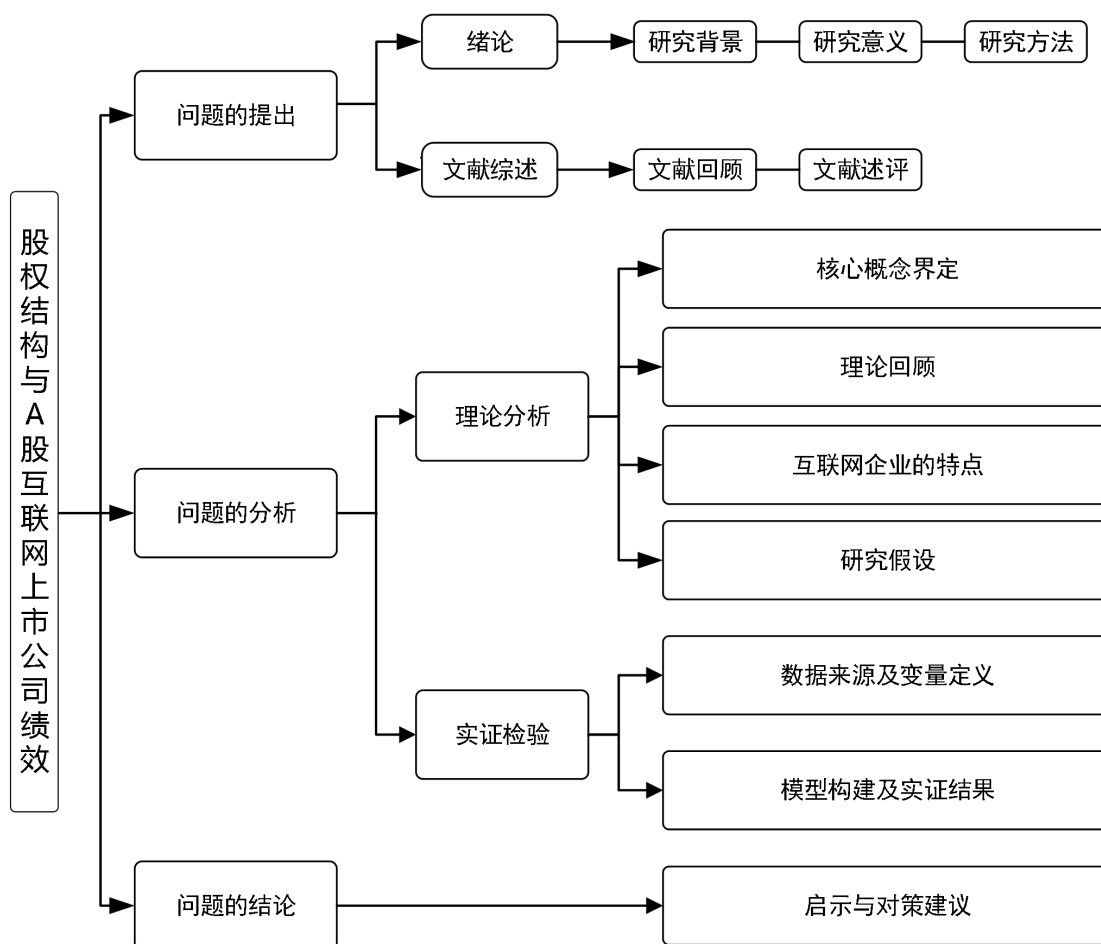


图 1-论文框架

1.3.2 拟采用的研究方法

(1) 文献研究法

通过对本文主题相关研究资料的查阅，对国内外研究现状做了回顾与分析，对比研究了不同时期、不同地区的学者针对股权结构与企业绩效研究的异同点，在前人研究分析的基础上，确定本文的研究假设和研究方案。

(2) 多元线性回归研究法

利用 A 股上市公司的数据，结合描述性统计分析和皮尔森相关性分析，使用多元线性回归方法进行假设检验，形成本文的研究结论。

1.3.3 创新点

在绩效指标的选择上，本文创新性地使用 EVA 率作为衡量互联网企业的绩效指标，不仅剔除了会计指标失真的影响，也更能反映企业在扣除资本成本后的经济利润；本文选择两职合一作为调节效应的虚拟变量，更细致地考察股权结构影响企业绩效的内在机制；在样本数据选择上，本文选择互联网行业自 2007-2020 年的面板数据，不仅能更好考察股权分置改革后的资本市场，且时间跨度较长，样本量较大，研究结果的可信度更高。

2 文献综述

2.1 股权集中度与企业绩效

股权集中度指的是股东持股的集中程度,即公司的前几大股东持有公司的股份之和占公司全部股本的比例。该比例高,公司的股权集中度就高,反之则低。

企业绩效与股权集中度关系的相关研究至今没有达成共识性结论。Berle and Menes (1932) 最早注意到了股权集中度与企业利润可能存在正相关关系; Grossman and Hart (1980) 和 Shleifer and Vishny (1986) 都认为高股权集中度可以克服“搭便车”的现象,前者认为股权分散是控制权分散的原因,各股东参与企业管理运营的动力不高,导致治理效率与企业绩效低下,后者进一步指出,出于对股价上涨的追求,高股权集中度对大股东形成了有效的激励,其对参与公司的经营和监督更加有积极性,因此企业的绩效也得以改善; Claessens (1997) 和 Pedersen and Thomsen (2000) 的研究支持了上述观点; 张红军 (2000) 同样发现,分散性股权结构企业的“搭便车”的问题突出,因此股权集中度的提高可以显著地正向调节托宾 Q 值; 陈小悦和徐晓东(2001)以我国的非保护行业为研究对象,指出企业第一大股东持股占比与企业绩效呈正相关,肖作平 (2003) 的研究显示托宾 Q 值与股权集中度成显著正相关; 徐莉萍等 (2006) 利用主成分分析法将多个企业绩效指标综合为单一指标,考察股权集中度对其影响,结果显示,两者呈显著的正相关关系; 刘星和刘伟 (2007) 认为上市公司股权集中度对企业价值起到积极作用; 贺炎林等 (2014) 发现,股权集中度对企业绩效的影响因治理环境而存在差异,总体而言股权集中度对企业绩效仍有显著的正向影响。袁放建和李娜 (2017) 研究发现,前五大股东的股权集中,与公司业绩显著正相关; 梁国萍和黄燕燕 (2017) 认为在非保护性行业,股权集中度与企业绩效正相关; 黄方亮等 (2018) 构建联立方程模型,检验上市公司股权结构与企业绩效的相互影响,在考虑内生性和动态性后,仍然支持了股权集中度对企业绩效的正向作用。

但也有研究者指出股权集中度的提高对企业绩效起负面作用。Demsetz and Lehn (1985)、Pound (1988) 都认为,由于公司大股东的利益与中小股东的利益存在冲突,因此过高的股权集中度会使大股东通过侵占公司利益的方式,损害中小股东的利益,从而损害企业利益; Johnson 等 (2000) 进一步指出控股股东由于控制权的优势,在高管任命上有绝对的话语权,因此可以通过各种方式,以

公司的利益为代价为个人谋取利益,而中小股东通常无力阻止。Thomsen 等(2006)对欧美市场上市公司进行研究,指出了发达的资本市场中股权集中度与企业绩效的负相关性。Wang and Shailer (2015)对新兴市场的研究表明,股权集中度对企业绩效起负面作用;刘汉民(2016)以我国上市的家族企业为样本进行研究并指出,股权过分集中于第一大股东时,会对企业绩效产生负面影响;陈玉罡等(2017)对比了股权分置改革前后公司治理的变化对企业绩效的不同影响,指出在经历股权分置改革后,上市公司股权集中度普遍下降,大股东对企业的“掏空”行为得到抑制,显著提高了企业绩效。李从刚等(2017)对我国城市商业银行的研究得出,银行股权集中度与其绩效呈负相关关系,乔明哲等(2019)以深圳创业板上市公司为样本,发现企业股权集中度的提高会降低企业的研发投入,而研发投入与创业企业成长正相关,股权集中度与创业企业的成长显著负相关。

也有一些学者认为股权集中度与企业绩效存在其他倒 U 形或 U 形的非线性关系。McConnell and Servaes (1990)对美国上市公司的研究发现,股权集中度对企业绩效的影响存在倒 U 形曲线关系,随着股权集中度的提升,企业托宾 Q 值呈先上升再下降的趋势;孙永祥、黄祖辉(1999)的研究发现第一大股东持股对企业托宾 Q 值存在重要影响,但两者关系是非线性的,当第一大股东持股比例超过 50%后,企业的托宾 Q 值开始下降。吴淑琨(2002)对 A 股上市公司的研究同样表明,股权集中度与企业绩效存在显著的倒 U 形关系;钱红光和刘岩(2019)指出,在混合所有制企业中,股权集中度与企业绩效的关系为倒 U 形;白重恩等(2005)研究表明,第一大股东持股比例与企业绩效呈正 U 形关系,大股东持股比例的提高在一开始对企业绩效的影响是负面的,此时大股东侵占公司利益的动机较强,但随着股权的进一步集中,大股东的利益与公司高度绑定,反而削弱了这种动机,强化了对企业整体利益的关注;熊风华和黄俊(2016)的研究支持了这种正 U 形的关系,反映了大股东的侵占效应和利益趋效应同时存在。也有人认为股权集中程度与公司业绩并不相关。Holderness and Sheehan(1988)同时考察了纽交所上市公司的会计利润和托宾 Q 值,研究发现股权的集中或分散并不会对这两个指标产生影响;Mehran(1995)发现股权集中度无论是与托宾 Q 值还是资产收益率都不相关;国内的于东智(2001)、朱武祥和宋勇(2001)研究也表明,股权集中度与企业会计利润率的相关性并不显著;肖淑芳和金田(2012)研究同样认为股权集中度对企业绩效并无显著影响。

2.2 股权制衡与企业绩效

股权制衡是指由几个大股东同时掌握企业控制权,通过内部利益的互相牵制,使得任何一个单一大股东都无法完全取得达到对企业的决策完全控制,从而达到大股东之间彼此监督的治理模式。对股权制衡的作用,研究者也并未达成一致,但部分研究肯定了股权制衡在公司治理中的积极影响。Pagano and Roell(1998)认为公司的股权制衡增加了单一大股东谋取个人利益的难度,限制了其潜在的掠夺行为,较好地保护了企业和中小股东的利益,以强化内部监督的方式对企业绩效发挥正面效应;Bennedsen and Wolfenzon(2000)则在此基础上补充了大股东的另一层动机:由于大股东本身拥有较高的现金流量权,而存在股权制衡时,谋取私利的成本又较高,前者的激励效应和后者的监督效应共同形成了良好的治理效果。也有学者有不同意见,Gomes and Novaes(2001)指出,股权制衡能力对企业绩效的影响整体是不确定的,一方面,如果企业常常倾向于风险较高的投资,那么股权制衡可以适当地限制过度投资带来的风险;另一方面,如果企业没有激进型的投资风格,过高的股权制衡反而会抑制企业做出正确决策的能力,使企业错失市场机会。

国内研究结论同样存在明显差异。黄渝祥等(2003)、唐建新等(2013)通过理论分析和经验检验,指出股权制衡对大股东掠夺和掏空行为的抑制是行之有效的;白重恩等(2005)、刘运国和高亚男(2007)也分别论证了股权制衡可以提高企业绩效;陈志军等(2014)指出股权制衡可以降低企业经营风险、提高企业防御力,从而提高企业绩效;吴青云等(2017)指出股权制衡通过降低代理成本的路径提高了企业绩效。也有学者得出不同的结论。朱红军和汪辉(2004)认为与绝对控股相比,高股权制衡度并没有显著的效率优势。赵景文和于增彪(2005)研究表明在行业和规模相当的情况下,股权制衡度较高的公司,其绩效低于一股独大公司;徐莉萍等(2006)、周赫(2015)发现股权制衡对经营绩效有负面影响。另有研究指出了股权制衡度与企业绩效可能存在非线性关系。陈乾坤和卞曰塘(2015)、胡加明和吴迪(2020)的实证结果显示,股权制衡度与公司绩效的关系呈倒“N”型曲线关系。

2.3 股权性质与企业绩效

2.3.1 国有股与企业绩效

由于我国经济体制的特殊性,对国有性质股权的研究是我国公司治理领域的重点内容。市场经济建立之初,国有企业尚未适应市场化需求,激励不足、寻租问题突出。因此在早期研究中,国有企业、国有股份概念等一直被放效率的对立面,许小年(1997)指出了国有持股对企业绩效的损害;孙永祥(1999)则认为国有企业的代理人缺少有效的监督机制,为个人谋利的行为造成对国有资产的损失。另有研究者指出,国有股并非一定对企业绩效有负向影响。例如陈晓和江东(2000)的研究表明,国有股的负面影响只存在于电子电器行业,在其他行业未见明显的体现。施东晖(2000)、陈小悦和徐晓东(2001)、唐睿明(2014)都认为国有股与企业绩效之间没有显著关系。也有很多学者也认为国有股比例与公司绩效正相关或其他非线性关系,周业安(1999)就指出了国有股对 ROE(净资产收益率)的积极影响,但他也指出,这种影响来源于国有股与政府之间的美好关系;而杨典(2013)、董梅生和洪功翔(2017)、张蕊和蒋煦涵(2018)都认为国有股对企业绩效的影响存在先上升后下降的倒 U 形关系,即在一定范围内的国有持股,对企业绩效的影响是正面的。胡加明和吴迪(2020)则得出相反结论,认为国有股与企业绩效的关系存在先抑制后促进的正 U 形关系。

2.3.2 机构投资者持股与企业绩效

Pound(1988)关于机构投资者在公司治理中扮演的角色提出了三种可能性,一是认为机构投资者持股对企业绩效有正向影响,二是认为机构投资者并不具备管理运营企业的专业知识和能力,不能也没有动机帮助企业提升绩效,三是认为机构投资者为了自身短期利益而损害了企业的长远利益。Grossman and Hart(1980)和 Shleifer and Vishny(1986)支持了第一种观点,认为随着机构持股比例的提高,机构与企业的利益趋于一致,有意愿和动机参与公司经营和进行监督,改善公司治理结构,从而使企业效率提高;Chaganti 等(1995)同样发现机构持股的规模越大,企业的资产回报率越高;我国的王斌和袁琳(2002)认为寡头垄断式的股权结构并不合理,在国有企业改革后,机构投资者需要为国有股份的退出“补位”,形成激励与制衡共存的治理结构;肖星和王琨(2005)、邵颖红等(2006)

证实了我国基金持股对企业绩效统计上的相关性,其中前者考虑了机构持股与企业绩效的双向因果,即基金公司本身就偏好绩效优良的企业,其投资又促进了其进一步发展;同样地,任海云(2012)也指出我国机构投资者通常不参与企业经营,其持股比例与企业绩效呈正相关关系,是由于我国机构投资者的投资偏好造成的;杨典(2013)揭示了资本市场的机构投资者对公司治理和企业绩效的积极作用;张娆(2014)对 A 股千余家上市公司进行研究,发现机构投资者不仅抑制大股东“挖隧道”的效果明显,对企业价值的提升同样效果显著;王晓艳和温东子(2020)认为机构投资者对企业绩效的影响一部分通过促进创新投入来实现。也有研究持不同态度,Woidtke(2002)指出,机构投资者的利益并不一定与企业股东保持一致,在两者利益有冲突时,前者可能会损害企业的利益;续芹和叶陈刚(2009)研究表明我国机构投资者对企业绩效的作用很弱;宋建波等(2012)指出了机构投资者只注重短期盈余,并没有对公司的持续盈余起到促进作用,反而损害了企业的长期绩效。也有研究者指出机构投资者的类型不同,对企业绩效的影响也不同,杜勇(2018)从机构投资者异质性出发,将机构投资者分为压力抵制形机构投资者和压力敏感形机构投资者,前者更注重长期投资而后者则更为短视,因此压力敏感形投资者可能会损害企业的长远效益。

2.4 文献总结

通过上述的文献梳理可以发现,对于股权结构和企业绩效的关系,国内外学者的意见并不一致:对于股权集中度对企业绩效的关系,研究结论既有正相关也有负相关,以及存在倒 U 型或者相反的正 U 形等非线性关系的结论;对于股权制衡度,大部分文献支持了股权制衡度的监督效应,但不少研究也指出,过度监督有时也会损害企业效率,总的来说,学者们认为股权制衡度与企业绩效两者之间既可能存在正相关关系也可能存在负相关关系。类似地,股权性质与公司绩效地研究也存在同样问题。导致研究结论不一致的原因主要可能有两点:

第一点是学者们对企业绩效的衡量指标有差异。这种差异一是由于不同地区的企业、会计准则不一致所导致的,在不同的会计准则下,同一个财务指标也会有不同表现,这就可能导致不同的实证结果。二是由于国内外金融市场的成熟度与有效性所决定的,在成熟的证券市场,企业市值能较好地反映企业的价值,因

此托宾 Q 值就能够较为准确的衡量企业绩效，在国外成为常用的绩效衡量指标。而国内的金融市场经历了从相对不成熟到相对成熟的过程，托宾 Q 值反映企业绩效的效力也处于不断变化的过程，国内也有学者认为由于托宾 Q 值计算所需数据难以获取，因此衡量企业绩效并不科学，较少采用该指标。这也会导致研究结论的差异。

第二点是国内外学者在研究时，选取的研究样本不同。这种不同体现在不同时空下不同的外部环境，也体现在不同性质或不同行业的异质性，最终导致了结论的不同。以法律环境的差异为例，在法律较为完善的国家，投资者的利益能得到较好的保护，企业本身的监督成本较低。La Porta 等（2002）以法律环境的异质性视角，考察不同法律体系和法律环境下股权集中度的异同，研究发现，当法律能有效保护投资者时，股权分散的结构更为有效，而法律对投资者利益保护程度较弱时，高股权集中度更有效率。而我国的贺炎林等（2014）指出股权集中度在我国东西部发挥的治理效应是有区别的，在法律法规完善、资本市场发达的东部，股权集中度对企业绩效的正相关关系明显弱于西部地区。由此可见，在法律法规或资本市场不完善的国家或地区，往往股权集中度较高，以此来弥补相关法律的缺位。这也解释了在对股权集中度与企业绩效的关系研究中，为什么国内学者大都支持前者对后者的积极影响，而国外研究则未必的原因。

同样地，除法律环境外，国内外其他方面的差异，例如政治、经济、文化等外部环境的不同，也是制约研究结论的重要因素。

研究样本的差异也体现在研究时间的选择上。很多研究仅以某年的截面数据进行研究，也有研究考虑了时间效应，以面板数据进行跨期研究，又由于时序区间选取的不一致，进而导致相关研究结论在不同时期的差异。

每个企业面临的外部市场环境和内部要素都各不相同，因此在公司治理中不存在绝对的、放之四海而皆准的原则和方法，在治理实践中，要随时根据企业所处的外部环境和内部条件的变化随机应变。作为公司治理的重要内容，股权结构也不例外。什么是一个好的股权结构？在不同的时间、市场、行业中，都可能存在不同的答案。综上所述，国内外学者对于股权结构与企业绩效之间关系结论的不一致，在某种程度上是不可避免的。因此，这个问题就需要针对不同的对象具体问题具体分析，这也是本文研究的意义所在。

3 理论基础与研究假设

3.1 相关概念界定

3.1.1 股权结构

股权结构是公司治理的一个核心内容，在传统的公司治理结构中，股权同时代表所有权与控制权，因此股权结构决定了所有权结构。不同的股权结构，代表了不同企业权力与利益分配的格局，其变动不仅表现为股东权益的调整，也经常反映决策权的变化，从公司治理影响企业管理，最终对企业绩效和企业长远价值产生持久影响力。可以说，股权结构是公司治理机制最基本和重要的体现。在本文研究，将股权结构细分为股权集中度、股权制衡度和股权性质三个维度。

3.1.1.1 股权集中度

股权集中度是对企业股权分布状态的定量描述，直接体现股权的集中或分散程度，是研究和衡量企业稳定性的重要指标。从企业经营和长远发展的角度，并不存在绝对合理正确的股权集中度，其对企业绩效的影响也存在多种可能，并受到外部环境和内部条件的限制与调节，目前的研究表明，一方面，股权集中意味着控制集中，大股东对公司拥有控制权，决策干扰少、效率高，且参与公司管理较为积极，有利于公司经营；另外一方面，大股东对公司控制权的过度掌握，使其缺乏监督，这就会强化大股东“挖隧道”、侵害企业利益的动机。现有的文献更多强调第一种可能，倾向于认为高股权集中度能对企业产生积极影响。

3.1.1.2 股权制衡度

股权制衡是指公司不存在或较少存在“一股独大”的现象，公司权力并不由单一大股东完全掌握，而是由几大股东共同控制，这样就在股东内部产生了权力分散、彼此约束的效果，股权制衡度是评价其程度的量化指标。股权制衡使大股东之间产生了相互监督，股东“挖隧道”的行为得到抑制，个人的独断专行也变得困难，重要决策的科学性也就相应提高，从这个角度而言，股权制衡削弱了对企业利益的侵害，也保障了中小股东利益，同时促进了企业管理决策。当然，股权制衡程度有时也会损害公司的治理效率，不存在绝对控制权就导致大股东有分歧时很难达成一致，这种内部的竞争往往对企业绩效的影响是负面的。

3.1.1.3 股权性质

股权性质可以从多个方面表述，从股权持有者是否属于公司员工或管理层，可以将股权性质分为内部持股与外部持股；从产权性质出发，可以将持股分为国有持股和非国有持股；股权属于机构或是个人，也可以定义为股权性质的区别。本文指的股权性质为后两类，从该定义出发分别考察国有股持股比例和机构持股比例对绩效的影响。

3.1.2 企业绩效

3.1.2.1 绩效概念

企业绩效的概念含义广泛，可以有多个方面的理解。从效率层面可以强调企业的投入产出比率；经营成果上，可以考察企业的产品与服务；成长潜力与企业价值也是一种企业绩效的反映。本文所指的绩效是指企业的 EVA 率。

3.1.2.2 绩效评价指标

企业绩效评价指标可分为财务指标、价值指标、经济指标，财务指标直接来源于企业财报，客观直接。杜邦分析法、沃尔评分法等综合评价方法也是基于财务指标进行计算的。净资产收益率（ROE）是最常使用的财务指标之一。价值指标则以企业市场价值为基础，反映企业预期未来收益的折现值，托宾 Q 值（Tobin Q）是企业价值评价中使用最广泛的指标。经济指标则用来衡量企业的“经济”利润，即在会计利润的基础上，调整相关项目，并扣除企业的机会成本，EVA 值是最具代表性的经济指标。下文对这几种代表性指标简单说明：

（1）净资产收益率（ROE）

净资产收益率的计算方式有两种：

全面摊薄净资产收益率=净利润 / 期末净资产。

加权平均净资产收益率=净利润 / 平均净资产。

其中，平均净资产=（期初净资产+期末净资产）/2。

两种方式计算的 ROE 唯一区别在于分母的取值，前者取期末值，后者取年平均值，现实中多使用后者。

净资产收益率也称权益报酬率，衡量企业在资本中扣除负债后，剩余的所有者权益的投资回报率，可以理解为每单位的股东权益投入所带来的回报。净资产

收益率现是企业利润创造能力的最直接体现，也是企业最重要的财务指标之一。高净资产收益率是企业管理层和投资者追求的目标。但该指标也存在不少缺陷，例如忽视负债影响，可能会高估企业的盈利能力；也不能全面反映企业的成长能力和偿债能力等其他方面的绩效；还存在财务指标的固有缺陷——可以通过会计手段来人为调整，因此净资产收益率在评价企业绩效时有片面性和短期性。

（2）托宾 Q 值（Tobin Q）

托宾 Q 值是 James Tobin（1969）提出的反映企业两种估计方法下的价值比值，即某个时点下企业市值与其重置价值的比值，计算公式为：

$$\text{托宾 Q 值} = \text{企业市值} / (\text{资产总额} - \text{无形资产总额})$$

企业市值反映预期未来盈利的折现，重置成本衡量重新建立起同样的公司需要的资本投入总额，现实中由于重置成本难以估计，因此常用有形资产总额代替。托宾 Q 值大于 1，代表企业创造的价值高于资本投入，这样的企业对投资者而言就是有效率和值得投资的，托宾 Q 值越高，企业的效益越高。托宾 Q 值的优势在于考虑了货币的时间价值，可以较好地反映企业的成长性。因此被认为是一种评价企业绩效的良好方法。但托宾 Q 值也存在缺陷，一是由于许多企业的资产设备并不存在流通市场，其重置成本难以估计，用资产的账面价值代替并不准确。二是由于我国资本市场的特殊性，上市公司存在大量非流通股份，这部分股份的价值也难以衡量，再加上资本市场本身存在投机性与波动性，企业市值与其真实价值经常背离，尤其我国的资本市场发展尚未完全成熟，有效性较弱，市值对企业价值的衡量是存在疑问的。

（3）衡量企业经济价值的评价指标——经济增加值（EVA）

传统的财务指标由于没有考虑资本的机会成本，因此只能反映企业的会计利润，不能反映经济利润，即不能评价企业是否在经济上是有效率的；另一方面财务指标受制于会计准则的谨慎性要求，企业资本经常被低估，出于解决这两方面问题的考虑，Stem Stewart 公司在 1989 年推出了一种新的绩效评价标准，即经济增加值(EVA)。EVA 是由税后净营业利润（Net Operating Profit After Tax）减去资本投入（Invested Capital）乘以资本成本（Cost of Capital）后的资本回报，其基本计算公式如下：

$$\text{EVA} = \text{Net Operating Profit After Tax} - \text{Net Operating Profit After Tax}$$

其中，Net Operating Profit After Tax（以下简称 NOPAT）也并不是简单的利

润表项目，而是在净利润基础上，调整了企业的非经常性损益，加回了具有资本特征的费用支出，例如研发费用和商誉等，这样一方面强调了企业主营业务的盈利能力，排除了例如短期投资回报或一次性出售公司资产等非经常性业务带来的干扰，另一方面更准确地反映了被会计准则低估的资本性投入。而 $\text{Invested Capital (IC)} \times \text{Cost of Capital (CC)}$ 则是衡量权益资本投入的机会成本，对于资本持有者而言，他们可以投资某一个企业，也可以投资其他标的， $\text{IC} \times \text{CC}$ 就用来衡量投资其他项目的回报（一般以平均回报计算）。这样的计算方式，就可以比较权益资本的回报与其机会成本的差值，当 EVA 大于 0 时，股东的收益高于资本平均收益，那么对企业的投资就是有效率的。

EVA 的优势是显而易见的，不仅纠正了会计指标对企业价值的扭曲，更好地体现企业真实的经营水平，也考虑了权益资本的效率，将企业绩效直接与股东利益联系在一起，更为真实客观。相比其他指标，EVA 更加重视企业的长期发展潜力，例如研发投入、品牌价值等非财报项目，尤其对互联网企业来说，研发投入通常较为巨大，但常常在财务指标中费用化，因此至少对于互联网公司，EVA 是比会计指标更好的评价公司价值和经营绩效的指标，本文在实证分析中选用 EVA 率来衡量互联网上市公司的经营绩效。

3.2 理论基础

3.2.1 委托代理理论

委托代理理论最早是由伯利和米恩斯（Berle and Menes, 1932）在《现代公司和私有财产》中提出“两权分离”这一现代企业治理模式中的重要概念后开始发展。伯利和米恩斯认为，公司的目标本应是股东利益最大化，但是公司的经营管理者常常出于私心，将自身的个人利益最大化作为经营管理的重要目标，这就导致了委托代理问题。由于在现代企业制度中所有权与经营权的分离，使股东不直接参与企业具体经营，而是寻找具有企业所需要专业知识的职业经理人来代理经营权。股东作为企业所有者，希望代理人能根据企业的利益行事，追求更高的企业绩效，但代理人的利益出发点常常不同，他们更追求自身利益最大化，例如企业为其支付的报酬，在多种因素的影响下，两种利益经常存在冲突，因此股东和代理人的矛盾就成为委托代理理论的核心问题。

委托代理问题的存在有两个前提条件：

一是信息不对称。如果作为委托人的股东能够完全掌握所有信息，就能对代理人的行为实施全面的监督，从而消除所有可能产生的委托代理问题。在现实中，完全的信息对称是不可能的，在信息不对称的条件下，缺少足够的监督时，代理人会为了追求自身利益最大化以额外津贴等方式侵占公司的资源或者做出有利于自身利益的公司决策。

二是人的自利和理性。这就导致了处在不同位置上的委托人与代理人追求的目标不同。

在这两个假设前提下，委托代理问题就由此产生。

委托代理问题有两个方面，一是委托代理风险，具体表现有两种：第一种是逆向选择，例如股东对经理人的了解不够，导致股东选择了不能胜任工作的经理人或者为经理人付出了超出其能力的报酬。第二种是道德风险，由于代理人参与公司的实际经营，往往能掌握更多的企业信息，因此委托人与代理人存在信息不对称，代理人可能利用这种信息优势和本身拥有的决策权，在实现自身利益最大化目标时，牺牲了委托人和公司的整体利益。委托人通常设置与企业绩效挂钩的激励机制，使两者之间利益形成某种程度的一致，以降低这种风险。然而，此时委托人给予的激励也并不是代理人目标函数的最大值，因此代理人对企业绩效的实现也不是最大值，双方的诉求无法完全满足，代理成本问题应运而生，这就是委托代理问题的第二个方面，即代理成本。

代理成本主要包括监督成本、代理人的担保费用和剩余成本等。监督成本是委托人为防止代理人损害企业利益从而对其监督所耗费的成本；担保费用是委托人对代理人支付的，用于保证代理人不损害企业利益的支出，体现为代理人的报酬和职务消费；剩余成本是指代理人做出错误决策导致企业和委托人利益承受的损失。

3.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论现代微观经济学的重要内容，也是委托代理问题的核心假设。Akerlof(1970)发现在二手车交易市场上，由于交易双方对交易信息掌握程度不同，引发了诸如交易难以达成，买家的利益受损等一系列问题，首次提出了信息不对称的概念，随后 Stiglitz 等经济学家不断拓展了信息不对称的研究领域。信息不

对称的基本内容有两点，一是交易双方的信息是不对称的，即其中一方拥有比其他一方更多的信息，二是双方对这种信息不对称的事实是清楚的。根据交易的前后，信息可分为事前信息与事后信息，事前信息的不对称引发“逆向选择”问题，事后信息的不对称主要导致“道德风险”问题。前者指信息优势方容易利用多于交易对手的信息，有动机和能力说服对手达成交易，而信息劣势方由于缺少信息，容易在交易中遭受损失，从而扭曲价格机制，造成市场失灵。后者主要指交易双方在交易后，其中一方在对方不能观测自己行为的前提下成为了信息优势方，此时优势方就有动机以损害对方利益的行为来增强自身效用。结合委托代理理论，委托人在聘任代理人时，由于职业经理人的能力难以通过价格量化，市场也不透明，导致委托人对代理人的能力和道德水平不能充分了解，就有可能出现“劣币驱逐良币”的逆向选择行为。道德风险则是更为严重的问题，上文已经提到，在公司的经营上，代理人所占有的信息相对委托人更有优势，就有可能以个人私利为出发点经营企业，例如以公司的名义过度消费、为个人担保贷款，或者粉饰企业经营业绩，作为向委托人索取更多报酬的筹码。而委托人处于信息劣势，无法对代理人的行为进行有效监督，导致企业的整体利益受损。对于逆向选择问题，经济学家们提出了第三方担保、声誉机制等解决方案；对道德风险，建立有效的监督、激励机制是缓解的良好手段。也因此，信息不对称的存在就为引入机构投资的必要性提供了理论基础。与个人相比，机构投资者拥有广泛信息来源和信息挖掘方法，也具有分析处理信息的专业知识与能力，其投资行为本身也是市场价格机制的补充和传递信息的方式，因此机构投资者的存在能一定程度上克服信息不对称问题。

3.2.3 不完全契约理论

通过对委托代理理论和信息不对称理论的回顾，我们可以发现，委托代理关系并不必然导致委托代理问题，其产生的前提是信息不对称的存在，如果假设委托人能够掌握完全信息并且预测所有可能发生的情况，那么他就可以在委托代理契约中详尽地规定一切，这样在任何情况下，代理人所有的权利与义务都被完全地规定，所有需要代理人决策的问题都不复存在，代理问题也消失了。显然，这种假设是不成立的，订立这样一份“完全”的契约也是不可能的，因此，代理契约的“不完全”才是必然的。

基于契约的不完全，就产生了在契约规定之外的权力分配问题，一般来说，我们把未在契约中界定的决策权称为剩余控制权，把未在合约中界定的收益分配权利——即企业经营的收益减去契约中所规定的由企业应当支付的报酬之外的收益分配权，称为剩余索取权(Hart and Moore,1990)。委托人与代理人对这种剩余权力的争夺，从另一个角度解释了委托代理问题的成因。因此，一个合理的公司治理结构，就需要合理地配置剩余控制权与剩余索取权，实现委托人与代理人之间的激励相容，从而实现企业利益的最大化。

3.2.4 现代管家理论

传统的委托代理理论对代理人只作了简单的“理性人”假定，认为对追求自身的利益最大化有天然的动机，而随着心理学和行为经济学等学科的发展，理性人假设越来越受到质疑，Perrow 等(1996)就认为代理人并非只是单纯追求个人利益最大化。作为委托代理理论的对立面，现代管家理论被提出 (Davis 等，1997)，该理论弥补了委托代理理论过分强调功利主义的缺点。它提出了另外一种股东与经理人之间的关系，即物质财富并不一定是对代理人最好的激励，优秀的职业经理人不仅追求个人利益，其使命感、责任心以及实现工作带来的自我满足有时反而更加重要。因此委托人与经理人之间完全可以建立起一种相互信任和彼此支持的关系。委托人为经理人提供实现自我价值的机会，经理人则像一个尽职尽责的管家，给公司带来充分的回报，这种情况下，委托人与经理人的利益是一致的。

与委托代理理论最重要的区别在于，现代管家理论将经理人的精神追求视为其行为的重要动机。因此在该理论的框架下，相较于约束、限制和监督经理人，给予经理人充分的信任，培育其对公司的归属感和荣誉感更为重要。如果经理人被视为纯粹的投机者，受到委托人的严格监督和限制，经理人很难有动力打理好公司，也就难以和委托人建立合作共赢的关系。因此，在公司的治理体系中，对经理人除了设置物质激励和适当监督，更应重视精神激励和充分信任，通过双方的共同努力与相互协调，引导经理人的行为，发展一种信任与合作的关系。

3.2.5 企业家精神理论

“企业家”一词最早由 Richard Cantillon 在 19 世纪提出，“企业家精神”则是“企业家”的衍生概念，即企业家配置经济资源，使效率提高的特殊能力的集合。

这一概念被创新理论大师 Schumpeter 所发扬光大, Schumpeter (1934) 指出, 企业家的“破坏式创新”活动是促进经济发展的重要因素, 这种创造的能力就是企业家精神。Schumpeter 的创新理论后来被大多数经济学家所认可, Romer (1990) 引领的内生增长理论在索洛的新古典经济增长模型基础上, 将外生的技术进步内生化的, 强调了技术创新对经济增长的重要作用, 这种创新与 Schumpeter 提出的企业家精神促进经济增长的思想内核是一致的。企业家精神作为经济增长的重要动力, 在微观上表现为无数个创新的企业个体, 而公司治理的目标, 一定意义上可以表述为更好地发挥企业家精神在个体层面的创新作用。

在早期的研究中, 企业家精神几乎被等同于创新精神, 但在现实中, 企业家获取利润的方式不止创新一种, 他们也可以利用其才能进行寻租活动以谋求更多的私利 (Baumol, 1990)。创新活动是生产性的, 促进了经济增长, 寻租行为则是非生产性的, 造成了社会福利损失。对企业家精神的这种差异进行引导, 使之更好地服务于社会, 宏观层面需要完善的法律环境和合理的政策支持, 在微观上, 就需要良好的公司治理结构与有效的监督。

3.3 互联网企业的特点

互联网企业目前并没有严格的定义, 是随着信息技术的发展和商业模式的进步自然出现的概念, 直观上, 我们可以把在互联网上注册网站或开发 APP, 并利用其网站或 APP 进行经营的企业理解为狭义的互联网企业; 把利用互联网及信息技术开发产品、提供服务的企业认为是广义的互联网企业, 现实中经常使用第二种理解, 本文亦如此。

互联网企业所带来的变革是颠覆性、全方位的, 在盈利模式、运营模式和管理模式上, 互联网企业都与传统企业有很大不同。这主要体现在以下几个方面:

一是传统企业注重生产、制造、销售的经营过程, 强调“渠道为王”, 主要向客户提供实体产品, 而互联网企业则关注技术创新、平台打造与社群维护, 主要提供基于信息技术的服务。

二是数字化管理运营程度高。数字化包括数据的采集、传输、存储、计算和应用, 企业数字化运营是指将利用数字技术, 将某个生产经营环节乃至整个业务流程的物理信息链接起来, 形成有价值的数字资产, 通过计算反馈有效信息, 最终赋能到企业商业价值, 使自身商业竞争力增强的过程。从表现形式上看, 企业

数字化可以贯穿于企业的管理办公、采购、销售、财务等运营的全过程，而掌握必要的数字技术则几乎是对互联网企业的基本要求，其数字化程度较高是必然的。生产经营的数字化可以降费增效；管理办公上的数字化则更有利于企业的扁平化管理。长期以来，随着企业规模的增大，企业内部的管理层级越多，机构越臃肿，上层管理者与基层员工的信息交流就越困难，导致企业管理效率下降。数字化管理则可以利用信息的高效收集、录入、处理、分析等优势，使管理者加深对企业运营状况的了解和掌握，更好地做出决策，提升管理效率。

三是传统企业通常重资产运营，互联网企业则更多轻资产运营。轻资产运营的概念由麦肯锡公司首先提出，是指公司减少对实物资本的依赖，利用知识资本、科技创新、人力资源、品牌建设等无形资产，追求利润和实现企业价值，互联网企业的特质决定了其更适合轻资产运营，反映在财务报表上，互联网企业有如下几个显著特点：

资产负债率低。互联网企业的负债相对较少，2021 年末，A 股所有企业的平均资产负债率达到了 57%，而互联网企业为 43%（笔者根据 CSMAR 数据库上市公司公开数据测算，下同）。

现金储备等流动资产占总资产比例高，存货等非流动资产占比较低，2021 年末，A 股所有企业货币资金占总资产比例均值为 12%，互联网企业为 15%；A 股所有企业存货占总资产比例均值为 15%，而互联网企业仅为 8%。

研发支出高。互联网企业的产品与服务需要不断地科研投入来保证其竞争力，研发支出相对较高。2021 年 A 股所有企业平均研发费用为 2 亿 3 千万元，互联网企业的平均研发费用为 3 亿 5 千万元。值得一提的是，企业会计准则中对研发费用的计量，分为资本化和费用化两部分，资本化的部分越多，企业财报上利润相关的指标就越可观，而出于谨慎性原则，互联网企业的许多研发费用被费用化，导致企业利润被低估；另外由于互联网企业研发的特殊性，使得开发人员个人才能尤为重要，例如某个工程师改进一个算法，就可能改善成百上千万客户的产品使用体验，而诸如此类的研发很难被资本化，致使利润低估。

总结来看，互联网企业除了商业模式上与传统企业的差异外，企业数字化、轻资产运营、研发投入高的特征相当显著。联系本文主题，企业数字化能提升企业的管理运营效率，让管理者从繁琐细碎的日常事务中解放，更加关注企业的成长与创新，从这个角度看，企业信息对企业家而言更加透明全面时，其决策的科

学性与正确性就更强，此时应当尽量减少对企业家的限制，赋予其较大权力，充分发挥企业家才能。轻资产运营、高研发支出则使互联网企业的利润和价值常常被低估，如果要找到客观反映互联网企业真实价值的指标，至少需要将费用化的研发支出在费用中扣除，在这点上，EVA 要比传统财务绩效指标更为适当。

3.4 影响机制与研究假设

3.4.1 股权集中度与企业绩效

股权集中度是股权结构的核心内容，反映了公司股东之间的权力与利益分配关系，是公司治理的基础性构成，也是公司稳定性的基本动力。在高股权集中度下，大股东的利益与公司高度一致，公司的业绩足以对其收益分配产生极大的激励作用，因此大股东有动力积极推动公司的发展，致力于为企业的价值付出更多的努力，此时企业的控制与决策稳定且有效率，不容易受到干扰。对于上市公司而言，高度股权集中也意味着公司自身丰富的权益储备，在对外并购投资和融资上有充分的筹码作为对价，配股与增发时也有相当的股权稀释空间。而在股权相对分散时，并不存在绝对的大股东，股东之间都缺乏足够的动机改善企业绩效，因为自己只能享受到改善绩效的一小部分成果，个人努力所产生的收益在所有股东中分配，因此在中小股东中普遍存在“搭便车”的心理；同时由于单个股东都不具备控制权，因此股东即使有动机参与公司经营，也会受到其他股东的制衡。此时，公司的实际控制权就落入了公司管理层即经理人的手中，股东对经理人的行为缺乏有效的监督，助长了经理人以公司利益为代价谋取私利的行为，“道德风险”加大。这种情况下各个股东既无意愿也无能力对企业的发展提供足够的话语权。必然导致治理结构的失效和企业绩效的退步，甚至使无法抵御外部投资者的恶意收购等行为，公司逐渐走向衰败。在这样的现实逻辑下，可以看到，足够的股权集中度既有利于对股东的激励，也能强化对经理人的监督，有利于企业绩效的提升。因此提出假设：

H1：企业绩效（EVA 率）与股权集中度正相关。

3.4.2 股权制衡与企业绩效

股权集中可以提高企业效率，但另一方面，由于控制权集中在大股东手中，使大股东对企业利益可能存在的损害行为缺少监督，此时就需要其他股东的制衡。

股权制衡就是指持股比例较大的几个大股东共同掌握控制权的一种情形,通过大股东之间的相互制约,加强了彼此的监督,限制了任何一个单一大股东攫取企业利益,也减少了大股东对中小股东利益的侵占,从而提高了公司的整体利益。因此提出假设:

H2:企业绩效(EVA率)与股权制衡度正相关。

3.4.3 国有股持股比例与企业绩效

对国有股份与企业绩效的关系,很多研究认为国有股对企业绩效存在负面作用。其影响逻辑在于一方面国有企业本身缺乏市场竞争,没有提升企业绩效的紧迫感,同时由于国有股份通常难以给经理人提供足够的激励,使经理人缺乏积极经营的动机。另外,国有持股的目的,除了实现资产保值增值的经济目的,也往往承担了增加就业、保护民生、实现国家宏观战略等非经济任务,仅考察经济效率,这样的任务对企业效率的影响是负面的。当然这种情况在股权分置改革和国企改革后已有所扭转,但考虑到本文的研究对象是以创新为导向的互联网企业,因此本文倾向于认为非经济目的的行政干预会对其企业绩效产生负面影响。因此提出假设:

H3:企业绩效(EVA率)与国有持股比例负相关。

3.4.4 机构持股比例与企业绩效

研究者对机构持股对企业绩效的影响有不同的假设,即有效监督、利益冲突、战略联盟(Pound,1988),第一种假设下的机构投资者对企业的经营行为产生了有效的监督,尤其是在单一机构持股比例较高时,其本身作为公司较大的股东,利益与公司保持一致,使其有动机对企业行为进行监管。同时机构投资者的专业性强,对企业经营模式和运营状况的调研和考察较为频繁,也有能力对企业进行监督,从而防止大股东与经理人的攫取行为和提出改善建议,对企业绩效产生积极影响。另外,机构投资者获取信息、挖掘信息、分析信息的能力强于个人投资者,机构投资者相对大股东与经理人的信息劣势就更小,这就能有效缓解信息不对称问题,对企业高管和大股东的行为产生约束作用。由于对信息的充分掌握,机构投资者也在资本市场中扮演了风向标的角色,即使某一企业的单一机构投资者持股比例小,缺少对决策话语权,也可以通过买入或卖出的行为为资本市场传

递信息，这种“用脚投票”的交易行为能产生足够的激励与威慑，使大股东和管理层更倾向于保护而不是攫取企业利益，从而为企业的长远发展提供保障。而其他两种假设则不支持机构持股的积极影响，但目前的大多数研究论证了第一种假设。因此提出假设：

H4：企业绩效（EVA 率）与机构持股比例正相关。

3.4.5 代理成本对股权结构与企业绩效的中介作用

股权集中度和机构持股对企业绩效的影响可能通过多个路径实现，其中，对管理效率的提升有较强的现实逻辑，高股权集中度可以加强股东的控制权与团结程度，不仅使其在委托代理关系中更加强势，强化了对代理人的议价权，还提高了决策效率；而机构持股强化了对代理人的约束和监督力度。两者同样弱化了代理人滥用自身权力、挥霍企业财产的可能性，降低了代理成本，这种代理成本很可能就在股权结构对企业绩效的影响中发挥了中介作用。我们可以用企业财报的管理费用率来衡量代理成本。因此提出假设：

H5：股权集中度与管理费用率负相关，管理费用率与 EVA 率负相关。

H6：机构持股比例与管理费用率负相关，管理费用率与 EVA 率负相关。

3.4.6 控制权集中对股权结构与企业绩效的调节作用

股权的集中，本质上是控制权的集中，如果股权集中度对企业绩效的影响是正面的，集中控制权的其他方式——例如公司董事长和总理由同一人担任，可能也同样具有类似的积极效应，这种权力的集中，就有可能在股权集中度对企业绩效的影响中发挥了正向调节作用，进一步加强了股权集中的影响。因此提出假设：

H7：两职合一正向调节了股权集中度对 EVA 率的影响。

4 研究设计

4.1 样本选择

现代信息技术的进步和万物互联概念的发展,使智能电子设备等硬件设施与软件开发及互联网深度绑定,电子硬件厂商同样具备互联网企业的特征,因此本文除了选择证监会 2012 版行业分类中的信息传输、软件和信息技术服务业企业作为样本,还选择了制造业中的计算机、通信和其他电子设备制造业企业,同样将其定义为广义的互联网企业。考虑到 2006 年会计准则变更与股权分置改革的影响,时间维度上选择 2007-2020 年中国沪深两市相关上市公司的数据,相关的财务指标和互联网上市公司股权结构数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。在此基础上本文剔除 ST 企业以及数据缺失的样本。为避免歧异值影响,我们对所有变量在 1%水平上予以 Winsorize 处理。样本容量为 4662 个。

4.2 变量定义:

4.2.1 被解释变量: EVA 率

考虑到数据量纲的影响,本文以总资产 EVA 率,即 EVA 值除以总资产后的比率作为被解释变量,其中,EVA 有两种计算方式。

经济增加值(EVA)=税后净营业利润(NOPAT)-资本投入(IC)×加权平均资本成本(WACC)。

其中经济增加值计算口径一参照国资委《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》。如下所示:

税后净营业利润=净利润+(利息支出+研究开发费用-非经常性净收益)×(1-企业所得税税率),其中 2008 年之前的企业所得税税率为 33%,2008 年及之后的企业所得税税率为 25%;资本投入=平均所有者权益(或股东权益)+平均负债合计-平均无息流动负债-平均在建工程;加权平均资本成本统一为 5.5%。在上述基础上除以总资产后的比率得到第一种总资产 EVA 率(EVA1)。

经济增加值计算口径二的方法如下所示:

税后净营业利润=营业利润-所得税费用+[利息支出(非金融机构)+资产减值损失+开发支出]×(1-企业所得税税率)+递延所得税负债增加额-递延所得

税资产增加额；资本总额=所有者权益合计+资产减值准备-在建工程减值准备-在建工程净额+递延所得税负债-递延所得税资产+短期借款+交易性金融负债+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款；加权平均资本成本=债券资本成本 \times (1-企业所得税税率) \times (债务资本/总资本)+股权资本成本 \times (股权资本/总资本)，其中股权资本成本=无风险利率+风险因子 \times 市场风险溢价，债券资本成本使用一年期银行贷款利率，无风险收益率使用银行一年期存款利率，风险因子使用沪深市场股票 250 交易日流通市值加权的 BETA 值，考虑到中国股票市场波动率过大的特点，计算时市场风险溢价使用 4%。

4.2.2 解释变量：

股权集中度是衡量公司股权集中或分散程度的指标，通常以前几大股东持股数量占总股数的比例来度量，本文参考已有研究，将前十大股东持股比例(CR10)作为本文的解释变量。

股权制衡度主要衡量其他大股东对第一大股东的制衡程度。通常以其他大股东持股之和与第一大股东持股的比值来量化。本文参考陈德萍和陈永圣(2011)的研究，使用上市公司第 2 大股东到第 10 大股东持股总量与第一大股东持股量之比作为股权制衡度的量化指标，即股权制衡度(Balance)=第 2-10 大股东持股总量/第一大股东持股量。

国有股持股占比(SO)指国家股和国有法人股占总股本的比例。

机构投资者的持股比例。在我国，将基金、合格的境外投资者(QFII)、券商、保险公司、社保基金、信托公司、财务公司、银行、非金融类上市公司等机构投资者的合计持股数占总股本的比例作为机构投资者持股比例(Insh)。

4.2.3 控制变量：

企业规模(Size)是最广泛使用的控制变量之一，规模大的公司无论是在经营能力、融资能力还是品牌知名度方面都存在明显优势；企业的成立时间(Age)越长，一方面其治理结构就越稳定，但稳定有时也表现为保守，缺乏创新。因此企业的年龄也是影响企业经营的重要因素；企业的偿债能力，例如资产负债率(Lever)、体现企业利用财务杠杆的能力，过高的杠杆可能会提高企业债务风险，过低的杠杆则限制了企业的融资能力。保持适当的财务杠杆，对企业的长期发展

是有利的；高管薪酬(Salary)，定义为企业薪酬排名前三的高管人员年度现金总报酬之和的自然对数，较高的高管薪酬可能会产生显著的激励作用，提升企业绩效。除此之外，董事会人数体现了企业董事会规模(Board)，独立董事占董事会全体成员的比例体现董事会的独立性(Independent)，于东智（2001）、王跃堂等（2006）的研究分别表明了两个变量对企业绩效的积极影响。综上所述，本文选择了企业规模(Size)、财务杠杆(Lev)、企业成立年限(Age)、董事会规模(Board)、独立董事占比(Independent)以及高管薪酬(Salary)等变量，同时加入年份(Year)和行业(Ind)两个虚拟变量作为控制变量。

4.2.4 中介变量：

代理成本是委托代理问题的一个核心内容，代理成本高意味着委托代理问题严重，反之则较轻，如果合理的股权结构可以改善委托代理问题，那么很有可能是通过降低代理成本实现的。本文在理论部分提到，代理成本可由监督成本、担保成本和剩余损失组成，监督成本是委托人在监督代理人时耗费的资源，担保成本体现为委托人向代理人支付的报酬，两者同样作为管理费用反映在企业财报上，相比剩余损失更加容易观测，因此本文借鉴 Singh 等(2003)的研究，采用管理费用率来衡量代理成本，将其作为中介变量，探讨股权结构对绩效的影响机制。管理费用率为样本公司年度管理费用与营业收入的比值，该指标用以衡量经理层滥用资金、过度在职消费所引起的浪费。管理费用率越高，代理成本越高。

4.2.5 调节变量：

本文将企业的董事长与总经理（CEO）两职是否合一（DUAL）作为调节变量。一方面，经理人和董事长的双重身份可能使董事长有效地控制信息与加强权力，妨碍了董事会和其他管理层成员有效的监督；另一方面，由于董事长常常由企业大股东出任，代表了股东利益，两职合一的身份能使其对管理层的控制加强，使管理层利益与股东利益实现一定程度的统一，同时也解决了剩余控制权和剩余索取权的配置问题，从而削弱委托代理问题。无论两职合一对企业产生哪方面的影响，都需要通过足够的股权支持来实现，因此，本文将其设置为虚拟变量，“1”表示董事长和总经理两职合一，“0”表示董事长和总经理两职分离，以研究两职合一在股权结构影响 EVA 中的调节作用。

以上变量定义如表 1 所示。

表 1. 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	总资产经济增加值率	<i>EVA1</i>	基于计算口径一的经济增加值/总资产
		<i>EVA2</i>	基于计算口径二的经济增加值/总资产
解释变量	股权集中度	<i>CR10</i>	前十大股东持股数量/总股数
	股权制衡度	<i>Balance</i>	二到十大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
	国有股持股占比	<i>SO</i>	国有股东持股数量/总股数
	机构投资者持股占比	<i>Insh</i>	机构投资者持股数量/总股数
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	资产总额的对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
	成立年限	<i>Age</i>	当年年份-成立年份
	董事会规模	<i>Board</i>	董事人数的自然对数
	独立董事占比	<i>Independent</i>	独立董事人数/董事人数
	高管薪酬	<i>Salary</i>	薪酬排名前三的高管薪酬之和的自然对数
	年份	<i>Year</i>	年份虚拟变量
行业	<i>Ind</i>	行业虚拟变量	
中介变量	管理费用率	<i>MER</i>	管理费用/营业收入
调节变量	两职合一	<i>DUAL</i>	董事长是否兼任 CEO，兼任取 1、否则为 0

5 股权结构与 EVA 率关系的实证分析

5.1 模型构建

本文分别构建如下四个基准模型，以 Stata16 软件为工具进行假设检验：

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times CR10_{it} + \beta_2 \times Control_{it} + IND + YEAR + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在模型（1）中，我们通过判断 $CR10$ 的系数 β_1 的符号来确认股权集中度对 EVA 的影响。

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times Balance_{it} + \beta_2 \times Control_{it} + IND + YEAR + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

在模型（2）中，我们通过判断 $Balance$ 的系数 β_1 的符号来确认股权集中度对 EVA 的影响。

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times SO_{it} + \beta_2 \times Control_{it} + IND + YEAR + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

在模型（3）中，我们通过判断 SO 的系数 β_1 的符号来确认国有股占比对 EVA 的影响。

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times Insh_{it} + \beta_2 \times Control_{it} + IND + YEAR + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

在模型（4）中，我们通过判断 $Insh$ 的系数 β_1 的符号来确认机构投资者持股对 EVA 的影响。

5.2 实证结果

5.2.1 描述性统计

表 2 列出了关键变量的描述性统计结果。 $EVA1$ 均值为 0.007，标准差为 0.011，最小值为 -0.364，最大值为 0.18，可以看到互联网上市公司总资产 EVA 率普遍较低，且在不同样本间存在差异； $CR10$ 的均值为 0.568，说明样本股权集中度较高； $Balance$ 的均值为 1.12，说明二到十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例基本持平； SO 的均值为 0.038，说明国有股东持股比较普遍较低； $Insh$ 的均值为 0.366，说明样本的机构持股比例普遍较高；

表 2. 描述性统计

Variables	N	Mean	Median	Std. Dev	Minimum	Maximum
$EVA1$	4662	0.007	0.011	0.074	-0.364	0.18
$EVA2$	4662	-0.002	0.001	0.065	-0.306	0.171
$CR10$	4662	0.568	0.577	0.148	0.225	0.91

<i>Balance</i>	4662	1.12	0.866	0.898	0.028	3.998
<i>SO</i>	4662	0.038	0	0.116	0	0.746
<i>Insh</i>	4662	0.366	0.358	0.24	0.001	
<i>Size</i>	4662	21.404	21.295	1.199	18.975	26.66
<i>Lev</i>	4662	0.352	0.325	0.207	0.053	1.194
<i>Age</i>	4662	14.52	14	5.676	1	30
<i>Board</i>	4662	2.211	2.303	0.185	1.792	2.773
<i>Independent</i>	4662	0.381	0.364	0.054	0.2	0.571
<i>Salary</i>	4662	14.416	14.425	0.935	0	16.417

5.2.2 相关性分析

表 3 报告了 Pearson 相关系数矩阵。我们发现 EVA1 与 CR10 显著正相关，EVA1 与 Balance 显著正相关，EVA1 与 Insh 显著正相关，这初步说明股权集中度、股权制衡度以及前十大股东持股比例与企业的 EVA 率存在显著的线性相关关系。然而，EVA1 与 SO 并不存在显著关系，这与我们的假设存在差异，国有股东持股可能并未对 EVA 率产生显著的影响。同时，EVA1 也与 Size、Lev、Age、Board 等显著相关。因此，在多元回归分析框架内进一步验证和考察 EVA 率的影响因素是十分必要的。

Table 3. Pearson correlation matrix.

	<i>EVA1</i>	<i>EVA2</i>	<i>CR10</i>	<i>Balance</i>	<i>SO</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>ROA</i>	<i>Age</i>	<i>Board</i>	<i>Independent</i>	<i>Salary</i>
<i>EVA1</i>	1											
<i>EVA2</i>	0.876**	1										
<i>CR10</i>	0.294***	0.259***	1									
<i>Balance</i>	0.063***	0.056***	0.065***	1								
<i>SO</i>	0.0210	0.0170	0.126***	-0.088***	1							
<i>Insh</i>	0.147***	0.152***	0.296***	-0.190***	0.326***	1						
<i>Size</i>	-0.084***	0.036**	-0.239***	-0.064***	0.058***	0.228***	1					
<i>Lev</i>	-0.285***	-0.204***	-0.247***	-0.128***	0.061***	0.141***	0.367***	1				
<i>Age</i>	-0.127***	-0.063***	-0.271***	-0.061***	-0.051***	0.0190	0.333***	0.232***	1			
<i>Board</i>	0.049***	0.052***	-0.034**	0.036**	0.197***	0.223***	0.197***	0.049***	0	1		
<i>Independent</i>	-0.026*	-0.00300	-0.00700	-0.059***	-0.117***	-0.124***	-0.00300	0.00600	0.0180	-0.561***	1	
<i>Salary</i>	0.116***	0.162***	-0.056***	0.114***	-0.029**	0.045***	0.377***	0.000	0.168***	0.086***	-0.0120	1

***, **, and * indicate the significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.

5.2.3 多元回归分析

5.2.3.1 股权集中度与总资产 EVA 率

在 Stata16 中,使用逐步回归,对股权集中度与总资产 EVA 率之间的关系进行实证检验,结果如表 4 所示。首先单独考察 CR10 对 EVA1 的影响,在列(1)中报告了单变量回归的结果,研究发现 CR10 的系数为 0.139,且在 1%的水平上显著,初步说明股权集中度提升了总资产 EVA 率。在第二列中,进一步加入了相关的控制变量,结果表明,CR10 的系数为 0.120,仍在 1%的水平上显著;接着在列(3)进一步考虑了年份虚拟变量和行业虚拟变量后,报告显示现 CR10 的系数为 0.118,且在 1%的水平上显著。上述结果表明,股权集中度与总资产 EVA 率之间存在显著正相关关系。因此,模型一中的假设得以验证。

表 4. 股权集中度与总资产 EVA 率

	(1)	(2)	(3)
<i>CR10</i>	0.139*** (19.34)	0.120*** (16.74)	0.118*** (16.08)
<i>Size</i>		0.000 (0.38)	0.002** (2.22)
<i>Lev</i>		-0.080*** (-14.95)	-0.085*** (-15.58)
<i>Age</i>		-0.000** (-2.26)	0 (0.10)
<i>Board</i>		0.026*** (3.86)	0.022*** (3.24)
<i>Independent</i>		0.0210 (0.94)	0.0210 (0.92)
<i>Salary</i>		0.010*** (8.61)	0.011*** (8.89)
<i>Cons</i>	-0.072*** (-9.55)	-0.247*** (-8.92)	-0.273*** (-9.52)
<i>Ind</i>	NO	NO	YES
<i>Year</i>	NO	NO	YES
<i>N</i>	4662	4662	4662
<i>Adj-R2</i>	0.111	0.154	0.179

5.2.3.2 股权制衡度与总资产 EVA 率

同样地，对股权制衡度与总资产 EVA 率之间的关系进行实证检验，结果如表 5 所示。首先在列（1）单独考察 Balance 对 EVA1 的影响，研究发现 Balance 的系数为 0.005，且在 1%的水平上显著。但在第二列和第三列中，我们进一步加入了相关的控制变量后，发现 Balance 与 EVA1 并无显著关系，这表明股权制衡度对企业 EVA 率的影响并不稳健，实证检验结果与模型二的假设并不相符，

本文在研究假设中认为，股权制衡度对企业绩效的积极影响，可能表现为大股东之间对控制权的争夺而形成的相互监督，防止了单一大股东损害中小股东利益的行为，同时由于股东间的制衡使他们更有动力促使管理者将企业利益更好地分享给股东，从而实现企业绩效的优化。然而这两种可能性都有其前提，前者要求大股东天然有损害中小股东利益的倾向，在存在股权制衡的情况下，这种行为受到了约束，后者则假设企业将更多利润与股东分享对企业绩效有积极的影响，从实证结果看，两种前提至少有一种不成立。在现代企业制度中，股权往往代表所有权与财产权，对大股东而言，企业的利益一定程度上就代表自己的利益，所以他们并不必然有动机损害其他股东利益——这会影响企业的健康发展，而股东对利润的过度分享，在互联网企业产品和技术迭代速度快、需要不断地投资和研发保证自身的市场竞争力的背景下，也可能部分地限制了企业的生产、研发以及再投资，并不会对企业绩效产生正面影响。

另一方面，我们在模型一假设成立的基础上，可以认为控制权的集中提升了管理效率以影响，而股权制衡则意味着控制权的分散，在这个意义上，股权制衡对企业绩效的影响甚至可能是负面的。

简言之，股权制衡对企业绩效可能存在正向的影响机制，但这种机制并不必然成立，甚至还可能存在负面影响的机制，使股权制衡对绩效的最终影响是不确定的，导致了实证结果的不显著。

表 5. 股权制衡度与总资产 EVA 率

	(1)	(2)	(3)
Balance	0.005*** (4.34)	0.00100 (0.52)	0.00100 (0.55)
Size		-0.00100 (-1.32)	0.00100 (0.83)

<i>Lev</i>		-0.094***	-0.098***
		(-17.03)	(-17.60)
<i>Age</i>		-0.001***	-0.001***
		(-5.40)	(-2.73)
<i>Board</i>		0.025***	0.021***
		(3.62)	(3.02)
<i>Independent</i>		0.0190	0.0190
		(0.82)	(0.81)
<i>Salary</i>		0.010***	0.011***
		(8.60)	(8.58)
<i>Cons</i>	0.00100	-0.130***	-0.157***
	(0.44)	(-4.70)	(-5.52)
<i>Ind</i>	NO	NO	YES
<i>Year</i>	NO	NO	YES
<i>N</i>	4662	4662	4662
<i>Adj-R2</i>	0.004	0.104	0.133

5.2.3.3 国有持股比例与总资产 EVA 率

接下来对国有持股比例与总资产 EVA 率之间的关系进行实证检验，结果如表 6 所示。其中，在列（1）单独考察 *SO* 对 *EVA1* 的影响，研究发现 *SO* 与 *EVA1* 关系并不显著。在第二列和第三列中，我们进一步加入了相关的控制变量后仍然发现 *SO* 与 *EVA1* 并无显著线性关系，因此，上述结果表明国有持股比例对总资产 EVA 率未产生显著影响。这同样与原假设不符。

模型三的假设是建立在国有持股往往以行政手段干涉企业经营，从而弱化了企业效率这一前提之上，文献回顾中的相关研究也支持了这一点。但这些研究大多数发表日期较早，既无法考虑 2007 年后股权分置改革的影响，也无法观测近年来国有企业改革带来的变化。事实上，前者使国有企业的市场化程度加深，市场对经济绩效的要求自然比改革之前要苛刻，倒逼了国有企业提高经营能力；后者的影响则更为深远，2015 年印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》将国有企业分为公共政策性、特定功能性和一般商业性企业三类，前两类需要满足国家的政治和战略需求，有较强的政策导向性，第三类则不必承担过多的获取经济利益以外的职能，与民营企业无异，而本文选取的互联网行业企业中的国有企业，基本上属于第三类，在这种情况下，行政干预影响企业绩效的前提在本文的研究中很可能不成立。当然，模型三的解释变量是国有持股比例而非样本是否属

于国有企业，但在国有控股的企业中，绩效不会受到其控股方的负面影响，非国有属性企业中的国有股份，其影响就更小了。

由此看来，由于制度的改革带来的变化和本文样本选取的特点，研究结果不支持模型假设也是较为合理的。

表 6. 国有持股比例与总资产 EVA 率

	(1)	(2)	(3)
<i>SO</i>	0.0130 (1.44)	0.013 (1.46)	0.00900 (0.92)
<i>Size</i>		-0.00200 (-1.43)	0.00100 (0.70)
<i>Lev</i>		-0.094*** (-17.22)	-0.098*** (-17.64)
<i>Age</i>		-0.001*** (-5.28)	-0.001*** (-2.81)
<i>Board</i>		0.023*** (3.29)	0.021*** (2.96)
<i>Independent</i>		0.0190 (0.83)	0.0190 (0.81)
<i>Salary</i>		0.011*** (8.84)	0.011*** (8.66)
<i>Cons</i>	0.006*** (5.35)	-0.126*** (-4.55)	-0.155*** (-5.43)
<i>Ind</i>	NO	NO	YES
<i>Year</i>	NO	NO	YES
<i>N</i>	4662	4662	4662
<i>Adj-R2</i>	0.000	0.104	0.134

5.2.3.4 机构投资者持股与总资产 EVA 率

最后对机构投资者持股与总资产 EVA 率之间的关系进行实证检验，结果如表 7 所示。首先在列（1）单独考察 *Insh* 对 *EVA1* 的影响，研究发现 *Insh* 的系数为 0.046，且在 1%的水平上显著，初步说明机构投资者持股强化提升了总资产 EVA 率。在第二列中进一步加入了相关的控制变量，结果表明，*Insh* 的系数为 0.059，且在 1%的水平上显著；在列（3）进一步考虑了年份虚拟变量和行业虚拟后，结果发现 *Insh* 的系数为 0.059，且在 1%的水平上显著。上述结果表明，机构投资者持股与总资产 EVA 率之间存在显著正相关关系。因此，本文的假设

得以验证。

表 7. 机构投资者持股与总资产 EVA 率

	(1)	(2)	(3)
<i>Insh</i>	0.046*** (10.18)	0.059*** (13.34)	0.059*** (12.90)
<i>Size</i>		-0.004*** (-3.62)	-0.002* (-1.94)
<i>Lev</i>		-0.099*** (-18.33)	-0.099*** (-18.17)
<i>Age</i>		-0.001*** (-4.76)	-0.001*** (-3.18)
<i>Board</i>		0.012* (1.82)	0.013* (1.90)
<i>Independent</i>		0.0270 (1.17)	0.0280 (1.21)
<i>Salary</i>		0.011*** (9.37)	0.010*** (8.52)
<i>Cons</i>	-0.010*** (-5.13)	-0.083*** (-3.05)	-0.105*** (-3.70)
<i>Ind</i>	NO	NO	YES
<i>Year</i>	NO	NO	YES
<i>N</i>	4662	4662	4662
<i>Adj-R2</i>	0.0220	0.136	0.163

5.2.4 稳健性检验

稳健性检验是为了测试解释变量对评价对象的解释是否强壮 (Robust)、可靠, 即验证当模型的某些假设或参数发生改变时, 指标对评价对象是否能保持一个相对稳定的解释结果。为保证本文研究结论的严谨性, 本文采用个体固定效应模型、更换被解释变量、分样本回归以及内生性检验等方法对初步符合本文研究假设的模型 (1) 和模型 (4) 进行稳健性验证。

5.2.4.1 个体固定效应模型

首先, 为了控制不随时间变化的个体特征对本文结果的影响, 本文采用个体固定效应模型对模型 (1) 和模型 (4) 进行假设检验。如表 8 所示, 在列 (1) 考察 CR10 对 EVA1 的影响, 研究发现 CR10 的系数为 0.133, 且在 1% 的水平上显著, 股权集中度提升了总资产 EVA 率。在第 (2) 列中, 考察了机构投资者持

股对总资产 EVA1 的影响, 结果表明, *Insh* 的系数为 0.095, 且在 1% 的水平上显著。个体固定效应模型表明本文的研究结论是稳健的。

表 8. 个体固定效应模型

	(1)	(2)
<i>CR10</i>	0.133*** (10.46)	
<i>Insh</i>		0.095*** (9.91)
<i>Size</i>	-0.013*** (-6.52)	-0.017*** (-8.01)
<i>Lev</i>	-0.101*** (-10.92)	-0.115*** (-12.71)
<i>Age</i>	0.013*** (2.89)	0.010** (2.27)
<i>Board</i>	0.00300 (0.27)	0.00400 (0.38)
<i>Independent</i>	-0.0110 (-0.35)	-0.0180 (-0.56)
<i>Salary</i>	0.008*** (3.65)	0.009*** (4.10)
<i>Cons</i>	0.0540 (0.85)	0.174*** (2.79)
<i>Firm</i>	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES
<i>N</i>	4662	4662
<i>Adj-R2</i>	0.157	0.155

5.2.4.2 更换被解释变量

为了进一步验证本文结果的稳健性, 本文采用基于第二种口径计算的总资产 EVA 率 (EVA2), 在模型 (1) 和模型 (4) 中更换原有的被解释变量 EVA1 进行假设检验。如表 9 所示, 列 (1) 考察 *CR10* 对 EVA2 的影响, 研究发现 *CR10* 的系数为 0.101, 且在 1% 的水平上显著。在第 (2) 列中考察机构投资者持股对总资产 EVA2 的影响, 结果表明, *Insh* 的系数为 0.049, 且在 1% 的水平上显著。更换被解释变量的结果同样验证了结论的稳健性。

表 9. 更换被解释变量

	(1)	(2)
<i>CR10</i>	0.101*** (15.70)	
<i>Insh</i>		0.049*** (12.22)
<i>Size</i>	0.006*** (6.70)	0.003*** (2.59)
<i>Lev</i>	-0.059*** (-12.29)	-0.071*** (-14.80)
<i>Age</i>	0.000 (-0.70)	-0.001*** (-3.90)
<i>Board</i>	0.022*** (3.68)	0.015** (2.40)
<i>Independent</i>	0.041** (2.06)	0.046** (2.31)
<i>Salary</i>	0.009*** (8.35)	0.009*** (8.00)
<i>Cons</i>	-0.365*** (-14.47)	-0.222*** (-8.90)
<i>Firm</i>	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES
<i>N</i>	4662	4662
<i>Adj-R2</i>	0.160	0.143

5.2.4.3 分样本回归

考虑到股权结构对 EVA 的影响可能因企业的规模、产权性质而存在异质性，我们进一步将样本分类，进行分样本回归。首先按企业规模（总资产规模）大小将样本分为两组，并在回归模型中删去 *Size* 这一控制变量，考察股权结构对总资产 EVA 率的影响是否受到企业规模的影响，表 10 给出的回归结果显示，股权集中度与机构投资者持股对 EVA 的正向影响在两组样本中同时存在，其中股权集中度的回归系数与显著性在两组中区别不大，而机构投资者持股的回归系数在两组中有明显差异，可以看出，资产规模较大的企业，机构持股比例对其 EVA 的影响更大，而资产规模较小的企业，机构持股比例对其影响更小。不难看出，股权集中度对 EVA 的作用不受公司规模的影响，而机构持股比例的影响则有所区别，一个合理的解释是，在资产规模更大的公司，机构投资者对其经营行为更

加关注，其“监督效应”更为显著，更好地支持了企业的发展。

表 10. 分样本回归

	(1)	(2)	(3)	(4)
	规模较大企业		规模较小企业	
<i>CR10</i>	0.115*** (11.34)		0.121*** (11.19)	
<i>Insh</i>		0.087*** (13.03)		0.019*** (3.28)
<i>Size</i>				
<i>Lev</i>	-0.097*** (-12.16)	-0.114*** (-14.34)	-0.065*** (-9.37)	-0.083*** (-11.78)
<i>Age</i>	0 (0.31)	0 (-2.10)	0 (0.14)	0 (-2.41)
<i>Board</i>	0.025** (2.53)	0.005 (0.57)	0.006 (0.76)	0.002 (0.28)
<i>Independent</i>	0.067** (2.05)	0.047 (1.46)	-0.347 (-1.14)	-0.014 (-0.46)
<i>Salary</i>	0.006*** (4.58)	0.005*** (3.84)	0.028*** (11.46)	0.030*** (11.58)
<i>Cons</i>	-0.191*** (-5.05)	-0.096*** (-2.62)	-0.416*** (-9.64)	-0.350*** (-7.94)
<i>Firm</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	2331	2331	2331	2331
<i>Adj-R2</i>	0.158	0.182	0.235	0.197

下面考察股权结构对总资产 EVA 率的影响是否受到产权性质的影响，研究结果发现，股权集中度与机构投资者持股对总资产 EVA 率的影响在国有企业和非国有企业均存在，也说明本文的结果是较为普遍的。

表 11. 分样本回归

	(1)	(2)	(3)	(4)
	国有企业		非国有企业	
<i>CR10</i>	0.092*** (7.83)		0.100*** (12.34)	
<i>Insh</i>		0.094*** (9.22)		0.047*** (9.65)
<i>Size</i>	0.006***	0.005***	0.007***	0.003**

	(4.22)	(3.23)	(5.07)	(1.96)
<i>Lev</i>	-0.059***	-0.057***	-0.065***	-0.077***
	(-7.02)	(-6.84)	(-10.62)	(-12.67)
<i>Age</i>	-0.001***	-0.001***	0	0
	(-3.11)	(-3.39)	(0.56)	(-1.35)
<i>Board</i>	-0.0110	-0.0150	0.032***	0.027***
	(-1.07)	(-1.43)	(4.10)	(3.43)
<i>Independent</i>	0.0230	0.0270	0.051**	0.054**
	(0.66)	(0.76)	(2.06)	(2.17)
<i>Salary</i>	0.014***	0.015***	0.007***	0.007***
	(6.68)	(6.90)	(5.99)	(5.84)
<i>Cons</i>	-0.357***	-0.324***	-0.369***	-0.227***
	(-8.48)	(-7.90)	(-10.68)	(-6.67)
<i>Firm</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	1223	1223	3335	3327
<i>Adj-R2</i>	0.227	0.241	0.151	0.135

5.2.4.4 内生性检验

当模型中的解释变量和随机误差项相关时，使用的该模型就被称为内生的，相应的自变量称为内生变量。可能导致内生性的原因有遗漏重要的控制变量、样本选择偏误、双向因果等。本文重点考虑解释变量与被解释变量存在双向因果的可能性。在上文的分析中，我们得出结论：股权集中度和机构投资者持股比例对 EVA 有较为显著的积极影响，然而，上述实证并未考虑内生性问题，联系中国资本市场实际情况，证监会对上市公司大股东的减持规定较为严苛，二级市场流动性的限制导致了大股东的持股较为稳定，而一级市场的股权转让几乎不会影响股权集中度，所以可以合理假设，CR10 为内生变量的可能性较小；对机构投资者而言，对上市公司的投资一般不以取得控制权为目的，多以财务投资为主，这也意味着机构投资更加偏好绩效良好的公司，因此可能是好的绩效导致了机构投资持股比例高，机构持股比例与企业绩效（EVA）之间可能存在双向因果关系，因此本文主要考虑机构投资者持股比例内生化的情况。

对内生性问题的处理有多种方法：例如 GMM 法、双重差分法、工具变量法等。联系本文样本数据的特点，本文利用工具变量法来处理内生性问题。工具变量的选取需要满足两个条件：一是与内生解释变量相关；二是与随机扰动项无关，参考唐松莲(2010)的研究，将公司年末股东人数的自然对数作为机构持股比例的

工具变量，采用二阶段最小二乘法（2SLS）进行回归。表 12 列出了未引入工具变量时 OLS 的回归结果与引入工具变量后的 2SLS 回归结果。结果显示，即使在考虑内生性、引入了工具变量的情形下，*Insh* 与 EVA 仍为显著正相关，且系数的正负方向未发生变化，因此我们可以说，机构持股比例确实显著地体现出其对 EVA 率的影响。

表 12. OLS 和 2SLS

	OLS	2SLS
<i>Insh</i>	0.059*** (12.9)	0.162*** (7.27)
<i>Size</i>	-0.002* (-1.94)	-0.007*** (-4.47)
<i>Lev</i>	-0.099*** (-18.17)	-0.101*** (-10.68)
<i>Age</i>	-0.001*** (-3.18)	-0.001*** (-3.44)
<i>Board</i>	0.013* (1.90)	-0.001 (-0.16)
<i>Independent</i>	0.028 (1.21)	0.043* (1.68)
<i>Salary</i>	0.010*** (8.52)	0.010*** (4.36)
<i>Cons</i>	-0.105*** (-3.70)	-0.134 (-0.36)
<i>Ind</i>	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES
<i>N</i>	4662	4662
<i>Adj-R2</i>	0.163	0.077

5.2.5 机制分析

基于上文的检验结果，我们已经得知，股权集中度和机构投资者持股比例对互联网企业的总资产 EVA 率的影响普遍是正面的。下面对其影响机制展开研究。

在本部分，首先以管理费用率（MER）作为中介变量，基于中介效应模型探究股权集中度与机构投资者持股比例是否通过代理成本影响总资产 EVA 率。

其次，本文将企业的董事长与总经理（CEO）两职是否合一（DUAL）作为股权集中度的调节变量，研究股权集中度是否受到两职合一的调节作用。

5.2.5.1 股权集中度、管理费用率与总资产 EVA 率

中介效应模型是分析解释变量对被解释变量的影响机制或路径的一种研究方法，如果解释变量 X 通过变量 M 影响了 Y，那么就认为 M 在 X 影响 Y 的路径中发挥了中介作用，M 就是中介变量。研究中介效应的方法有若干种，本文使用了文献中较为常用的逐步回归法，具体操作步骤如下：

第一步：在方程一中将被解释变量 Y（本文中为 EVA1）对解释变量 X（本文中为 CR10 或 Insh）进行回归，验证 X 对 Y 的总效应；

第二步：在方程二中将中介变量 M（本文中为 MER）对 X 进行回归，验证 X 和 M 的关系；

第三步：将 M 作为控制变量引入模型，建立方程三，通过方程三中 X 的系数显著性，判断 M 的中介效应是否成立。

首先采用中介效应模型对股权集中度影响总资产 EVA 率的机制进行检验，表 13 的三列分别报告了三个步骤的检验结果，其中列（1）上文已有展示，在此不再赘述，由第（2）列可知，CR10 与 MER 显著负相关，说明股权集中度显著降低了企业的管理费用率；同在第（3）列将 MER 作为控制变量之后，可以发现，CR10 与 EVA1 之间仍然呈现正相关关系，且 MER 与 EVA1 呈显著负相关关系。综合上述结果，MER 在 CR10 与 EVA1 之间发挥了部分中介效应。也就是说，股权集中度通过降低代理成本进而提升了 EVA1。

表 13. 股权集中度影响总资产 EVA 率的机制分析

	(1)	(2)	(3)
	<i>EVA1</i>	<i>MER</i>	<i>EVA1</i>
<i>CR10</i>	0.118*** (16.08)	-0.082*** (-6.41)	0.107*** (14.95)
<i>MER</i>			-0.107*** (-13.16)
<i>Size</i>	0.002** (2.22)	-0.030*** (-15.95)	-0.00100 (-1.32)
<i>Lev</i>	-0.085*** (-15.58)	0.051*** (5.29)	-0.076*** (-14.13)
<i>Age</i>	0.000 (0.10)	0.000 (1.32)	0.000 (0.47)
<i>Board</i>	0.022*** (3.24)	-0.026** (-2.15)	0.018*** (2.67)

<i>Independent</i>	0.021 (0.92)	0.0330 (0.84)	0.0190 (0.87)
<i>Salary</i>	0.011*** (8.89)	0.00200 (1.00)	0.011*** (9.20)
<i>Cons</i>	-0.288*** (-9.77)	0.748*** (14.40)	-0.189*** (-6.40)
<i>Ind</i>	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	4662	4655	4655
<i>Adj-R2</i>	0.179	0.190	0.204

5.2.5.2 机构持股、管理费用率与总资产 EVA 率

同样地，采用中介效应模型对机构持股比例影响总资产 EVA 率的机制进行检验，从第表 14 第（2）列可知，*Insh* 与 *MER* 显著负相关，说明机构投资者持股显著降低了企业的管理费用率；同在表 14 第（3）列加入控制变量 *MER* 之后，发现 *Insh* 与 *EVA1* 之间仍然呈现正相关关系，且 *MER* 与 *EVA1* 呈显著负相关关系。综合上述结果，可以认为 *MER* 在 *Insh* 与 *EVA1* 之间发挥了部分中介效应。也说明，机构投资者持股通过降低代理成本进而提升了 *EVA1*。

表 14. 机构投资者持股影响总资产 EVA 率的机制分析

	(1)	(2)	(3)
	<i>EVA1</i>	<i>MER</i>	<i>EVA1</i>
<i>Insh</i>	0.059*** (12.90)	-0.027*** (-3.37)	0.056*** (12.65)
<i>MER</i>			-0.114*** (-13.89)
<i>Size</i>	-0.002* (-1.94)	-0.028*** (-14.33)	-0.006*** (-5.34)
<i>Lev</i>	-0.099*** (-18.17)	0.061*** (6.32)	-0.089*** (-16.45)
<i>Age</i>	-0.001*** (-3.18)	0.001*** (2.60)	-0.001** (-2.57)
<i>Board</i>	0.013* (1.90)	-0.022* (-1.78)	0.00900 (1.35)
<i>Independent</i>	0.0280 (1.21)	0.0310 (0.78)	0.0260 (1.16)

<i>Salary</i>	0.010*** (8.52)	0.00200 (1.07)	0.010*** (8.86)
<i>Cons</i>	-0.107*** (-3.64)	0.636*** (12.41)	-0.0150 (-0.53)
<i>Ind</i>	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	4662	4655	4655
<i>Adj-R2</i>	0.163	0.185	0.194

5.2.5.3 控制权集中、股权集中度与总资产 EVA 率

最后，本文以两职合一作为控制权进一步集中的代理变量，当 CEO 和董事长是同一人时，DUAL=1，控制权加强，反之，则 DUAL=0。将解释变量 CR10 与调节变量 DUAL 的交互项 CR10×DUAL 引入回归模型，通过观察回归结果中交互项系数的显著性与符号，判断管理层权力加强时对股权集中度所发挥的调节效应，进一步理清股权集中度影响总资产 EVA 率的机制。

相关回归分析如表 15 所示，我们发现 CR10×DUAL 符号显著为正，说明管理层权力正向调节了股权集中度对总资产 EVA 率的影响。

至此，本文在机制分析中的假设全部得以验证。

表 15. 控制权集中、股权集中度与总资产 EVA 率

<i>CR10</i>	0.107*** (12.11)
<i>CR10×DUAL</i>	0.033** (2.32)
<i>DUAL</i>	-0.022*** (-2.61)
<i>Size</i>	0.002** (2.15)
<i>Lev</i>	-0.086*** (-15.66)
<i>Age</i>	0 (-0.10)
<i>Board</i>	0.021*** (2.96)
<i>Independent</i>	0.020 (0.87)
<i>Salary</i>	0.011*** (8.80)

<i>Cons</i>	-0.259*** (-8.84)
<i>Ind</i>	YES
<i>Year</i>	YES
<i>N</i>	4662
<i>Adj-R2</i>	0.180

6 研究结论及对策建议

6.1 研究结论

根据本文研究结果，可得出以下结论：

结论一：我国互联网企业的股权集中度与 EVA 率显著正相关

无论是在总体样本还是在分样本研究中，股权集中度都表现出对 EVA 率的显著影响，这一研究结果符合本文研究假设，也与大多数相关文献的结论一致。尤其是对互联网企业这类创新驱动的公司而言，不仅需要管理者具有远见卓识，更需要较高的决策效率来落实对企业的发展构想，以及时应对快速变化的市场需求，因此股权集中度越高，决策过程中出现的各种内耗制衡的可能性越小，企业高层更加团结，从而使得决策的速度越快，决策结果也更容易被接受，最终带来企业更好的业绩回报，EVA 率也由此上升。

结论二：股权制衡度对 EVA 的影响不显著

这一结论与研究假设不符，也就是说股权制衡度并没有显著地使企业 EVA 率提高，这在上文中已做出解释，股权制衡度对企业绩效的影响机制可能不成立，另外一种可能是，虽然股权制衡发挥了其监督作用，但另一方面也使得公司内部治理的内耗与相互制衡增加，牺牲了企业决策的效率，两种效应的抵消，使得最终对企业 EVA 率的作用不确定。

结论三：国有股持股占比对互联网企业的 EVA 率的影响不显著

这一结论与研究假设不符，本文假设，由于国有股东的存在，会对企业经营提出除经济目标之外的政治目标，例如：增加就业和稳定物价等，从而对企业的效率起到负面影响。但由于股权分置改革和国有企业改革的推进，在互联网这一营利性较强的行业，这种作用在现实中可能已经不断被削弱乃至接近消失，国有企业尚且如此，非国有企业中的国有股份，以财务投资者的角色为主，对企业负面干预的可能性会更小。

另一种可能的解释是，EVA 率本身作为国有企业的考核指标，其管理层有动机通过努力经营之外的方式提高该指标水平，从而使 EVA 对国企绩效的衡量有所高估，抵消了国有股权的负面影响。

结论四：机构持股比例与 EVA 显著正相关

无论是在总体样本、分样本或者是考虑了互为因果的内生性问题的研究中，

机构持股比例都同样表现出对 EVA 显著的影响，支持了监督有效假说。与个人投资者相比，机构投资者的投资专业能力更强，获取信息渠道更广，因此也更有能力对所投资公司的经营管理进行监督，相比之下，这种监督对于个人投资者就很难实现。同时机构投资者所拥有的特殊的市场地位以及其资金优势也足以使被投资公司对其投资给予足够重视，实现了自我约束的同时，支持了企业的长期发展，为企业绩效的提高赋能。

结论五：股权集中度与机构持股比例对 EVA 的影响一部分通过对管理费用率的中介作用实现

委托代理问题中的代理成本，很大程度反映在公司管理费用率上。通过中介效应模型检验，本文发现股权集中度和机构持股比例的上升会使管理费用率降低，进而提高 EVA 率，管理费用率降低可以从两个方面体现，一方面，这代表公司的内耗程度降低，管理运营更加有效率；另一方面，则表现为在外部的监督下，经理人对公司利益的损害行为得到限制。根据上文的研究，不难得出，通过股权集中度的提高而降低的管理费用率，更多反映了第一方面的影响，而机构持股则更多体现了第二方面。

结论六：股权集中度对 EVA 的影响显著受到管理层权力的调节作用

股权的集中，也可以视为一种控制权的集中，本文的研究已经证明了股权集中度对 EVA 率的影响，并指出这是由于控制权的集中减少了内耗、降低了代理成本、提高了管理效率所导致的。这种股东层面的权力集中可以提高效率，在此基础上加强管理层的权力集中，理论上可以正向调节股权集中对 EVA 率的作用，本文通过将董事长与总经理（CEO）是否两职合一作为股权集中度的调节变量进行假设检验，证实了该判断，即股权集中度对 EVA 的影响显著受到管理层权力的调节作用。

6.2 对策建议

根据本文的研究结果，本文提出以下几点优化互联网上市公司股权结构的建议：

（一）保持较高的股权集中度

研究结果显示，我国 A 股互联网上市公司的股权集中度与 EVA 率呈显著的正相关关系，即股权集中度越高，公司的 EVA 率越高。高股权集中度，可以使

大股东们有效地控制公司。在委托代理关系中,股权集中强化了对代理人的监督,避免了公司的实际控制权完全落入代理人手中,对于能力出众、勤勉尽责的职业经理人来说,股权的集中也能对自身提供更强的支持,从而更好地发挥其企业家才能,提高决策效率和决策水平。在股东内部,相比于中小股东普遍存在的“搭便车”心理,几个大股东由于对公司投入了相对大额的资产,承担了更多的风险,也可能获得更大的回报,因此他们更有动力和意愿参与管理和监督,促进公司治理的改善和企业绩效的提高。在现实中,公司董事会的席位也通常是按照股东持有股权来安排的,就是这一逻辑的体现。中国互联网行业发展的经验表明,企业发展高度依赖于其创始人或高管的远见卓识与个人能力,企业应当尽可能保持股权的集中,为其个人才能的发挥提供充分支持和保障,以此来为企业的发展注入长期的活力。

(二) 多措并举加强企业控制权

除了提高股权集中度,股东和高管也可以利用其他方式加强企业控制权的集中,以下列出了几种常见的方法。

“金字塔”式的股权结构。这是通过多个公司的控制链条间接取得控制权的一种方式,例如 B 公司控制了 C 公司(拥有 C 公司 50%以上的股权),C 公司控制了 D 公司,那么股东 A 就可以通过控制 B 公司来控制 D 公司,由于这种模式下的 B 公司注册资本通常小于 D 公司,这样就可以使投资人以较小的资本投入取得较大的控制权,这样投资人在没有充分的出资金额情况下,可以达到以小资金博大股权的效果。

一致行动人。一致行动人指股东之间通过协议的方式,互相约定一致对外,换言之,在股东大会上的任何表决或事项的进行,协议约定方的态度必须保持一致,这也是我国《上市公司收购管理办法》中允许和保障的。这就加强了股东内部的团结,即使形式上的股权较为分散,也可通过约定一致行动人,实现控制权事实上的集中。

委托投票权。委托投票权是指股东将自己的投票权委托给他人代为行使。上市公司中的很多股东,持有股权的目的是获得财务上的回报而非参与公司实际的经营管理,于是将自己的投票权授权给自己信任的管理者行使,这样也能实现控制权的集中。

AB 股。AB 股指的是同股不同权的双层股权架构,这是将公司股票分为两

种，一种投票权重高，另一种权重低，这样就可以在仅掌握少数高权重股票的情况下，实现控制公司的目的，这一股权架构在美股上市的互联网公司比较常见，阿里巴巴、百度、京东等都采用这种双层股权结构。而我国证监会在 2019 年发布的科创板上市规则中，才首次允许了同股不同权的企业在 A 股科创板上市，2020 年，A 股第一家双层股权结构的企业优刻得上市。随着上市规则不断完善，A 股未来将会有更多类似的企业上市。

在现实中，由于融资并购的需要，公司大股东的股权经常被稀释，前期投资大、亏损多的互联网企业尤其如此，提高股权集中度的目的难以实现，分散化的股权往往导致公司治理结构的不稳定，此时股东或控制人就可以通过上述几种方式，在不改变纸面上股权结构的前提下掌握控制权。

（三）引入更多机构投资者、完善机构投资制度

本文研究结果显示，机构投资者持股有助于提升企业绩效，这一结论在进行了稳健性检验和控制了内生性后仍然成立。因此上市公司要尽可能引入多元化的机构投资者，以加强外部监督和改善股权结构。

国家层面，一是要要进一步发展机构投资者，完善机构投资者相关法律的同时，加强对机构投资者的监管，创造公平良好的市场环境；二是加强投资者教育，合理引导机构投资者消除短视思想，逐步树立长期投资的理念，更好地服务上市公司的健康发展，建立起发展成果由投资者共享的良性循环；三是引导投资者投资方向，使之更好地顺应国家战略的发展方向。

（四）完善公司治理

与成熟的资本市场相比，我国上市公司治理机制普遍不完善，本文的研究结论仅表明股权集中度和机构持股比例与 EVA 正相关，但除股权结构外的公司治理其他方面也应当发挥其应有的作用，例如公司需要完善对经理人的激励和约束机制，并在此基础上予以充分授权，发展股东与经理人互惠和信任的合作关系，努力规避传统委托代理理论中的道德风险与信息不对称假设，实现现代管家理论中的互利共赢。此外，企业内部应重视公司章程的完善，加强董事会、监事会建设，充分发挥其职能，实现权力与利益合理分配、监督有效的治理结构。

参考文献

- [1] Bennedsen M,D. Wolfenzon. The Balance of Power in Closely Held Corporations[J].Journal of Financial Economics,2000,58:113-119
- [2] Chaganti. Influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF[J]. Journal of Finance, 1995, 53:1335-1362
- [3] Claessens,S. Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics, Journal of Finance,1997,(52):1641-1679.
- [4] Davis J H, Schoorman F D, Donaldson L. Toward a Stewardship Theory of Management[J].Academy of Management Review,1997,(22):20~47.
- [5] Demsetz H,Lehn K.The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences[J].Journal of Political Economy,1983,93(6):1155-1177
- [6] Gomes. A. R. , Novaes. W., 2005,“Sharing of control as a corporate governance mechanism”, Vol.1, PP:01-12.
- [7] Grossman, S., Hart, 1980, “Takeover bids, the free-rider problem ,and the theory of corporation”, Bell Journal of Economics, Vol.11, PP:42-64.
- [8] H. Mehran. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, Journal of Financial Economics.1995,38:163~184.
- [9] Hart, O.& J.Moore,1990,"Property rights and the nature of the firm", Journal of Political Economy 98:1119-1158.
- [10] Holderness.C.G.,Sheehan.D.P.,1998,“The Role of Majority Shareholders In Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis”, Journal of Financial Economics, Vol.20, PP:317-346.
- [11] James Tobin. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory[J].Journal of Money, Credit and Banking,1969,(1):15- 29.
- [12] Johnson S., La Porta R.,F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer. Tunneling [J].The American Economic Review, 2000, 90(2):22-27.
- [13] McConnell J, Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value[J].Journal of Financial Economics, 1990, 27(2):595-612
- [14] Pagano, Marco, Alisa Roell. The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go Public. Quarterly Journal of Economics,1998,113:187-226
- [15] Pedersen H, Thomsen S. The Financial and Operating Performance of Europe Corporate , [J]Journal of Finance,1999,52
- [16] Perrow C. The Economics of Organization: The Principal-Agent Relationship[J].Acta Sociologica,1993,(36):277~293.
- [17] Pound J. Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1-2):237-265
- [18] Shleifer A, Vishny R W. Large Shareholders and Corporate Control[J].Journal of Political Economy 1986, 94(3):461-488.
- [19] Singh M , Iii W D . Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms[J]. Journal of Banking & Finance, 2003, 27(5):793-816.
- [20] Thomsen,S. Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems[J].Journal of Corporate Finance,2006,12(2):246-269.
- [21] Wang K, Shailer G. Ownership Concentration and Firm Performance in Emerging Markets:A Meta-Analysis[J]. Journal of Economic Surveys, 2015, 29(2):199-229.

- [22] Woidtke.T. Agents Watching Agents: Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value[J]. Journal of Financial Economics, 2002,63:99-131
- [23] 白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005(02):81-91.
- [24] 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(01):38-43.
- [25] 陈乾坤,卞曰塘.股权制衡、代理成本与企业绩效——基于我国 A 股民营上市公司的实证分析[J].科学决策,2015(05):74-92.
- [26] 陈小悦,徐晓东.股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J].经济研究,2001(11):3-11+94.
- [27] 陈晓,江东.股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J].经济研究,2000(08):28-35+80.
- [28] 陈志军,徐鹏,白贵玉.动态竞争视角下上市公司股权制衡与绩效的关系研究[J].外国经济与管理,2014,36(11):3-11.
- [29] 董梅生.中国混合所有制企业股权结构选择与绩效研究[J].上海经济研究,2017, (03):71-77
- [30] 杜勇,刘龙峰,鄢波.机构投资者增持、高管激励与亏损公司未来业绩[J].中央财经大学学报,2018(01):53-67.
- [31] 贺炎林,张瀛文,莫建明.不同区域治理环境下股权集中度对公司业绩的影响[J].金融研究,2014(12):148-163.
- [32] 黄方亮,冯栋,王倩,杨敏,朱欣然.股权结构与公司绩效——基于 A 与 H 股市场投资者保护环境的比较研究[J].投资研究,2018,37(07):131-157.
- [33] 黄渝祥,孙艳,邵颖红,王树娟.股权制衡与公司治理研究[J].同济大学学报(自然科学版),2003(09):1102-1105+1116.
- [34] 李从刚,许崇正,李跃然.股权结构、制度环境与经营绩效:来自中国城市商业银行的经验证据[J].华东经济管理,2017,31(08):92-98.
- [35] 梁国萍,黄燕燕.股权结构、行业保护与公司绩效——来自中国 A 股的经验数据[J].金融与经济,2017(10):45-50.
- [36] 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,2016,37(05):98-104.
- [37] 刘星,刘伟.监督,抑或共谋?——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究[J].会计研究,2007(06):68-75+96.
- [38] 刘运国,高亚男.我国上市公司股权制衡与公司业绩关系研究[J].中山大学学报(社会科学版),2007(04):102-108+128.
- [39] 钱红光,刘岩.混合所有制、股权结构对公司绩效的影响[J].统计与决策,2019,35(23):185-188.
- [40] 乔明哲,吴为民,徐士伟,杨笑.股权集中、R&D 强度与创业企业成长——来自深圳创业板的证据[J].北京理工大学学报(社会科学版),2019,21(06):80-89.
- [41] 任海云.公司治理对 R&D 投入与企业绩效关系调节效应研究[J].管理科学,2011,24(05):37-47.
- [42] 邵颖红,朱哲晗,陈爱军.我国机构投资者参与公司治理实证分析[J].现代管理科学,2006(05):33-34+37.
- [43] 施东晖.股权结构、公司治理与绩效表现[J].世界经济,2000(12):37-44.
- [44] 宋建波,高升好,关馨姣.机构投资者持股能提高上市公司盈余持续性吗?——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J].中国软科学,2012(02):128-138.

- [45] 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+39.
- [46] 唐建新,李永华,卢剑龙.股权结构、董事会特征与大股东掏空——来自民营上市公司的经验证据[J].经济评论,2013(01):86-95.
- [47] 唐睿明,邱文峰.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,2014,11(03):68-77
- [48] 唐松莲,袁春生.监督或攫取:机构投资者治理角色的识别研究——来自中国资本市场的经验证据[J].管理评论,2010,22(08):19-29.
- [49] 王斌,袁琳.论竞争性股权结构与机构投资者在企业改革中的角色——从“所有者缺位”到“机构投资者补位”[J].北京工商大学学报(社会科学版),2002(01):47-52.
- [50] 王晓艳,温东子.机构投资者异质性、创新投入与企业绩效——基于创业板的经验数据[J].审计与经济研究,2020,35(2):98-106.
- [51] 王跃堂,赵子夜,魏晓雁.董事会的独立性是否影响公司绩效?[J].经济研究,2006(05):62-73.
- [52] 王振山,石大林,孙晨童.股权结构与公司绩效关系的实证研究——基于动态内生性的视角[J].南京审计学院学报,2014,11(04):37-48.
- [53] 吴青云,姚如双,龚鹏飞.股权结构、代理成本与企业绩效——基于中小企业民营上市公司的实证分析[J].东北财经大学学报,2017(01):36-43.
- [54] 肖淑芳,金田,刘洋.股权激励、股权集中度与公司绩效[J].北京理工大学学报(社会科学版),2012,14(03):18-26.
- [55] 肖星,王琨.证券投资基金:投资者还是投机者?[J].世界经济,2005(08):75-81.
- [56] 肖作平.股权结构、资本结构与公司价值的实证研究[J].证券市场导报,2003(01):71-76.
- [57] 熊风华,黄俊.股权集中度、大股东制衡与公司绩效[J].财经问题研究,2016(05):69-75.
- [58] 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(01):90-100.
- [59] 许小年.以法人机构为主体 建立公司治理机制和资本市场[J].改革,1997(05):27-33.
- [60] 续芹,叶陈刚.机构投资者对上市公司作用的实证研究——依据我国 A 股市场的经验证据[J].审计与经济研究,2009,24(05):94-98.
- [61] 杨典.公司治理与企业绩效——基于中国经验的社会学分析[J].中国社会科学,2013(01):72-94+206.
- [62] 于东智.股权结构、治理效率与公司绩效[J].中国工业经济,2001(05):54-62.
- [63] 袁放建,李娜.行业特征、股权集中度与企业绩效——基于 A 股民营上市公司 2012—2014 年的经验数据[J].南京财经大学学报,2016(02):52-61.
- [64] 张红军.中国上市公司股权结构与公司绩效的理论及实证分析[J].经济科学,2000(04):34-44.
- [65] 张娆.机构投资者、大股东行为与企业绩效[J].宏观经济研究,2014(12):122-133.
- [66] 张蕊.混合所有制改革、国有股最优比例与工业增加值[J].当代财经,2018,(02):115-123
- [67] 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+96.
- [68] 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.

- [69]周业安. 金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究[J]. 经济研究,1999,9(2):13-20.
- [70]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+140-156.
- [71]朱武祥,宋勇.股权结构与企业价值——对家电行业上市公司实证分析[J].经济研究,2001(12):66-72+92.

后记

一篇文章的落成，不过是无数次日升日落里小小的一景，但对我个人而言，行笔至此，也就意味着三年的研究生生活接近尾声。在这不长不短的兰财时光里，我着实收获良多，其中最幸运的，就是成为王必达老师的学生。受到王老师的教导后，我才真正开始领略到经济学的内涵和魅力，虽然我的专业是国际商务，但王老师深刻的经济学思想和缜密的逻辑思维，也极大地拓宽了我的视野，提高了我的认知水平。而王老师宽阔的心胸和虚怀若谷的气度，让我有一个进取和包容并存的师门环境，也让我有了一个自由发展的空间。兰财三年，首先要感谢的，就是我的导师。

其次要感谢我的父母，从开始考研到临近毕业，我的父母总是对我的学业给予毫无保留的支持，无论是经济上还是生活上，他们总是尽己所能，让我能在享受美好校园时光的同时，没有任何后顾之忧。

接着要感谢我的师兄赵城和周旺，本篇论文的选题，就是受到了赵城师兄的启发，在论文写作过程中，师兄的指点与意见也让我更好地思考了文章的逻辑与结构，而周旺师兄则是我学习计量经济学的领路人，囿于专业限制，我的计量基础薄弱，周旺师兄的指导让我对实证研究不再感到无从下手，使我在做本篇论文的实证部分时，能有章可循。

同样地，要感谢我的室友侯星瀚和马东，他们都各自闪耀着我难以企及的优秀品质，在与他们的相处中，总能有所进步与收获，以至于难以枚举。

最后，感谢我的研究生同学以及各位师门同门和每一位为我们传道授业解惑的老师，融洽和睦的同学关系和老师们的教导，是我受用不尽的精神财富。