

□财经前沿

# 股权结构对我国信托公司绩效的影响分析

张屹山 高福波 李 莹

**【摘要】** 股权结构与公司绩效的关系一直以来都是公司治理结构的重要研究内容。运用超效率DEA方法对我国信托公司的运营绩效进行测算,并根据35家信托公司2005年至2010年的运营数据,从控股股东性质和股权集中度两个角度分析股权结构对我国信托公司绩效的影响。结论表明,国有持股可以导致信托公司绩效的下降;控股股东持股比例越大,即股权集中度越高,对信托公司绩效的提升作用越显著。另外,信托公司所属省市经济发展程度也显著影响着信托公司的绩效水平。

**【关键词】** 股权结构;公司绩效;公司治理结构;信托公司

**【基金项目】** 国家自然科学基金项目(71173087/G0301);吉林大学校企合作项目(2011-09)

**【收稿日期】** 2013-04-13

**【作者简介】** 张屹山,吉林大学哲学社会科学资深教授,数量经济研究中心主任;高福波,吉林大学商学院博士研究生,吉林省信托有限责任公司董事长;李莹,吉林省信托有限责任公司理财中心研究员。(长春 130012)

## 一、引言

在金融环境、制度优势和监管政策导向的多重推动下,我国的信托行业正进入生命周期中的加速成长阶段。2007年,《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》正式出台实施,沉睡许久的信托业以新生的姿态重新出发。2010年,银监会又出台《信托公司净资本管理办法》及与之相配套的《信托公司净资本计算标准有关事项的通知》,粗放发展的信托业面临严厉的监管。信托规模的扩张受到净资本的影响,大规模的资产重组和增资接踵而至,不但信托公司的股权结构频繁出现调整,信托公司的业务也受到净资本管理的影响,不得不转型。依托自身的优势,信托公司的业务风格逐渐显现。截至2012年,登记在册的信托公司共67家,管理的信托资产规模达7.47万亿元。

股权结构对公司绩效的影响一直以来都是公司治理结构的重要内容。关于股权结构,现有的研究主要集中在两方面,一是控股股东性质,控股股东性质决定着公司控制权的实质归属,这也会对控股股东在公司治理中的行为和作用造成影响,从而影响公司绩效;二是股权集中度,体现着股权结构的集中程度。

关于控股股东类型对公司绩效影响的分析,国内外学者均进行了大量的实证研究。比较有代表性的是,Holderness & Sheehan通过研究控股股东身份对公司业绩的影响,发现机构绝对控股

公司绩效与股权相对分散公司的绩效水平差异不大,而个人绝对控股公司显著低效;<sup>[1]</sup> Megginson & Netter, Djankov & Murrell 回顾了世界各国不同所有制下企业绩效的实证研究,总体结论为,国有企业比私有企业效益低下。<sup>[2-3]</sup> 国内的研究重点则主要从国有股、法人股、职工股、公众股等股东性质分类着手,对其与公司绩效进行相关性分析。张维迎认为国有股比例过高的企业,其激励和监督的动力不足,会导致经理人行为偏离公司价值最大化,从而影响公司绩效;<sup>[4]</sup> 许小年和王燕通过对沪深两市所有样本公司分析发现,国家作为股东会致公司治理的低效,而另一方面,股权结构分散也不利于公司治理;<sup>[5]</sup> 刘国亮和王加胜,陈晓和江东,杜盈和刘立国,胡芳肖和王育宝的实证分析也赞同国有股比例与公司绩效负相关的结论。<sup>[6-9]</sup> 而另一方面,于东智发现国有股持股比例与以净资产收益率衡量的公司绩效值之间几乎没有相关性。<sup>[10]</sup>

一家公司的股权结构根据股权集中度可划分为集中、分散和适度集中三种类型,而不同的股权集中度对应的公司治理机制和经营管理效果各不相同。理论上, Demsetz & Lehn, La Porta *et al.* 认为,绝对控股股东的持股比例与其对公司的控制能力成正比,持股比例越大,小股东利益越容易受到侵害。从这一角度考虑,股权分散公司的绩效会显著好于股权集中公司;<sup>[11-12]</sup> Demsetz 认为,公司各股东能够从自身利益获取和成本支出等角度出发,理性思考而确定最佳的持股比例,因而公司的股权结构是一个内生变量。<sup>[13]</sup> 实证方面, Edwards & Weichenrieder 通过对德国公司的样本研究,结果表明股权集中的正面效应明显超出负面效应;<sup>[14]</sup> Kang *et al.* 的实证表明,存在持股 50% 以上控股股东的公司,其持股比例与公司价值呈负相关。<sup>[15]</sup> 国内方面,孙永祥和黄祖辉的实证结果则表明,我国公司第一大股东持股比例与以“托宾 Q”衡量的公司绩效值呈倒 U 形关系,即随着大股东持股比例增加,公司绩效不断上升,当持股比例达到 50% 左右时,公司绩效达到最大;<sup>[16]</sup> 张红军利用 1998 年中国上市公司截面数据研究分析,认为过于分散的股权结构不利于公司绩效的提高,同时也赞同国有股的无效率。<sup>[17]</sup>

## 二、模型构建及指标选取

Chen *et al.* 提出,当规模可变条件下的超效率 DEA 模型失效时,应同时基于投入和产出来对超效率值进行识别。<sup>[18]</sup> 基于这一思想, Lee *et al.* 创造性地拓展出两阶段超效率 DEA 模型。<sup>[19]</sup> 所谓两阶段,即第一阶段用于识别模型是否失效,如未失效,即得到决策单元的效率值,如若失效,进入第二阶段对失效决策单元进行再评价。本文依据超效率 DEA 两阶段法的思想对我国信托公司的绩效进行评价。

首先,基于投入的规模收益可变超效率 DEA 模型形式为:

$$\begin{aligned} \min \quad & \theta \\ \text{s. t.} \quad & \sum_{j=1, j \neq k}^n \hat{\lambda}_j x_i^j \leq \theta x_i^k \quad i = 1, 2, \dots, m, \\ & \sum_{j=1, j \neq k}^n \hat{\lambda}_j y_r^j \geq y_r^k \quad r = 1, 2, \dots, s, \\ & \sum_{j=1, j \neq k}^n \hat{\lambda}_j = 1, \hat{\lambda}_j \geq 0 \quad j \neq k \end{aligned} \quad (1)$$

若通过模型 (1) 的测算可以得到决策单元的有效解,则最优解  $\theta^*$  表示决策单元投入要素节省量。令  $Y = (y^j)$ ,  $(j = 1, 2, \dots, n, j \neq k)$ , 当  $y^k \notin PPS(Y)$  时,模型 (1) 失效,说明在该生产

规模下,决策单元投入要素已达最小值,其超效率未表现在投入方面,而是产出方面仍有大量盈余。因此,我们可以通过建立模型(2)来计算决策单元基于产出的盈余量:

$$\begin{aligned} \min \quad & \sum_{r=1}^s s_r \\ \text{s. t.} \quad & \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq k}}^n \hat{\lambda}_j y_r^j + s_r y_r^k \geq y_r^k \quad r = 1, 2, \dots, s, \\ & \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq k}}^n \hat{\lambda}_j = 1, \hat{\lambda}_j \geq 0 \quad j \neq k, \\ & s_r \geq 0 \quad r = 1, 2, \dots, s \end{aligned} \quad (2)$$

当且仅当模型(2)的最优解  $s_r^* > 0$  时,模型(1)失效。这里,  $s_r y_r^k$  表示决策单元产出要素超量部分。通过这一阶段的计算,我们可以对失效决策单元再评价从而获得有效的效率值。

在模型(1)和(2)的基础上,我们建立改进的超效率模型(3),形式如下:

$$\begin{aligned} \min \quad & \hat{\theta} \\ \text{s. t.} \quad & \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq k}}^n \hat{\lambda}_j x_i^j \leq \hat{\theta} x_i^k \quad i = 1, 2, \dots, m, \\ & \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq k}}^n \hat{\lambda}_j y_r^j + s_r^* y_r^k \geq y_r^k \quad r = 1, 2, \dots, s, \\ & \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq k}}^n \hat{\lambda}_j = 1, \hat{\lambda}_j \geq 0 \quad j \neq k \end{aligned} \quad (3)$$

这里,  $(s_1^*, s_2^*, \dots, s_s^*)$  即为模型(2)的最优解。令模型(3)的最优解为  $\hat{\theta}^*$ , 若模型(1)未失效, 则  $\theta^* = \hat{\theta}^*$ , 即决策单元的效率值为  $\theta^*$ 。当  $\hat{\theta}^* \geq 1$  时, 表明该决策单元相对于剩余单元节约了大量投入要素, 当  $\hat{\theta}^* \leq 1$  时, 表明该决策单元在投入要素方面仍存在削减的空间; 当模型(1)失效时, 则通过求解模型(4)来获取决策单元的效率值:

$$\tilde{\theta} = \frac{\sum_{r \in R} \left( \frac{y_r^k}{y_r^k - s_r^* y_r^k} \right)}{|R|} + \hat{\theta}^* \quad (4)$$

这里,  $R = \{r | s_r^* > 0\}$ ,  $|R|$  为集合  $R$  的范数, 可以通过模型(2)求得。模型(4)的结构按照加号前后分为两部分。其中  $\hat{\theta}^*$  为模型(1)失效时, 通过求解模型(3)获得的投入要素效率值, 而另一部分则是产出要素的效率值。

考虑数据完整性, 本文选取 2005—2010 年共 6 年的 35 家信托公司数据, 展开实证研究。我们从盈利能力、成本控制、风险水平、资产质量等四个方面出发, 选取了净资产收益率、营业利润增长率、人均净利润、资本收益率、营业支出/营业利润、不良资产率和权益负债率等 7 项指标。其中, 将净资产收益率、营业利润增长率、人均净利润、资本收益率等 4 项指标作为投入要素, 将营业支出/营业利润、不良资产率和权益负债率等 3 项指标作为产出要素, 计算得出 35 家公司的运营绩效。在此基础上, 建立省际时间面板模型分析股权结构对公司绩效的影响, 面板回归模型设定为如下形式:

$$performance_{i,t} = C_{i,t} + \sum_{j=1}^J \beta_{j,i,t} X_{j,i,t} + \sum_{m=1}^M \gamma_{m,i,t} P_{m,i,t} + \sum_{k=1}^K \lambda_{k,i,t} CON_{k,i,t} + \sum_{i=1}^N \delta_i U_i + \mu_{i,t} \quad (5)$$

其中,  $performance_{i,t}$  表示第  $i$  个公司在  $t$  时期的公司绩效计算值,  $X_{i,t}$  是与股权结构相关的解释变量

集, 包括股东性质变量  $holder_{i,t}$ , 控股股东比例  $rate_{i,t}$ , 信托公司持股比例高于 10% 的股东数量  $P_{1i,t}$  和信托公司持股比例高于 20% 的股东数量  $P_{2i,t}$ , 即  $X_{i,t} = (holder_{i,t}, rate_{i,t}, P_{1i,t}, P_{2i,t})'$ 。  $P_{m,i,t}$  是与公司治理结构相关的解释变量集, 包括信托公司董事会董事比例  $P_{3i,t}$ , 信托公司董事会独立董事人数  $P_{4i,t}$ , 信托公司监事人数  $P_{5i,t}$ , 即  $P_{m,i,t} = (P_{3i,t}, P_{4i,t}, P_{5i,t})'$ 。  $CON_{i,t}$  是我们设定的影响公司绩效的其他变量集, 主要包括两部分: 一是各公司信托资产管理的相关变量。信托业务按照财产来源可划分为集合信托、单一信托以及财产权信托, 相对应引入信托管理规模变量  $scale_{1i,t}$ 、 $scale_{2i,t}$  和  $scale_{3i,t}$ , 及相对应的加权平均年化收益率变量  $return_{1i,t}$ 、 $return_{2i,t}$  和  $return_{3i,t}$ 。二是用于衡量各信托公司所在省市经济金融发展状况的宏观经济指标。包括各省人均 GDP 增长率  $GDP_{i,t}$ , 全社会固定资产投资规模指标  $INV_{i,t}$ , 间接融资规模指标  $loan_{i,t}$ , 金融机构存款指标  $deposit_{i,t}$ , 居民储蓄存款指标  $save_{i,t}$ , 以及用于衡量区域经济金融的变量——区域财产性收入增长率  $PRIN_{i,t}$  ①。

本文选取 2005—2010 年我国 35 家信托公司作为面板研究样本。各信托公司相关数据来自于各年信托业年鉴计算而得。其中控股股东性质一项, 信托公司背景为地方政府、国企、央企的我们赋予分数为 2, 背景为金融集团的我们赋予分数为 1, 背景为民营企业的我们赋予分数为 0。信托公司根据其注册地判定所属省市区域②, 区域宏观经济数据来源于 WIND 数据库及各年《中国统计年鉴》。

### 三、实证分析

#### (一) 控股股东性质对信托公司绩效的影响分析

信托公司的控股股东大体可分为 4 类: 地方政府背景、央企国企、金融机构、民营企业。地方政府背景包括地方财政厅、地方政府投融资主体及具备国有资产经营资格的企业。金融机构指由银监会、保监会、证监会审批监管的金融机构, 以及当初因处置银行不良资产而成立的四家资产管理公司。

为了考察控股股东性质对信托公司绩效的影响, 我们采用静态面板处理方式对前述模型 (5) 进行回归, 对模型进行 Hausman 检验, 检验结果接受随机效应模型。我们这里使用截面加权随机效应 EGLS (Estimated Generalized Least Squares) 对模型进行估计, 模型估计结果如方程 (6) 所示, 各变量显著进入方程。

$$\begin{aligned}
 performance_{i,t} = & -0.328holder_{i,t} + 0.019rate_{i,t} + 0.1return_{4i,t} + 1.504GDP_{i,t} \\
 & (-1.851) \quad (2.407) \quad (2.760) \quad (3.182) \\
 & -1.498loan_{i,t} + 0.986save_{i,t} - 14.406 \\
 & (-2.211) \quad (1.822) \quad (-3.094)
 \end{aligned} \quad (6)$$

我们观察到, 控股股东性质  $holder_{i,t}$  与信托公司绩效显著负相关, 即得分越高, 对公司绩效负作用越大, 不难判断, 国有控股信托公司整体绩效表现不及非国有持股信托公司。既然国有控

① 引入财产性收入衡量区域经济金融发展是由其特殊的属性决定的。财产性收入是指家庭拥有的动产 (如银行存款、有价证券等)、不动产 (如房屋、车辆、土地、收藏品等) 所获得的收入, 其与财富紧密相关, 包括出让财产使用权所获得的利息、租金、专利收入等, 以及财产运营所获得的红利收入、财产增值收益等。省市居民财产性收入的增幅这一指标可以更好地用来反映区域内居民的理财投资意识和富裕程度, 居民越富裕、投资理财意识越强, 则区域内居民财产性收入越多、增幅越大。理论上, 这是影响信托业规模与增长速度的主要因素。

② 英大信托之前注册地在山东, 2010 年注册地更改至北京, 因此 2005—2009 年所属省市为山东省, 2010 年所属省市为北京市, 相应调整区域经济指标。

股不利于信托公司整体绩效,那么公司绩效应该随着国有控股份额的上升而逐步下降,但是事实上,控股股东控股比例  $rate_{i,t}$  与信托公司绩效显著正相关,因此我们推断国有控股对信托绩效的影响不是简单线性的负面影响。我们引入一个新的变量  $Cterm_{i,t}$ , 用来表示控股股东性质和控股股东比例的交互乘积项,反映这两个变量对信托公司绩效的交叉作用,进一步面板回归结果如方程(7)所示。

$$performance_{i,t} = \underset{(-1.730)}{-0.817}holder_{i,t} + \underset{(1.995)}{0.009}Cterm_{i,t} + \underset{(2.757)}{0.1}return_{4i,t} + \underset{(3.127)}{1.479}GDP_{i,t} \\ - \underset{(-2.302)}{1.558}loan_{i,t} + \underset{(1.926)}{1.041}save_{i,t} - \underset{(-2.825)}{13.038} \quad (7)$$

回归结果显示,用来表示控股股东性质和控股股东比例的交互乘积项  $Cterm_{i,t}$  与信托公司绩效显著正相关。这说明,虽然国有控股性质对信托公司绩效不利,但是随着国有控股持股的增大,国有持股比例和公司绩效之间的关系就会出现拐点。也就是说,国有控股有一定的正面边际效用。<sup>[20]</sup>所以,国有持股可以导致信托公司绩效的下降,但是在持股足够大的情况下可以引致公司绩效的提升。

国有持股对于公司绩效的影响相对复杂。在国有控股的前提下,持股较少的区间内,随着持股比例的增大,信托公司绩效出现下降,在边际效用上,国有持股比例的增大对于企业绩效产生负作用。如果国有持股比例达到某一临界值后,持股比例和信托公司绩效之间的关系就出现了拐点。当政府是大股东时,企业绩效随着国有持股比例的增加而升高;在边际效用上,国有持股的增大对于企业绩效产生正影响。基于上述分析,我们认为国家持股比例与信托公司绩效的关系呈U型不对称曲线,如图1所示。我国政府在经济生活中的角色十分重要,出于政治和社会目的,政府干预显然会耗损一部分企业财富;但随着国家持股份额的增大,政府会对企业加强治理,并给予企业各种各样的扶植政策,如税收返还、政策性优惠贷款、政府订单和稀缺生产要素的指令性供给等等,从而提高企业整体绩效。

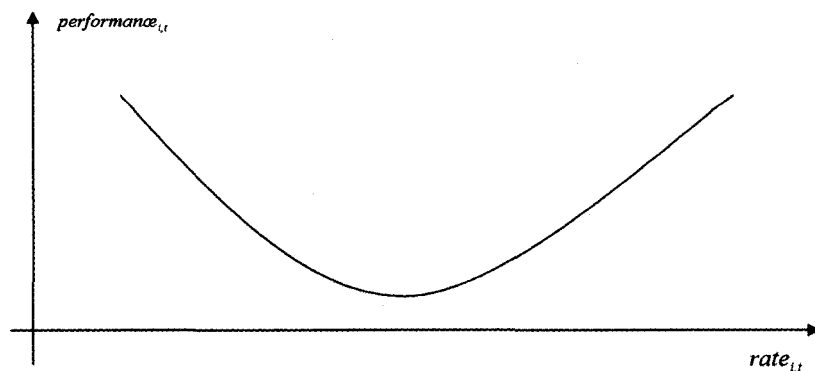


图1 国有持股比例与信托公司绩效的U型曲线

## (二) 股权集中度对信托公司绩效的影响分析

以下,我们从股权集中度的角度出发,对模型(5)进行回归,估计结果如表1所示,拟合程度均在60%以上,  $deposit_{i,t}$ 、 $save_{i,t}$ 、 $scale_{1i,t}$ 、 $return_{1i,t}$ 、 $scale_{2i,t}$ 、 $return_{2i,t}$ 、 $scale_{3i,t}$ 等变量显著未进入方程。结果(1)的各变量估计结果显示,  $P_{4i,t}$ 和  $INV_{i,t}$ 不显著,因此将其去除得到结果(2),结果(2)的调整  $R^2$ 较结果(1)有所提升,证明方程的确删除了赘余的解释变量。再看结果(3),我们再次将  $P_{4i,t}$ 进入方程拟合,调整  $R^2$ 较结果(2)再次有所提升,且所有变量都

显著进入方程,说明  $P_{4i,t}$  是影响信托公司绩效的有效解释变量,这样得到的估计结果更为合理。因此我们基于结果 (3) 对估计结果进行分析。

表 1 股权集中度面板回归结果

变量	结果 (1)		结果 (2)		结果 (3)	
	参数	t-统计量	参数	t-统计量	参数	t-统计量
$C_{i,t}$	-15.542***	(-3.613)	-10.157***	(-2.786)	-14.335***	(-3.831)
$rate_{i,t}$	0.035***	(2.698)	0.030***	(2.713)	0.027**	(2.378)
$P_{1i,t}$	0.611**	(2.390)	0.447*	(1.978)	0.506**	(2.414)
$P_{2i,t}$	-1.124***	(-3.996)	-0.848***	(-3.522)	-0.910***	(-4.088)
$P_{3i,t}$	5.463**	(2.233)	1.412**	(1.329)	5.091**	(2.333)
$P_{4i,t}$	0.356	(1.409)	—	—	0.371*	(1.683)
$P_{5i,t}$	0.277***	(3.520)	0.234***	(3.096)	0.203***	(2.906)
$return_{3i,t}$	0.045*	(1.860)	0.033	(1.596)	0.040**	(2.137)
$GDP_{i,t}$	0.800**	(2.319)	0.817**	(2.562)	0.904***	(3.406)
$INV_{i,t}$	0.149	(0.463)	—	—	—	—
$loan_{i,t}$	-0.707*	(-1.917)	-0.654**	(-1.998)	-0.693**	(-2.519)
$PRIN_{i,t}$	0.010***	(2.792)	0.013***	(5.063)	0.013***	(6.581)
$R^2$	0.621		0.620		0.633	
调整 $R^2$	0.476		0.485		0.499	
F 统计量	4.296		4.602		4.713	
F 统计量 (P)	0.000		0.000		0.000	
Hausman (P)	0.018		0.080		0.082	

注: \*, \*\* 和 \*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

控股股东比率  $rate_{i,t}$  与信托公司绩效  $performance_{i,t}$  显著正相关,说明控股股东持股比例越大,即股权集中度越高,对公司绩效的提升作用越显著;信托公司董事会董事比例  $P_{3i,t}$ 、独立董事人数  $P_{4i,t}$  和监事会监事人数  $P_{5i,t}$  与信托公司绩效显著正相关,验证了公司董事会、独立董事和监事越多、规模越大,对公司运营管理的监督和指导可能更为有效,特别是针对我国信托公司的委托代理和合谋问题,控制国有代理人牟取私利有一定效果;信托公司管理的财产权信托收益率水平  $return_{3i,t}$  与信托绩效显著正相关,信托公司绩效与其主动管理的信托项目收益率显著正相关,而集合信托项目收益率  $return_{1i,t}$  和单一信托项目收益率  $return_{2i,t}$  却没有进入方程。动产信托、不动产信托、有价证券信托和债权信托都属于财产权信托范畴,属于监管层鼓励信托公司开展的业务类型,亦是信托公司业务从融资型向投资型转型的关键,其收益率与公司绩效的正相关也说明信托公司开展财产权信托,业务向投资型转型是未来发展之路。

观察区域经济金融发展指标,各省市地区之间的经济发展和金融发展水平存在较大差异,信托业在发展过程中表现出明显的地区差异性。用于衡量区域经济增长水平的人均 GDP、衡量区域居民富裕程度与理财观念的居民财产性收入指标  $PRIN_{i,t}$  均与信托公司绩效显著正相关,均是影响信托业规模与增长速度的主要因素。另外,在探讨控股股东性质时,我们的面板模型中,各省金融机构人民币储蓄存款规模指标  $save_{i,t}$  与信托公司绩效显著正相关,也说明客观存在的区域间经济发展水平和居民富裕程度的差异,会进一步在需求层面拉大地区间信托业的发展差距。

用于衡量区域间接融资规模的指标——省市金融机构人民币贷款规模  $loan_{i,t}$  与信托公司绩效显著负相关。信托公司在市场中承担一部分市场融资的职能,通过发行信托计划募集资金为企业

提供债权融资是一种直接融资行为,以银行信贷为主的间接融资规模越大,则对信托融资等直接融资造成“挤出效应”,因此二者呈现显著负相关。我国的融资结构从以间接融资为主转变为以直接融资为主是未来发展的趋势。在完成利率市场化之前,由于资金真实利率大幅高于基准贷款利率,同时信托公司在融资方式和机制上具有很强的灵活性,信托融资仍将成为替代银行信贷的主要力量之一。

#### 四、结 论

本文在运用超效率 DEA 方法对我国信托公司的运营绩效进行计算的基础上,根据 35 家信托公司 2005 年至 2010 年的运营数据,从控股股东性质和股权集中度两个角度分析股权结构对我国信托公司绩效的影响。结论表明:

(1) 国有控股信托公司整体绩效表现不及非国有持股信托公司。控股股东比率与信托公司绩效显著正相关,在国有持股足够大的情况下可以引致公司绩效的提升。

(2) 信托公司董事会董事比例、独立董事人数和监事会监事人数与信托公司绩效显著正相关。独立董事制度和监事制度对公司运营管理的监督和指导可能更为有效,特别是针对我国信托公司的委托代理和合谋问题,控制国有代理人牟取私利有一定效果。

(3) 信托公司管理的财产权信托收益率水平与信托绩效显著正相关,一家信托公司财产权信托的平均收益率水平显著推动信托公司绩效的提升。财产信托属于监管层鼓励信托公司开展的业务类型,亦是信托公司业务从融资型向投资型转型的关键,也说明信托公司开展财产权信托、业务向投资型转型是未来发展之路。

(4) 用于衡量区域经济增长水平的人均 GDP、衡量区域居民富裕程度与理财观念的居民财产性收入、各省市金融机构人民币储蓄存款规模均与信托公司绩效显著正相关,客观存在的区域间经济发展水平和居民富裕程度的差异,会进一步在需求层面拉大地区间信托业的发展差距。

(5) 区域间接融资规模与信托公司绩效显著负相关。信托公司通过发行信托计划募集资金,为企业提供债权融资是一种直接融资行为,以银行信贷为主的间接融资规模越大,则对信托融资等直接融资造成“挤出效应”。我国的融资结构从以间接融资为主转变为以直接融资为主是未来发展的趋势。在完成利率市场化之前,由于资金真实利率大幅高于基准贷款利率,同时信托公司在融资方式和机制上具有很强的灵活性,信托融资仍将成为替代银行信贷的主要力量之一。

在与区域经济发展的关系上,信托业是与其他金融行业相类似的,往往经济发展水平越高的地区信托业发展也越好,而经济发展较为落后的地区,信托业的发展也相对滞后。中国金融市场在不同地区的资源配置效率有着比较明显的差异。在金融市场的培育过程中,首先发展起来的是经济特区和沿海开放城市,中央的倾斜政策以及各地区的资源禀赋和人文环境等因素共同作用,造成区域间金融市场的明显差异,金融业呈现出明显的二元结构特征。

对于信托公司控股股东性质的初步探讨有助于我们理解国有控股在信托公司的正确角色。根据前文的结论,我们认为,在解决信托公司引进战略投资者的问题上,国有股东应严格把控 U 型曲线的拐点,或者说是持股比例的临界值。如果条件不成熟,那么国有股东就不要减持股份,相反可以考虑增持,才能有效保证信托公司整体绩效的提升;如果条件成熟,那么国有股东应该选择一次性地退出,实施公司在股权结构上的休克性疗法。当然,本文只是学术角度上的一个参考。政策建议需要针对性强的政策性研究,而不能只是抽象的学术探讨。

[参考文献]

- [1] Holderness C G, Sheehan D P. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 317 - 346.
- [2] Megginson W L, Netter J M. From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 2001, 39 (2): 321 - 389.
- [3] Djankov S, Murrell P. Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey. *Journal of Economic Literature*, 2002, 40 (3): 739 - 792.
- [4] 张维迎:《所有制, 治理结构及委托—代理关系》,《经济研究》,1995 年 9 期。
- [5] 许小年、王燕:《上市公司所有制结构与公司治理》,北京:中国人民大学出版社,2001 年。
- [6] 刘国亮、王加胜:《上市公司股权结构,激励制度及绩效的实证研究》,《经济理论与经济管理》,2000 年 5 期。
- [7] 陈晓、江东:《股权多元化、公司业绩与行业竞争性》,《经济研究》,2000 年 8 期。
- [8] 杜盈、刘立国:《股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析》,《管理世界》,2002 年 11 期。
- [9] 胡芳肖、王育宝:《国有股减持与上市公司经营绩效的关系实证研究》,《南开管理评论》,2004 年 1 期。
- [10] 于东智:《股权结构,治理效率与公司绩效》,《中国工业经济》,2001 年 5 期。
- [11] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 1985, 93 (6): 1155 - 1177.
- [12] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 1999, 54 (2): 471 - 517.
- [13] Demsetz H. The structure of equity ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26 (2): 375 - 390.
- [14] Edwards J, Weichenrieder A. Ownership concentration and share valuation: Evidence from Germany. CESifo Working Paper Series No. 193, 1999.
- [15] Kang J, Liu M-H, Ni S X-Y. Contrarian and momentum strategies in the China stock market: 1993—2000. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2002, 10 (3): 243 - 265.
- [16] 孙永祥、黄祖辉:《上市公司的股权与绩效》,《经济研究》,1999 年 12 期。
- [17] 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》,《经济科学》,2000 年 4 期。
- [18] Chen X-G, Skully M, Brown K. Banking efficiency in China: Application of DEA to pre-and post-deregulation eras: 1993—2000. *China Economic Review*, 2005, 16 (3): 229 - 245.
- [19] Lee H-S, Chu C-W, Zhu J. Super-efficiency DEA in the presence of infeasibility. *European Journal of Operational Research*, 2011, 212 (1): 141 - 147.
- [20] 田利辉:《国有股权对上市公司绩效影响的 U 型曲线和政府股东两手论》,《经济研究》,2005 年 10 期。

[责任编辑: 赵东奎]