

SHANDONG CAIZHENG
XUEYUAN XUESHU WENCONG

山东财政学院学术文丛

股权结构、激励机制 与治理效率研究

张 涛 王丽萍 / 著



中国财政经济出版社

山东财政学院学术文丛



股权结构、激励机制 与治理效率研究

张 涛 王丽萍 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构、激励机制与治理效率研究/张涛, 王丽萍著. —北京: 中国财政经济出版社, 2008.6

(山东财政学院学术文丛)

ISBN 978-7-5095-0727-8

I. 股… II. ①张…②王… III. 股份有限公司-企业管理-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 079816 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 16.75 印张 248 000 字

2008 年 6 月第 1 版 2008 年 6 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2 000 定价: 32.00 元

ISBN 978-7-5095-0727-8/F·0588

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

山东财政学院学术文丛

编 委 会

主任委员：袁一堂 黄琦

副主任委员：聂培尧 王玉华 綦好东

委 员（按姓氏笔画为序）：

王玉华 王培志 王传荣

孙秀清 刘正林 刘瑞波

曲吉林 李来胜 闫庆悦

吕玉芹 吴国华 毕秋丽

杨德新 岳军 袁一堂

聂培尧 曹洪军 黄琦

黄磊 韩庆华 綦好东



总序

ZONG XU

《山东财政学院学术文丛》(以下简称《学术文丛》)是山东财政学院为集中展示财院学人学术研究成果而编辑出版的系列丛书。《学术文丛》的出版,对于落实山东财政学院“学科立校”与“人才强校”的发展战略,繁荣学术研究,加强同学术界的交流等具有十分重要的意义。

始建于1986年、由邓小平同志亲笔题写校名的山东财政学院,是在改革开放的春风中,由财政部和山东省人民政府共同创办、实行以地方管理为主的普通高等财经院校。学校目前拥有14个二级学院,39个本科专业,22个硕士学位授权点和MBA、MPA两个专业学位授权点。学校学科门类齐全,已形成以经济学、管理学为主,文、法、理、工等六大学科门类相结合的学科结构。其中财政学、会计学、金融学、企业管理、国际贸易学、管理科学与工程为山东省重点学科,财政学与企业管理为省级重点强化建设学科。在山东省政府确定的“泰山学者”特聘教授设岗学科中,财政学位列其中。依托于以上优势学科与特色学科,一批批学科带头人与学术骨干脱颖而出,学校也因此成为省内著名、在全国有一定影响的经济与管理学研究人才高地。

在人才培养方面,山东财政学院广纳全国英才,以“培养基础扎实、知识面宽、业务工作能力强、综合素质高、具有国际视野的应用型人才”为目标,不断提高教学质量,为社会培养和输送了两万多名优秀毕业生。其中每年都有相当数量的毕业生或被中央国家机关和著名公司录用,或考取名牌高校研究生继续深造。目前山东财政学院的毕业生已得到社会各界的普遍认可,为学校赢得了较高的社会声誉。“学在山财”已成为莘莘学子努力追求的人生目标。

在短短的二十多年间,山东财政学院之所以取得如此辉煌的成就,这既是“求是崇真、博学笃行”的校训与“高标准、严要求、好校风、有特色”办学指导思



想得以落实的必然体现,也是学校实施“学科立校、人才强校、开放兴校、依法治校”战略,积极推进以提高教学水平与科研水平为核心的综合改革的必然结果。近年来,为把学校建设成为在国内外有一定影响的多科性高水平特色大学,学校在启动本科教学质量工程的同时,启动了研究生学位点建设工程,加快推动学科建设与学术研究工作上层次、上水平。围绕这一目标,学校不断优化学术环境,提倡学术民主,创新学术激励机制,科研工作取得重要突破,并涌现出了一批高水平的学术研究成果。为向外界推介这些学术研究成果,进一步繁荣学术研究,校领导审时度势,决定出版《山东财政学院学术文丛》。《学术文丛》就是在这一背景下编辑出版的。

为使《学术文丛》反映、代表我校学科建设与学术研究的最高水平,《学术文丛》在书稿的遴选过程中,严格学术标准,规范评审程序,采用了校外专家审稿与校学术委员会评审确定的机制,最终确定入选《学术文丛》的书稿。经此严格的筛选,这一部部书稿以其较高的研究水准与学术价值得以入选。应当指出的是,这些书稿不仅集中反映了我校学术研究的最新成果,而且展现了我校学人的时代风采。在入选者中,既有名气较大的知名学者,也有砥柱中流的学术中坚,还有崭露头角的学界新秀。在他们中间,或术业有专攻,或名气有大小,或起点有高低,但有一点是共通的:那就是他们在各自的领域内,瞄准学术前沿,不畏路途艰辛,治学严谨,用力勤苦,最终取得了丰硕的研究成果。可以说,这一部部书稿凝聚了作者多年来潜心学术研究的心血汗水,展现了财院学人勇攀学术高峰的时代风貌。

我们相信,《学术文丛》的出版不仅在加快学术队伍建设、推动学科建设方面起到重要的作用,而且在加强同学术界的交流、扩大学校的学术影响力等方面也将产生深远的影响。为此,今后我们还将每年遴选 10 部左右的书稿出版,推动我校学术研究事业繁荣兴盛,薪传不息。

《学术文丛》的顺利出版,得到中国财政经济出版社的大力支持,经济理论出版中心的张立宪先生为丛书的出版付出了诸多辛劳,在此我们表示衷心的感谢!在《学术文丛》的出版过程中,山东财政学院校领导高度重视,校科研处精心组织,各位作者积极配合,谨此我们一并表示诚挚的谢意!

《山东财政学院学术文丛》编委会

2008 年 2 月 28 日



前言

QIAN YAN

改革开放后,中国资本市场从无到有,从小到大,经过短短十几年的发展,上市公司已经成为我国国民经济不可或缺的重要组成部分。从20世纪90年代初上海证券交易所和深圳证券交易所成立到2007年12月,在境内证券交易所上市的公司已达1550家。其中,境内上市的外资股(B股)有109家;境外上市(H)有148家。仅发行境内人民币普通股(A股)的公司有1396家;仅发行境内流通的外资股(B股)公司有23家;仅发行H股的公司有108家;境外上市公司同时发行A、B股的公司有86家;同时发行A、H股的公司有45家。上市公司总市值已由1991年的109亿元增加到2007年12月末的327140.89亿元;流通市值为93064.35亿元,占总市值的28.45%。总股本为22416.85亿股。非流通股股本总额从1990年的2.48亿股上升到2007年12月末的12085.33亿股,所占份额有所下降(从最高点1993年的72.24%下降到2007年12月末的53.91%)。这种股权分置的特有现象在我国资本市场成立和发展初期,对于上市公司筹集资金、转换经营机制、促进经济发展、推动经济体制改革起到了相当大的作用。

但是,随着我国市场经济的不断发展,股权分置问题却慢慢成为制约资本市场健康成长的桎梏。股权分置从根本上违背了股份制经济“同股同权、同股同利”的基本法则,导致了非流通股股东与流通股股东之间利益关系的扭曲,制造了两者在利益索取权上的不同。破坏了上市公司全体股东共同的利益基础,扭曲了资本市场存量资产的整合功能,使我国资本市场丧失了持续发展的内在动力,并成为导致上市公司股权结构不合理、治理结构不完善、激励机制不到位、经营业绩不理想的现实原因。进而出现了一系列诸如“一股独大”、公司非正常融资、经理层经营行为短期化、内部人控制严重、市场信号失灵、信用文化缺失等问题。解决这些难题,对于我国资本市场的



完善以及上市公司整体管理水平的提高和可持续发展具有重要的意义。

2004年2月1日发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》明确指出：“积极稳妥解决股权分置问题”、“在解决这一问题时要尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益。”这是中央政府对解决股权分置问题提出的总体要求。2005年4月29日，经国务院批准，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，股权分置改革正式“破冰”。此后，国内上市公司股权分置改革试点浪潮汹涌澎湃，渐行渐进：我们不仅目睹了三一重工、紫江企业、金牛能源和清华同方成为第一批股权分置改革试点公司，而且还看到了千余家上市公司相继公布股权分置改革方案并与流通股股东进行沟通。时至今日，股权分置改革已接近尾声。

本书是在承担的山东省软科学重点课题项目基础上充实、修改而成的，前后历时6年有余。重点研究了加入WTO后，在经济环境发生变化这一背景下，我国上市公司股权结构、激励机制与治理效率三者之间的内在关系，以及它们之间的关系是否与我国经济结构调整和发展相适应，是否有利于我国现代企业制度的建立，旨在探讨我国上市公司优化股权结构、完善激励机制、提高治理效率的方法与途径，为在我国建立适应市场经济发展的资本运营机制出谋划策。

本书的创新之处：

第一，立意新颖，视角独特。首次从我国资本市场制度变迁与创新的角度分析了股权分置对上市公司所带来的影响，进而利用沪深两市上市公司的翔实数据研究了我国上市公司所独有的股权结构和激励机制及对公司治理效率的影响，为今后我国资本市场的发展与完善提供了重要参考。

第二，内容丰富、充实。在研究内容上，克服了以往研究零打碎敲、分析片面的缺陷，首次构建了以上市公司股权结构、激励机制与治理效率为核心的框架体系。从股权结构与经营业绩、激励机制与公司绩效，到控制权与治理效率、盈利水平与分配政策等问题均进行了科学缜密的分析与实证研究。

第三，结构紧凑，研究逻辑框架清晰。每一个问题都遵循了理论分析、实证检验和提出建议这样一个基本框架。在理论分析部分，本书在对中外理论文献进行详细回顾、评析的基础上，论证了我国上市公司独有的股权结构



特点与成因,理论体系完整,论证有力。在实证分析部分,采用了多种综合分析法,诸如单因素分析、T检验以及尺度回归这一更完善的实证研究方法,并根据实证检验结论,有针对性地提出相关政策建议。

第四,资料翔实,研究结论客观、符合实际。与已有的同类研究成果相比,本书的研究资料翔实,研究时间跨度长,研究结论更具客观性和科学性。为了解释和说明我国上市公司中存在的一些现象,以及现象背后隐藏的深层次原因,在资料收集过程中,本书研究采用全样本数据资料,时间横跨6个会计年度,样本数据多达十几万个,在此基础上全面、系统地对数据资料进行分类、整理、筛选,并通过理论建模和数学推导,对实证结果进行科学、客观总结与分析,为我国资本市场的发展和完善提供数据支持。

上市公司股权结构、激励机制与治理效率关系研究是我国当前一项理论性和实践性非常强的重大课题,尽管在成稿过程中做了充分的准备和认真论证分析,并试图从理论与实践结合的角度来对我国上市公司现状进行深层剖析。然而,由于我国资本市场的制度性缺陷、上市公司股权结构的复杂性、激励机制的特殊性及治理结构的不完备性,对某些问题的论述还有待于强化,需要进行长期考察和跟踪研究。

作者

2008年3月



Foreword

From the reform and open - door policy were initially enforced in China, Chinese capital market came to being and were gradually growing. After the development in the last more than ten years, the listed companies have become the indispensably important component of national economy. From the establishment of Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange in early 1990s to December 2007, the number of companies listed on the Stock Exchanges has reached 1550. The number of listed foreign shares (B shares) is 109; companies listed in Hong Kong (H) reached 148. Companies that issue A shares reach 1396, those issue B shares reach 23, and those who issue H shares reach 108. The number of overseas listed companies that issue both A and B shares is 86. Still there are 45 companies that issue both A and H shares. The total market value of listed companies reaches RMB 32 714.089 billion Yuan in December 2007 comparing with RMB 10.9 billion Yuan in 1991. The market value of circulation shares is 9 306.435 billion Yuan which is accounting for 28.45 percent of total market value. The total equity shares are 2 241.685 billion shares. Non - circulation shares reach 1208.533 billion shares at the end of December 2007 comparing with 0.248 billion shares in 1990, but the ratio between non - circulation shares and total shares has decreased (from the top point 72.24 percent in 1993 to 53.91 percent in late December 2007). The coexistence of the circulation and non - circulation shares which is a particular phenomenon at the beginning of development of Chinese capital market has positive effects on the financing of listed companies, improving the management mechanism, advancing economic development, accelerating the reform of economic system.

However, as the development of market economy, the coexistence of the



circulation and non - circulation shares has slowly become shackles to restrict the healthy growth of the capital market. It is rooted departure from “the same share has the same right and benefit” which is fundamental principle of joint stock economy, and it leads the unbalanced interest structure between circulation and non - circulation shareholders, especially in the interest claims, moreover it destroys the common interest basis of total shareholders and distorts the integration function of capital market. Chinese capital market has lost the internal driving force for sustainable development, and it becomes real causes for irrational equity structure, unsound corporate governance structure, inappropriate incentive mechanisms, and weak operating performance of listed companies. As a result, there are series of problems such as non - normal financing, short - term behavior of management, unbalance of internal control, failure of market signals, lack of credit and so on. Solutions to these problems are of great significance to the perfection of Chinese capital market as well as the improvement of the overall management and sustainable development of listed companies.

On February 1st, 2004, the document “Several Comments on the Advancing the Reform and Opening up and Stable Development of Capital market by State Council” was issued. It states, “Positively and Steadily solve the issue of equity division”, “the solution must accord to the law of market economy, be beneficial for market stability and development, and actually protect the lawful rights of investors ‘especially public investors’”, and these are the overall requirements of the central government on the issue of equity division. On April 29, 2005, with the confirmation of State Council, China Securities Regulatory Commission issued the “Notice on the issues of equity division pilot reform of listed companies”, since then, division equity pilot reform in domestic listed companies has gradually proceed. We have not only found that Sany Group, Zijiang Enterprise, Jinniu Energy Resources, Tsinghus Tongfang become the first listed firms of pilot reform, but also witness thousands of listed companies successively inform reform programs and negotiate with circulation shareholders. Now, the reform is drawing to a close.

Based on the important project of Soft Science Plan in Shandong province, this book is generated by refilling and modifying the former research which is spent more



than six years. Then considering the economic environment switch to WTO, we focuses on the interrelations among the equity structure of listed companies, incentive mechanism and governance efficiency, whether the relationship matches to economic structure adjustment and development, whether it is beneficial to the establishment of modern enterprise system. What's more, the book is devoted to discuss the methods to optimize equity structure of listed companies, improve incentive mechanism and enhance governance efficiency in order to provide advice to the establishment of capital management mechanism which adapts to the development of market economy.

The seminal points of this book:

Firstly, the proposal is pretty new and analytic perspective is special. It is the first time to analyze the influence of equity division on listed companies from the perspective of institutional change and innovation of Chinese capital market, then we analyze the particular equity structure and incentive mechanism of listed companies and their effects on corporate governance efficiency with the detailed data from listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges in order to provide references to the further development and completeness of capital market.

Secondly, the content is fruitful. Avoiding the existing partial analysis, we firstly build the framework involving with core concepts such as equity structure of listed companies, incentive mechanism and governance efficiency. Our theoretical and empirical researches cover all above and some others such as control right, profit and distribution policy and so on.

Thirdly, the structure of this book is compact and the analysis framework is legible. Analyzing every problem totally in the similar way—theoretical analysis, empirical test and suggestion. In theoretical analysis, we demonstrate the traits and cause of equity structure of Chinese listed companies on the basis of analyses and comments on the literatures. In empirical analysis, we apply several analyses, such as single - factor analysis, T - test and scale regression which makes the empirical analysis more perfect. According to the consequences of empirical test, we propose some suggestions.

Fourthly, the materials are informative and the conclusions are objective. Comparing with the other researches, our research materials are more detailed, the



duration is much longer and the conclusions are more objective and scientific. In order to explain some phenomena of Chinese listed companies and causes behind them, we collect the whole sample data cover 6 fiscal years, and it is more than one hundred thousand observations. Then we totally and systemically sort, arrange and screen these data. Through building models and mathematical deduction, the scientific analyses on empirical consequences provide data support to the development and completeness of Chinese capital market.

The research on the interrelations among the equity structure of listed companies, incentive mechanism and governance efficiency is one of important theoretical and empirical projects. We have done adequate preparations, demonstrated seriously and tried to probe the status of Chinese listed companies from the perspective of combining the theoretical research with empirical one, because of some reasons such as institutional shortcoming of capital market, the complexity of equity structure of listed companies, particularity of incentive mechanism and imperfectness of governance structure and so on, the statements of some issues need to be continued and deepened, and the issues need long-termed examinations and following researches.

Any suggestion and idea from readers are welcome and expected.

Author

March 2008



目 录

MU LU

第 1 章 导 论	(1)
-----------	-------

1.1 研究意义	(1)
1.2 研究目的	(4)
1.3 研究方法与研究内容	(5)
1.4 创新点	(7)

第 2 章 中国资本市场改革评述	(9)
------------------	-------

2.1 中国资本市场发展历史回顾	(9)
2.2 中国资本市场取得的主要成就	(15)
2.3 中国资本市场存在的问题与不足	(23)
2.4 股权分置改革试点与实施评述	(30)

第 3 章 股权结构与经营绩效	(37)
-----------------	--------

3.1 中国上市公司股权结构特征分析	(37)
3.2 中国上市公司股权结构影响因素	(40)
3.3 股权结构与经营绩效文献综述	(47)
3.4 样本选择和变量定义	(53)
3.5 股权结构与公司业绩实证研究	(58)
3.6 基本结论与建议	(81)

第 4 章 激励机制与公司绩效	(84)
-----------------	--------

4.1 管理层激励与公司绩效	(84)
----------------	--------



4.2	激励约束机制的演变	(87)
4.3	委托代理与激励约束	(91)
4.4	行为理论与激励约束	(94)
4.5	激励与约束相关因素的理论分析	(102)
4.6	管理层激励与公司绩效文献综述	(107)
4.7	样本选择和变量定义	(114)
4.8	管理层薪酬与公司绩效实证分析	(116)
4.9	基本结论与建议	(127)
第5章 公司控制权与治理效率		(132)
5.1	公司治理的内涵	(132)
5.2	不同控制权下公司治理模式比较	(137)
5.3	中国公司治理改革演变	(145)
5.4	公司控制权与治理结构文献综述	(150)
5.5	样本选择和变量定义	(156)
5.6	控制权与公司治理效率实证研究	(158)
5.7	基本结论与建议	(182)
第6章 盈利水平与收益分配		(186)
6.1	收益分配政策评述	(186)
6.2	收益分配政策的国际比较	(193)
6.3	盈利水平与收益分配政策文献综述	(196)
6.4	样本选择和变量定义	(203)
6.5	盈利能力与收益分配政策实证分析	(205)
6.6	基本结论与建议	(227)
参考文献		(235)
后 记		(249)



第1章

DI YI ZHANG

导论

1.1

研究意义

股权结构,也称所有权结构,是指公司股东的构成或者公司归哪些人所有。股权结构是上市公司财务治理中的核心问题之一,也是财务管理研究的难点之一。公司的股权结构包括股东的类型及各类股东持股所占比例,股票的集中或分散程度,股东的稳定性,高层管理者的持股比例等。就大多数上市公司来讲,股东包括个人、非金融企业、非银行金融机构、政府、国外投资者、一般职工及高层管理者(包括总经理和董事)。在一些国家,商业银行也成为上市公司的股东,甚至是大股东。很显然,股东的种类不同、各类股东持股比例不同,以及股票的集中程度和流动性不同,导致的股权结构也截然不同。不同国家甚至一个国家内部,公司的股权结构都存在差异。导致不同国家公司股权结构出现差异的原因很多,历史、文化、家族势力、收入差距等固然是影响因素,但上市公司的信息披露规制、内部交易规制、市场操纵规制、接管和反接管规制、证券分散规制、银行规制的宽严程度,在很大程度上影响资本市场的发育程度、公司内外部人之间信息的不对称程度、股权集中的收益与成本比较、银行及机构投资者能否持股及持多大比例的股份,从而对公司的股权结构产生很大的影响。



股权结构不同直接影响着公司治理的效率或机制。在股权集中度高的公司,大股东有积极性参与公司治理,并通过选派董事、从事代理权竞争、提议召开股东大会及起诉违背股东利益的经营者,在公司治理中发挥重要的作用。在股东相对分散的公司,由于监督经营上存在严重的“搭便车”现象,小股东参与股东大会、进行代理权竞争的积极性很小,也无力从事这些活动,进而使公司运作容易形成内部人控制或经营者主导,此时小股东主要利用退出机制即接管来约束经营者。即当企业严重脱离利润最大化时,小股东就会抛售其股票,引起该公司股价下降,当下降到一定程度时,企业的价值就会被低估,此时就会有人以高于市场的价格收购该公司的股票,在达到控股额后改组董事会,任命新的经营者,这样,成功的接管可以替换不称职的经营者,使企业重新回到利润最大化轨道,股票价格上升,接管者便从中受益。不成功的接管也有作用,因为成为被接管的目标,犹如向在位经营者“踢了一脚”,使其警觉,发现并改正经营中的失误。而且,接管即使没有发生,但有可能发生的本身已对经营者构成威胁,为了避免它的发生,经营者就必须努力经营,至少不敢脱离利润最大化太远。

对分散的小股东来讲,单独行动对市场几乎不施加影响。然而,当小股东将其资金以中介机构的形式投入公司时,由于机构投资者持有一个公司的股票较多,往往成为大股东,抛售股票会对股价产生明显影响,退出的成本便加大,此时机构投资者也就由消极的投资者变为积极的投资者,积极监督公司经营。同时由于其持有的股份较大,也有能力影响经营者。因此,随着机构投资者的兴起,以往股份分散公司的治理,便由资本市场的外部治理为主向机构投资者积极的内部治理为主转换,或两者并重。

20世纪70年代末期以来的中国经济改革大潮,推动了资本市场在中国境内的萌生和发展。在过去的十多年间,中国资本市场从无到有,从小到大,从区域到全国,得到了迅速的发展,在很多方面走过了一些成熟市场几十年甚至是上百年的道路。尽管经历了各种坎坷,但是,中国资本市场的规模不断壮大,制度不断完善,证券期货经营机构和投资者不断成熟,逐步成长为一个在法律制度、交易规则、监管体系等各方面与国际普遍公认原则基本相符的资本市场。

但是,中国的资本市场是在特定的时期、特定的环境下发展起来的,它的产生有两个基本特征:一是在计划经济体制的基础上发展起来的;二是政