



GuQuan FenZhi Xia ZiBen JieGou

GongSi ZhiLi Yu JingYing JiXiao YanJiu

股权分置下资本结构、 公司治理与经营绩效研究

张 涛 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

股权分置下资本结构、公司治理与经营绩效研究

张 涛 著

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 周秀霞

责任校对：杨 海

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

股权分置下资本结构、公司治理与经营绩效研究

张 涛 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印刷

德利装订厂装订

880 × 1230 32 开 12.25 印张 320000 字

2006 年 10 月第一版 2006 年 10 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7 - 5058 - 4208 - 0/F · 3486 定价：22.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

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，股权分置改革进入一个全新阶段。时至今日，股权分置改革已经成为一股不可遏止的潮流。与此同时，中国证监会、国务院国资委、财政部等部门亦或相继、或联合发布多项通知和文件，以解决股权分置改革过程中出现的新问题，不断将股权分置改革推向深入。如此种种，无不凸现出股权分置改革在我国经济建设中的战略地位和重要意义。

股权分置改革是我国资本市场改革迈出的重要一步。然而，我国证券市场在设立之初为什么要推行股权分置

呢？可以说这是政府部门鉴于当时的政治条件不得已而推行的统一的“政策性规定”。一言以蔽之，无非是为了突破当时占主流地位的“股份制=私有化”的陈见，确保“国有绝对控股”的需要，所以才有了这种大部分国有股和国有法人股暂不流通的规定，形成了事实上的股权分置格局。而通过配股、送股等孳生的股份，仍然根据其原始股份是否可流通划分为非流通股和流通股。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，矛盾还不显得那么突出，甚至在当时曾经对上市公司筹集资金、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中国资本市场发展的桎梏，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源的整合功能，使中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资本结构不合理、治理结构不完善、经营绩效不理想的现实原因。如何解决这些难题，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。

张涛同志的专著《股权分置下资本结构、公司治理与经营绩效研究》是在其承担的山东省软科学课题项目的基础上充实、修改而成的，前后历时3年。它以中国股权分置为研究背景，揭示了上市公司资本结构与公司治理以及经营绩效相互影响的机理。在此基础上，重点研究了加入WTO后，在经济环境发生变化这一背景下，我国上市公司在实施股权分置改革过程中的资本结构、公司治理与经营绩效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资本结构、完善公司治理、提高经营绩效的方法与途径，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。

总体来看，本书采用规范论证和实证分析相结合的方法，定性描述与定量分析互为补充，资料翔实，逻辑清晰，所提问题具有较

强的实践指导意义。最可贵的是,本书立意新颖,首次从我国股权分置这个极具现实意义的课题出发,从制度变迁及演变的角度分析了股权分置对我国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中国上市公司所独有的股权结构和公司治理的特征及其对经营绩效的影响结果,为今后我国资本市场的健全与完善提供了重要参考。

综观全书,有以下几个特点:

首先,本书克服了以往同类分析片面这一缺陷,构建了以股权分置为背景,以上市公司资本结构、公司治理及经营绩效为核心的框架体系。

其次,对我国股权分置改革这一热点问题的评述显然不是本书惟一的研究重点,作者还对我国上市公司在实施股权分置改革过程中的资本结构、公司治理与经营绩效之间的关系进行了研究,并提出政策建议。作者选择的研究视角独特、新颖,都是目前股权分置改革中所面临的现实问题。相信这些问题的解决,有助于我国资本市场的健康发展和完善。

本书的第三个特点是结构紧凑,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。这种清晰的框架结构能够使读者一目了然,也是一种值得提倡的研究方法。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,系统地介绍了西方经典的资本结构理论、公司治理理论等,以中国上市公司股权分置为研究背景,论证了中国上市公司独有的资本结构特点与成因,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。

2005年对中国资本市场来说是制度改革年,2006年则是告别旧制度、迎接新制度的一年。全面推进股权分置改革,是2006年中国资本市场面临的最为重大、最为复杂、最为迫切的任务。股权

分置这一特殊的制度设计即将成为历史，股票全流通也将随之成为现实。然而，股权分置是过去若干年来支撑中国资本市场运行的制度平台，当这个制度平台被一个全流通的市场所取代时，中国资本市场将会发生何种程度的变化，我国上市公司在实施股权分置改革过程中又将怎样优化资本结构、完善公司治理、提高经营绩效，这的确是目前值得研究的问题。张涛同志一直关注中国经济改革，尤其关注中国资本市场的改革，现在他的研究成果以专著的形式面世，与目前上市公司正如火如荼进行着的股权分置改革相得益彰，是一件非常有意义的事情。本学术专著很值得关心我国资本市场改革的理论研究者 and 实践工作者一读。

是为序。

东北财经大学教授、博导

谷 祺

2006 年 8 月

前 言

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 2005 年 12 月，在境内证券交易所上市的公司已达 1 381 家。上市公司总市值已由 1991 年的 109 亿元增加到 2005 年 12 月末的 32 430.28 亿元（2001 年 5 月，最高曾达到 53 630.58 亿元），占国内生产总值的 17.79%。其中流通市值为 10 630.52 亿元，占总市值的 32.78%。总股本为 7 629.51 亿股，流通股本为 2 914.77 亿股，占 38.20%。这意味着在上海和深圳两家证券交易所上市的所有上市公司的股票中，大约仅有 1/3 是流通的，而其余 2/3 则是不可自由流通的（或者准确地讲，是限制流通的）。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。然而，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股票市场健康成长的桎梏。因为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，制造了二者在利益索取权上的不同，进而出现了一系列诸如公司治理结构不完善、“一股独

大”现象严重、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、信用文化缺失等种种问题。

众所周知,流动性是股票市场赖以存在的基础。因此,股权分置这一特殊的“制度安排”,必将使中国股市表现出区别于其他国家股票市场的特殊特征。中国上市公司的股票被人为地分割成了国家股、法人股、个人股、外资股等,其最核心的特征是在按持股主体性质分类的基础上将这些股份划分为流通股和非流通股,这可以说是中国股票市场的一个特色,也正是这个特色,使中国的股票市场存在与生俱来的致命缺陷。由于国家股和法人股无法流通,这大大削弱了证券市场的定价功能、资源配置功能。我国上市公司存在的问题,既有其历史原因,也有其后天不足。一方面,资本市场的不断完善和相对滞后,给上市公司造成先天营养不良,为上市公司以后的发展埋下隐患;另一方面,我国证券市场监管不严、法律滞后,相关措施不配套,成为导致上市公司资本结构不合理、治理结构不完善的现实原因。所以,要从根本上解决这些问题,我们必须从一个新的角度来剖析中国上市公司资本结构、公司治理与经营绩效三者之间的关系,这是笔者研究本问题的出发点与归宿。

资本结构、公司治理及经营绩效之间有着密切的联系,资本结构是公司治理的基础,经营绩效是资本结构优化与公司治理完善的结果。本书的研究目标是以中国股权分置为出发点,围绕上市公司资本结构、公司治理与经营绩效三者间的内在联系进行系统、科学、规范的研究。其研究框架与内容主要包括:

第1章:导论。主要论述研究的背景及意义、研究现状、研究目的、主要内容与方法、创新点等。

第2章:股权分置改革问题评述。通过对中国股权分置制度与现状的评价分析,更好地了解中国上市公司特殊的资本结构与公司治理对经营绩效的影响,为我国股权分置改革的完善提供政策制定和加强监管的依据。

第3章:资本结构、公司治理与经营绩效理论基础。通过对相

关理论文献的综述与评价,进一步理解西方市场化国家有关资本结构、公司治理、经营绩效等经典理论以及对中国证券市场的影响,为中国上市公司股权分置改革和中国资本市场的发展与完善提供理论指导。

第4章:股权分置、控制权与公司治理。通过对股权分置下企业控制权与公司治理的研究,了解不同控制权下公司治理模式的特点,结合中国上市公司控制权与公司治理的实证研究,使我们进一步认识股权分置改革对公司控制权及公司治理产生的影响。

第5章:股权分置、股权结构与经营绩效。股权分置下中国上市公司股权结构被人为复杂化。通过对股权结构与经营绩效之间的实证分析,了解中国上市公司特殊股权结构所导致的经营绩效变动,并为股权分置改革、逐步实现股权全流通提供决策支持。

第6章:股权分置、激励机制与公司绩效。通过对激励机制与公司绩效的研究,了解目前上市公司在激励约束制度机制建设方面的现状与特点,从而为检验相关激励机制对经营绩效的效果提供依据。

第7章:股权分置、盈利能力与股利政策。通过对上市公司盈利水平的考察,了解其盈利能力对公司股利分配政策的影响以及二者的内在联系,并通过实证检验为规范公司利润分配行为提供决策依据。

第8章:股权分置下财务困境公司问题研究。通过对陷入财务困境上市公司的实证研究,从公司治理与资本结构角度认识和剖析上市公司发生财务困境的深层次原因,为完善公司治理机制、预防上市公司陷入财务困境提供决策参考。

本书的创新之处:

1. 研究内容丰富、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资本结构、公司治理及经营绩效为核心,以股权分置为背景的框架体系。从相关理论基础、控制权与公司治理、股权结构与经营绩效、激励机制与公

司绩效，到盈利能力与股利政策、财务困境公司等问题均进行了科学缜密的理论与实证研究。

2. 研究视角独特、新颖。本书首次从我国股权分置出发，全面系统地研究了股权分置状态下上市公司资本结构、公司治理与经营绩效之间的内在联系。从制度变迁和演变的角度分析了股权分置对我国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中国证券市场上上市公司所独有的股权结构和公司治理的特征，以及与经营绩效之间的相互影响，为今后我国资本市场的健全与完善提供了重要参考。

3. 研究方法科学、规范。在研究方法上，以可持续发展的观点为指导，以上市公司资本结构、公司治理、经营绩效为研究核心，并将其置于我国股权分置的大背景下进行研究。采用规范论证、演绎归纳的方法，系统评价分析了相关理论的发展与演变，阐述了资本结构与公司治理以及经营绩效之间相互影响的原因、产生影响的因素；采用实证研究方法，通过构建实证分析模型，利用上市公司全样本数据进行检验，来解释我国上市公司中的一些现象，并分析其原因，最后提出优化资本结构、完善公司治理、提升经营绩效的建议与对策。在实证分析中，由于影响公司相关特征的因素既包括定量因素，也包括定性因素，为了得到尽可能接近实际的结论，本书在分析定量因素的基础上，考虑了尽可能多的定性因素，这也对本书中构建模型的方法提出了更高的要求。

4. 研究框架清晰、资料翔实。本书对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逻辑框架。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

观的总结与分析，为我国资本市场的发展和完善提供数据支持。

5. 研究结论客观、符合实际。本书突破以往研究中单纯进行年度检验方法的缺陷，进一步通过混合数据的稳健性测试，从长期和短期两种时间区间上对问题进行了论证、分析，研究结论更为客观、科学，提供的数据更具说服力。

上市公司资本结构、公司治理与经营绩效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，尽管在成书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相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及公司治理结构的不完善性，因此，对某些问题的论述还有待于强化，研究结论、对策与建议可能存在偏差，对此需要进行长期考察和跟踪研究。

由于作者水平有限，本书可能存在一些疏漏和错误之处。为此，恳请广大读者批评指正。

作 者

2006年9月

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 问题的提出	(1)
1.2 研究现状	(3)
1.3 研究目的	(14)
1.4 研究方法与研究内容	(15)
1.5 创新点	(18)
第 2 章 股权分置改革问题评述	(21)
2.1 股权分置的历史背景	(21)
2.2 股权分置改革的制度演变	(27)
2.3 股权分置改革试点与实施评述	(32)
第 3 章 资本结构、公司治理与经营绩效理论基础	(48)
3.1 资本结构基本理论	(48)
3.2 公司治理基本理论	(59)
3.3 企业绩效基本理论	(70)
第 4 章 股权分置、控制权与公司治理	(81)
4.1 公司治理的内涵	(81)
4.2 不同控制权下的公司治理模式比较	(87)

4.3	中国公司治理改革演变	(96)
4.4	公司控制权与治理结构文献综述	(103)
4.5	样本选择和变量定义	(110)
4.6	控制权与公司治理效率实证研究	(115)
4.7	基本结论与建议	(143)
第5章	股权分置、股权结构与经营绩效	(148)
5.1	中国上市公司股权结构特征分析	(148)
5.2	中国上市公司股权结构影响因素	(151)
5.3	股权结构与经营绩效文献综述	(160)
5.4	样本选择和变量定义	(168)
5.5	股权结构与公司绩效实证研究	(172)
5.6	基本结论与建议	(199)
第6章	股权分置、激励机制与公司绩效	(203)
6.1	管理层激励与公司绩效	(203)
6.2	激励约束机制的演变	(207)
6.3	委托代理与激励约束	(211)
6.4	行为理论与激励约束	(214)
6.5	激励与约束相关因素的理论分析	(224)
6.6	管理层激励与公司绩效文献综述	(231)
6.7	样本选择和变量定义	(239)
6.8	管理层薪酬与公司绩效实证分析	(241)
6.9	基本结论与建议	(254)
第7章	股权分置、盈利能力与股利政策	(259)
7.1	股利政策理论评述	(259)
7.2	股利政策的国际比较	(267)
7.3	盈利能力与股利政策文献综述	(271)

7.4 样本选择和变量定义	(279)
7.5 盈利能力与股利政策实证分析	(281)
7.6 基本结论与建议	(311)
第8章 股权分置下财务困境公司问题研究	(321)
8.1 财务困境的内涵	(321)
8.2 中国上市公司财务困境现状评析	(325)
8.3 财务困境公司文献综述	(327)
8.4 样本选择和变量定义	(331)
8.5 财务困境公司实证分析	(337)
8.6 基本结论与建议	(350)
参考文献	(355)
后记	(371)

第 1 章 导 论

1.1 问题的提出

股权分置或称股权分裂，目前对这一术语尚有不同的解释。尚福林（2005）指出：“股权分置是指上市公司的一部分股份上市流通，一部分股份暂不上市流通，这一情况也为我国股市所独有。”^① 吴晓求（2004）指出：“股权分裂不单单指上市公司的股票被分割成国家股、法人股、个人股、外资股等，其最核心的特征是在按持股主体性质分类的基础上将这些股份划分为流通股和非流通股。”^② 何如（2006）认为，股权分置是“我国股票市场上特有的流通股和非流通股股份分而置之现象。”^③ 不论何种解释，股权分置的关键是在一个资本市场中，由于股权划分的多重标准导致股东的权利与义务不一致的现象。股权分置问题是由诸多历史原因形成的，从我国证券市场设立之初的相关规定来看，对国有股流通问题既没有明确的禁止性规定，也没有明确的制度性安排，总体上采取的是搁置的办法，由国有企业股份制改造产生的国有股事实上处于暂不上市流通的状态，其他公开发行前的社会法人股、自然人股等非国

① <http://news.xinhuanet.com>, 2005 年 5 月 15 日。

② 吴晓求主编：《中国资本市场：股权分裂与流动性变革》，中国人民大学出版社 2004 年版。

③ 何如主编：《股权分置改革操作实务与后股权分置时代》，华夏出版社 2006 年版。

有股份也做出了暂不流通安排。这在事实上形成了股权分置的格局，而通过配股、送股等孳生的股份，仍然根据其原始股份是否流通划分为非流通股和流通股。截至 2005 年 12 月，在境内证券交易所上市的公司已达 1 381 家。上市公司总市值已由 1991 年的 109 亿元增加到 2005 年 12 月末的 32 430.28 亿元（2001 年 5 月，最高曾达到 53 630.58 亿元），占国内生产总值的 17.79%。其中流通市值为 10 630.52 亿元，占总市值的 32.78%。总股本为 7 629.51 亿股，流通股本为 2 914.77 亿股，约占总股本的 38.20%^①。这意味着在上海和深圳两家证券交易所上市的所有上市公司的股票中，大约仅有 1/3 是流通的，而其余 2/3 则是不可自由流通的（或者准确地讲，是限制流通的）。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。然而，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股票市场健康成长的桎梏。因为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，制造了二者在利益索取权上的不同，进而产生了一系列诸如公司治理结构不完善、“一股独大”现象严重、公司非正常融资、经理层经营行为短视化、内部人控制严重、市场信号失灵、信用文化缺失等种种问题。

众所周知，流动性是股票市场赖以存在的基础。因此，股权分置这一特殊的“制度安排”，必将使中国股市表现出区别于其他国家股票市场的特殊特征。中国上市公司的股票被人为地分割成了国家股、法人股、个人股、外资股等，其最核心的特征是在按持股主体性质分类的基础上将这些股份划分为流通股和非流通股，这可以说是中国股票市场的—个特色，也正是这个特色，使中国的股票市场存在与生俱来的致命缺陷。由于国家股和法人股无法流通，这大

① 数据根据中国证券监督管理委员会网站统计资料整理。