

编辑寄语

我们在会计学广袤无垠的
大海上追逐浪花
发现了这些
闪耀着理性火花的小小贝壳
经过细细筛选
我们将
那些最具潜质的珠贝
奉献给广大读者
并期待着您的回应

会计学博士论丛

Accounting Doctoral Dissertation Series



王斌 著

股权结构论

中国财政经济出版社



会计学博士论丛

股权结构论

王斌著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构论/王斌著. —北京: 中国财政经济出版社, 2001.12
(会计学博士论丛)

ISBN 7-5005-5377-3

I. 股… II. 王… III. 企业经济—股份制—研究 IV. F271
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 074683 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

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

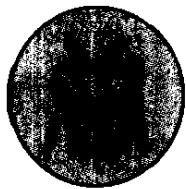
880×1230 毫米 32 开 8.375 印张 189 000 字

2001 年 11 月第 1 版 2001 年 11 月北京第 1 次印刷

印数: 1-3 000 定价: 18.00 元

ISBN 7-5005-5377-3/F·4765

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



序

学术界应以总结与探索理论为己任，会计学界也不例外。会计理论研究成果的直接载体应当说是会计学术著作，而最能反映最新会计学术观点的往往是那些中青年学者的论著，会计学博士论文就是其中新鲜的、有活力的、闪耀着思想火花的论著中的一部分。时值今日，我们会计界培养了一批又一批博士生高级专门人才，他们是会计科研的新生力量并成为会计事业发展的希望。他们的创新能力强，成果产出率高，特别是在他们的博士论文中，某些观点如经深化和完善，有可能成为全新的、具有开拓性的，甚至是代表会计领域今后创新研究的学术思想。

本此初衷，中国财政经济出版社会计分社的编辑策划了一套“会计学博士论丛”，将会计学术研究领域中那些具有较高理论水

平和创新意识，能在一定程度上填补会计理论的空白并与现实需要贴近、对实务操作具有指导意义的财务、会计、审计方面的，主要是博士生的理论著作收录进来，旨在宏扬会计学理论，活跃学术氛围，促进会计理论研究向纵深发展。

我考虑这套“会计学博士论丛”的出版，具有以下意义：

一、总结和反映了我国现代会计教育的最新成果

我在1995年的一篇文章（《我国会计理论研究的若干认识》）中曾经谈到，综观当今世界，既不存在会计教育落后而会计实务先进的情形，也不存在会计教育先进而会计实务落后的情形，会计教育的变革与会计实践的进步密切相关，而会计理论研究成果也很大程度上是通过会计教育转化为对实践的指导作用的。我们每年都要培养一批博士生，他们是会计教育的较高层次上的受益者，是未来的会计理论研究者，将他们在校的研究成果去粗存精、陆续出版，应当说是能够反映我国现代会计教育的最新成果的。

二、较为系统、全面地反映了当前会计学理论与实务研究发展的全貌

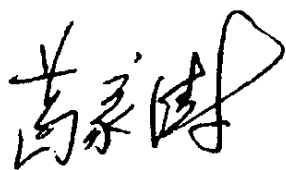
综观我国近年来的会计理论研究与会计理论建设情况，很难用一句话概括，学术界的评价也褒贬不一，相持不下。现今的会计学术界也是派系林立，各院校之间门户之见颇多，财经出版社将新近完成的、具有较高理论水准的博士生论文相继出版，可以说是为会计界做了一件好事，使我们不出门便可详细了解最新的会计研究动态和成果。会计是一门有史、有论、有独特的方法与技术且包罗众多分支学科的知识体系，一两本著作，难以道其万一，出一本合集，又难免只见树木、不见森

林，难以窥见会计学的动态发展，这样，出版“会计学博士论丛”不失为良策，可以使我们动态地综观与掌握当前会计学理论与实务研究发展的全貌。

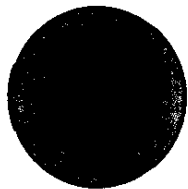
三、能够活跃未来我国的会计理论研究，丰富我国的会计理论

现阶段的在校博士生一般都具有工作或实践经验，他们除具备专业知识外，在相关经济学科知识以及电脑和外语等应用技能方面远比我们那个时代丰富，他们的思想也是非常活跃的。他们在汲取了一系列会计理论研究成果的养分之后，将其充分消化、吸收，有的还能将其发展、创新，提出新的理论观点，在学术界引起争鸣。综观会计发展史，不乏事例。将这批活跃人群的思想、观点整理出版，必将有利于丰富和活跃我国的会计理论研究。

理论是社会需要的产物。我衷心希望这套“会计学博士论丛”中能不断涌现出适应当前社会需要的、推动会计理论研究方向纵深发展的著作！



2001.8.9



一切对资源的占有最终都表达为对权利的占有。在企业中，股权更是股东控制企业的主要依据。股权结构常常被定义为企业股权总额中各股东的所占比例或关系，它至少包括两层涵义：第一，投资比例，即在股本总额中各股东投资所体现的结构比例，它属于量化的范畴；第二，权利关系，即股东依其投资比例而在企业控制权中所体现的权利分配格局。股权结构之所以重要，主要是基于第二层涵义。为了研究的方便，一般假定：（1）企业的出资者全部都是“普通股东”；（2）权利分配原则为一股一票制；（3）股东投资所形成的股权体现在三个方面：企业经营控制权、利润分配权、剩余财产分配权。所以说，股权结构即体现为股东对企业的投票权结构和剩余索取权结构。

为什么要研究股权结构？原因在于它是

企业剩余控制权与剩余索取权的形成基础。独资与合伙制企业，其权利结构大体表现为两权合一；而公司制企业的形成则改变了这种两权合一的格局，控制权部分地被职业经理人所拥有，从而产生了一系列相关利益集团间的利益矛盾与代理问题。因此，现代企业理论主要从权力制衡与激励两方面入手，强调董事会对经营者的监督力度到位，同时通过激励机制来充分发挥经营者积极性。自然地，董事会被认为是公司内部治理机制的核心组织，围绕董事会的形成、结构、功能定位等一系列问题也就成为完善公司内部治理机制的主要议题。在理论取向上，如何处理好作为委托方的董事会（股东利益代表）与作为受托方的经理阶层间的各种权力分配与利益关系，也就成为讨论的焦点。这是现代企业理论的重大进步。

但是，董事会能否代表全体股东利益，尤其是在伯利—米恩斯式的公司制下，两权分离与股权高度分散化，董事会能否真正代表全体股东利益？答案是否定的。在论文作者看来，两权分离与现代公司制下的主要矛盾，并不完全在于董事会与经理层间的矛盾与分歧（是为代理问题），而关键在于外部股东与董事会的代理问题。现有企业理论的一个重要假定是外部股东与董事会间的关系为忠诚的信托关系，现在看来，这一假定是不成立的。因此，构筑公司内部治理结构，一方面要借助于董事会与经营者间的约束—激励对等机制，但更重要还应建立起真正意义上的外部股东与董事会间的约束—激励对等机制。这一机制的建立非常关键，但目前理论界对此问题的研究尚没有涉足，这就是作者称之为的“黑箱中的黑箱”。

在股权高度集中的公司里，第一大控股股东占据公司股权的很大比重（如家族式公司），控股股东与董事会间的代理关系可以被定义为忠诚的信托关系，非控股股东（外部小股东）

的利益保护自然成了问题，好在外部小股东搭控股股东的便车可以得到不少好处，但控股股东的垄断性极易形成家长制，家长制的最大后果是决策失误造成业绩降低，股东利益受损；另外，这类公司还受到非职业化管理（业主的管理水平）以及资本规模等的限制。福特公司及老福特的经历正好说明了这一点。相反，在高度分散化的股权结构中，内部人控制问题突出，股东利益要想通过董事会机制加以保护，只能是一种经济想象，好在市场为股东退出找到了一种可行而有效的方式，股东通过市场求得自我保护可能比通过公司内部治理而求得的保护更为可靠。但是，它有一个基本前提，即市场确实有效，而现实中这一条件似乎难以满足。即使在像美国这样发达的市场环境中，人们对市场的效率也产生怀疑情愫。

面对这样的困境，股东们该如何反应？公司治理机制如何应对股东的反应？在我看来，任何小股东的理性成本—效益分析都会促使他们选择被动接受，要么搭便车，要么从企业退出。但这无助于问题的根本解决，因此小股东集聚成大股东，由大股东积极参与公司治理，不失为一种不得已而为之的选择。市场在这一关键问题上发挥了作用，市场上的各种金融工具创新、各类机构投资者的不断涌现、机构投资者自觉意识与“业主”意识的加强，为新的公司治理机制，找到了一种可行的方式。我认为（也许是一种预测），未来公司的股权结构不再是高度分散化与高度集中化的两极，而是介乎其间的一种状态，即股权大部分集中在少数大股东手中，由这些少数大股东形成治理联盟，这种模式一方面解决了股东与董事会间的代理问题，另一方面不会忽略解决董事会与经营者的代理问题，反而会更加有助于这一代理问题的解决。这类似于政治学中所称的单边世界之于多边世界间的关系，多边世界可能更安全、更

股权结构论

有效率，同时也在某种程度上验证了西方的一句谚语：“两个魔鬼胜似一个天使。”

更为重要的是，这种模式为大股东的联合治理与权利制衡提供了基础，大股东间通过寡头竞争式的合作与分工，在提高决策效率的同时提高了决策效益。这就是这篇博士论文的观点，即未来可能最有生命力的股权结构是寡头竞争式的股权结构。在这一推论的基础上，作者认为充当这一寡头组织，无论是个人激励上还是管理水平上，机构投资者都责无旁贷。这一模式背后所隐含的是，现时绝大多数小股东们将会把手中的资本投资于机构，机构投资者成为一种投资服务中介，一方面对直接投资的公司进行控制与管理，另一方面对投资于机构的小股东利益负责，各类投资基金就是这种模式的典型组织。

本文用规范分析与实证判断来证明这一逻辑思路。针对我国国有企业所特有的问题，作者认为这一模式同样适用于我国处于竞争性行业的国有企业，国有企业人格化投资主体从“缺位”、“让位”到最后的“补位”，必须从股权结构调整入手。

由此可以看出，王斌同志的博士论文是经过潜心研究、精心准备而写成的，不仅具有理论意义，还具有重要的现实意义。这也反映出王斌同志作为一名教师，其出色的科研能力和学术水平，故答辩委员会所给予他的充分的肯定和赞赏是恰如其分的。作为一位理论工作者，我期望他能以此为突破口，深入研究，扎实工作，为我国财务理论的发展作出应有的贡献。

王世定

2001年10月30日于北京

内容摘要

股权结构是当今财务理论乃至企业理论界研究的热门话题。之所以会出现这样的情况，主要是因为：第一，人们已渐渐认识到现代企业理论（主要包括交易费用理论和代理理论），在解释某些经济现象时过于表面化。这一方面与经济科学的复杂性有关，另一方面也与理论自身的研究范式有关。如对于公司制的研究，代理理论往往将企业内部权力结构（“黑箱”）分为代表委托方的董事会与作为代理方的经营者两极，没有更深入地研究作为公司外部股东与董事会间的委托代理关系。在代理理论看来，外部股东与董事会间的关系是一种诚信的信托关系，两者目标完全一致。然而，在我们看来，这只能是一种假设，它在现实中并不成立，因此需要理论对这一层委托代理关系进行更深入的研究。试图打开董事会这一黑箱，也就成为

本文研究的出发点，而这一黑箱的打开所借助的工具只有一个，即股权结构。不幸的往往也是幸运的，它为我们的研究提供了一个借口或突破口。第二，转型经济中出现的很多复杂问题，如果进行深入讨论，都与股权结构存在直接相关关系。以我国企业制度改革为例，国有企业改革中所面临的最大问题莫过于“主体缺位”和“国有股绝对控股”这两个问题。其中，主体缺位意味着没有真正能代表国有股东的“人格化”主体，国有企业事实上成为无主型企业，“内部人控制问题”因此产生并在不同程度上泛滥，它严重制约企业发展和企业效率提高。“国有股绝对控股”地位更进一步地强化了“内部人控制问题”，国有企业名为国有，实为经营者控制，董事会的职能作用很难得到发挥，它甚至成为企业制度设计中不可或缺的“摆设”，现代企业制度有名而无实。因此，在我们看来，深化改革的最关键步骤在于如何解决国有投资主体的“人格化”问题，在于如何构建真正意义上的董事会，所有这些问题的解决都要求：国有企业需要进行股权结构的重构与调整，即，让国有控股主体“让位”，让真正具有人格化的投资主体来“补位”，并从根本上造就出一支能真正代表自身利益，同时又使未来董事会具有竞争性的股东群体。这就是本文的主导思想。

本文试图从理论上阐述上述思路。其主要想法与观点可简单归纳如下：

第1章，即引言部分，主要从西方现代企业理论不足和我国现实需要两方面入手，重点从理论上解释“为什么股权结构很重要”。

作者认为，现代西方企业理论的研究重点主要放在“企业为什么会产生”、“如何通过企业内部组织构造与制度安排来降低所有者、经营者与债权人间的交易费用或代理成本”等问题

上，这一研究在导向上并没有不当之处，但在解释现象时存在以下不足：（1）将所有者作为委托方与经营者作为代理方的两极进行对立研究，没有对所有者结构与经营者结构进行更为精细的研究，使得理论只在表面上解释某些现象，而不能由此而很好的“解决问题”；（2）所有者内部结构如何影响公司治理并进而影响公司业绩，在某种程度上被主流经济学所忽略。

作者还认为，股权结构理论的重新构建是我国经济体制深化改革的现实需求。中国国有企业股份制改造中出现的诸多问题，如：政府既向企业派董事、董事长，还要管总经理和副总经理；董事长与总经理一人兼任；经理人员控制董事会；将法人治理结构直接体现为中国特色的“董事会领导下的经理负责制”；国有股占股比例过大，使得经营者仍看政府脸色行事等等，都在很大程度上与我国国有企业“人格化”所有者缺位及股权结构不合理直接相关。因此，股权结构调整是我国国有企业深化改革的需要，它可能成为我国下一步国企改革的突破口。

第2章，主要从理论上阐述企业制度演变与股权结构间的关系，为此作者借助于经济学中的比较优势学说，相应提出关于企业股权结构演进的比较优势理论。作者认为，业主制、合伙制及公司制作为企业制度的三种不同形式，其间的演变逻辑可以看作制度优势与规模优势两个变量间的比较优势，它是一种制度均衡。业主制之所以存在是因为它具有特定的制度优势（不存在代理成本及激励不足等问题）；反过来，业主制之所以向合伙制及公司制演进，在于业主本身看到这种演变后所得的规模优势收益大于其放弃制度优势的成本，在这里规模优势包括管理规模优势、经济规模优势及技术规模优势等。因此，企业制度的演进伴随着股权结构的调整。因此，在这一层面，作

股权结构论

者认为企业制度发展过程实质上是股权结构演变过程，主导这一过程的动因在于业主个人的成本效益分析，在于制度优势与规模优势两者的相对比较优势。

第3章，在导出股权结构演变的比较优势模型之后，作者重点解释公司制下的股权结构与公司治理问题。作者认为公司治理目标应定位于兼顾制度成本节约与规模优势增大，从而提高公司价值。具体体现在：提高公司决策效率与效益、防止内部人控制、保护股东权益、提高职业经理人员的人力资本价值。在引介了美国、日本和德国不同的公司治理机制之后，作者认为，在理想市场状态下，股权结构与公司治理无关，也就是说外部市场治理机制在很大程度上能替代公司内部治理机制，从而股权结构只能被看成是公司治理的外生变量；而在市场并不完善的条件下，股权结构与公司治理则高度相关，股权结构不同，公司内部治理效率和力度不同。这一理论在事实中被验证，美国的市场状况相对完善，在美国公司治理中，外部市场治理在公司治理中占主导（如并购机制、代理权争夺机制、经理人员市场机制等）；相反，日本与德国的内部治理机制占主导，其理由也在于其外部市场治理机制相对较弱。不存在着最佳的治理模式，它因国别所处环境而异。但有一点是肯定的，即在市场不完善的条件下，股权结构决定下的董事会这一组织，都将在公司治理中起核心作用。

第4章，既然股权结构在公司内部治理机制中很重要，而且不同国别环境差异会因此而导出不同的治理模式，那么是什么因素在决定公司的股权结构？这也成为本文第4章的主题。在这一章，作者从文献回顾的角度勾勒出西方三种代表性解释理论（也许并不完全），即经济因素决定理论、政治决定理论与产业效应理论。其中前两种理论的解释力最强，尤其是

Demsetz & Lehn (1985) 的股权结构决定理论 (文中作了较详细的阐述) 具有广泛的影响力; 之后的 Roe 教授从美国财务的政治根源这一角度 (《强管理者, 弱所有者——美国公司财务的政治根源》, 1999 中文版), 提出美国公司股权结构在很大程度上是法律与政治的结果这一观点, 这一观点同样在西方学界受到足够的重视。作者认为, 西方关于股权结构的决定因素理论, 在很大程度上都是着眼于大的制度背景与环境来讨论的, 而很少有论文涉及某一具体公司的股权结构演变问题, 为此作者提出了自己的观点, 即股权结构的生命周期决定论。这一理论 (如果算得上理论的话) 认为, 公司股权结构受生命周期的影响, 从推理上说, 处于初创期和成长期的公司, 其股权结构可能趋于集中 (即集中在少数股东或发起股东手中); 而当步入成熟期时, 其股权结构可能趋于分散; 当处于再生期时, 其股权结构处于重组状态, 可能又会走向集中化。这一观点的逻辑在于处于不同生命周期的企业有不同的投资需要, 但更重要的是与原股东所能承担的投资风险能力相关。^①

第 5 章, 主要从股权结构、公司治理及业绩关系角度, 来对我国上市公司的相关性进行实证分析。在这一部分, 作者首

^① 联系这一点, 我们不难发现风险投资及二板市场的真正含义。风险投资者是将其资本投入于风险较大但收益潜力也很大的项目或企业, 而当项目和企业的收益预期能被市场所了解时, 也就是说当企业或项目的收益将会实现时, 此时的企业已走过了初创期, 处于成长期的后一阶段, 这时风险投资家看到了市场的反应, 决定上二板市场, 下市解套, 从而将公司股权分散化, 并将解套所得资本用于寻找其他项目或企业。这就是风险投资的运转过程。可见, 在西方国家, 二板市场的作用是在替原发起股东分散风险, 它起到“解套作用”, 解套的过程即为股权由集中走向分散化的过程。而我国目前对风险投资及二板市场的理解更多的在于公司初创期的筹资功能。显然, 这两者是有差距的。按照我个人的理解, 我国二板市场的筹资效应是很难受到理性股东的积极反应的。

先从三者的机理上进行规范分析，并得出相应结论，即股权结构与公司业绩存在相关性。同时，还从文献的回顾上进一步归纳出西方理论对此问题的两种对立观点与答案。在选择中国上市公司（以 1999 年深市 460 家公司为总样本，在剔除了 ST 与 PT 共 27 家公司之后，有效样本总量为 433 家）作为研究对象，作者提出了相关假设：（1）含国有股的上市公司比不含国有股的上市公司，其业绩要低；（2）含国有股的上市公司中，国有股占绝对控股的公司，其业绩比国有股不占控股地位的公司要低；（3）在所有公司前五家最大股东中，前五家股东的股权集中度越高（C5 越大），其业绩越好，但在业绩排列的先后顺序上依次为：无国有股公司、有国有股但不处于控股地位公司、国有股占控股地位公司；（4）在前五家大股东控股比例一致的情况下（同一区间），第一大股东与第二大股东的持股比例之差越小，则业绩越好，反之则相反。在对样本进行描述性统计分析之后，发现：假设（1）、（2）不被支持，也就是说通过两组样本的对比，无论第一大股东是国有还是非国有，其业绩间并无显著差异；而对于假设（3）、（4），样本数据则提供了支持。如何解释这一结果，我们认为可能的解释有三条：

第一，样本公司整体业绩普遍不高，因此如果有差异的话，其差异从总体上并不大。

第二，只要第一大股东在事实上形成对董事会的决策垄断，不论其性质是国有还是非国有，都普遍存在行为非理性问题，其业绩自然不会有差异。

第三，缩小大股东间的持股比例，尤其是前五家大股东的持股比例，使其在事实上形成大股东间的寡头式竞争，对公司间权力制衡与内部治理效率提高具有一定的意义。

其政策含义是什么？我们认为，它可能意味着：（1）不论第一大股东的性质如何，打破第一大股东的决策垄断都是必要的，股权结构调整并不只是针对国有股，而是针对第一大股东。（2）寡头式竞争格局可能是股权结构调整的主要目标导向。

第6章，从第5章引发的实证结论中不难看到，未来公司内部治理模式可能更要关注股权结构，以形成少数大股东联盟治理、寡头竞争性股权结构为导向，公司董事会在事实上要成为真正能代表股东利益的组织与机制。如果这一结论能被接受，则本章的主要问题则放在以下几方面上：第一，谁来充当寡头？第二，这些寡头具有足够的激励来行使其必要的权利和义务吗？第三，中国的机构投资者在事实上是如何扮演着积极投资者角色的？有没有例证来说明这一点？第四，如果寡头竞争性股权结构是一种目标模式的话，则未来董事会的定位又是什么？围绕上述几个问题，本章遵循这一逻辑主线进行分析与研究。其结论与先验逻辑是相符的。

7

第7章，即本文的最后一章，主要针对我国国有企业改革与股权结构调整问题而展开。首先需要指出的，结合中国实际提出自己的想法并不等于要给国企改革开药方（我相信自己不具备这种能力）。基于这一观念，作者从目前关于国有股减持的讨论中，提出自己的想法，并认为国有股减持与股权结构调整是两个不同的概念，仅仅进行国有股减持并不能解决当前国有企业自身的问题。另外，谁来承担股权调整的任务，作者认为它必须是“人格化”的组织与机构，从现实来看，它主要指机构投资者、企业经营者和员工。

以上就是本文的主要观点摘要。作者试图让各评阅专家及读者在阅读时有一条清晰的逻辑主线，但愿做到了。