



HAERBIN SHANGYE DAXUE XUEZHE WENKU

上市公司 股权结构与经济 增加值研究

徐 鹿 著



中国财政经济出版社

哈尔滨商业大学学者文库

上市公司股权结构 与经济增加值研究

徐 鹿 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司股权结构与经济增加值研究/徐鹿著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.12

(哈尔滨商业大学学者文库)

ISBN 7-5005-9387-2

I. 上… II. 徐… III. ①上市公司—股份制—研究②上市公司—经济增长—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 113627 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: 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 5.375 印张 132 000 字

2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月北京第 1 次印刷

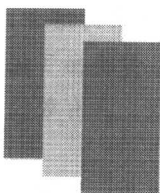
印数: 1—1000 定价: 15.00 元

ISBN 7-5005-9387-2/F·8144

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

责任编辑 / 孙聪宝

封面设计 / 颜 黎



序 言

中国证券市场的改革与发展是没有先例可循的，也没有成型的适合于中国特色市场经济的证券理论做指导，这使中国学者遇到了前所未有的挑战。随着一批西方经济理论、研究方法和实践成果的引进，同时，随着一批具备现代经济、证券、会计、财务管理等专业知识的高素质学者的成长，认识和解决中国证券市场领域存在的问题开始有了新的视角和方法。

中国大多数上市公司由国有企业改制而来，股权结构不合理，上市公司规模虽然发展壮大很迅速，但业绩一直不够理想，这些都是不争的事实。导致这种局面的原因是多方面的，其中一个重要原因就是在形式上已经改制上市的公司，在实质上却没有建立起适应现代企业制度的股权结构；另外一个原因就是上市公司的经营业绩评价指标存在缺陷，绝大多数指标来源于按权责发生制编制的会计报表资料，且没有考虑资本成本因素。而且目前我国尚无成型的、能够科学反映上市公司股权结构和经营业绩关系的理论和措施。

徐鹿博士的专著《上市公司股权结构与经济增加值》是对我国经济发展中，特别是对证券市场发展中存在的这些亟待解决的重要理论和现实问题进行系统研究的一部力作。

本书综合运用经济学、金融学和财务管理学等理论，通过比较

分析、静态分析、动态分析和实证分析等几方面分析技术的结合,探讨了我国目前证券市场股权结构与经营业绩的关系,并提出了优化上市公司股权结构、改善业绩评价指标的对策和建议,具有较强的可操作性和重要的现实意义。

从本书中反映出,作者收集了大量的国内外文献数据,占有资料比较全面,对文献的分析理解准确、引证翔实;反映出作者对股权结构和经营业绩的相关理论和存在问题有系统、深入的了解;反映出作者具备了很强的文献整理、数据分析和综合能力。而且本书思路清晰、结构合理、理论性和逻辑性很强;反映出作者具有较高的市场经济理论、证券市场理论和财务管理理论素养,很强的科学研究能力和创新意识。

本书研究结果系统、完整、科学、有深度,对证券市场上市公司股权结构的优化、业绩评价指标的完善和经营业绩的提高具有较高的理论价值和学术价值。

本书能够理论联系实际,从我国证券市场和上市公司的实际出发,大胆地提出了一些创新性观点并系统化为本书的研究,主要表现为:

第一,使用经济增加值(EVA)指标,通过实证分析证明了经济增加值指标在上市公司股权结构与经营业绩研究中的有效性。

第二,针对制造业上市公司,运用 TableCurve 2D 软件构建模型,经过实证分析创造性地构建制造业次类上市公司股权结构与经营业绩相关关系模型。

第三,从理想股权结构设计模式、股权分置改革和完善治理结构角度提出优化上市公司股权结构的建议。根据实证分析结果,结合业绩评价模式比较分析,提出应用经济增加值进行业绩评价是我国上市公司的现实选择。

本人也曾想在《公司法经济学分析》一书中对此问题进行研究,但限于时间及结构问题没能实现,徐鹿博士的研究与我有不谋

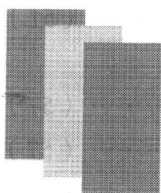
而合之处。

总之，本书是一部理论研究与实际应用相结合，国内外有益经验与我国具体国情相结合，内容丰富、论述清晰、可读性较强的优秀著作，对于证券市场研究人员、上市公司管理层和其他利益相关者都有重要的参考价值。

从本专著可以看出，作者徐鹿博士具有深厚的理论功底和较强的科研能力，近年来一直在从事证券市场理论与实践。这几年里，我也从一些报刊杂志上看到她的一些有关证券市场、上市公司股权结构和业绩评价方面的文章，感到她的思维敏锐，务实上进。我希望作者本着“学海无涯、学无止境”的科学精神，再接再厉，勇于探索，不断创新，为丰富我国证券市场的理论和实践，做出更多贡献。

曲振涛

2006年4月26日



目录

1 绪论	(1)
1.1 研究背景和目的	(1)
1.2 本书研究结构和研究方法	(3)
2 国内外相关理论与实证研究现状评述	(8)
2.1 国外股权结构与经营业绩理论研究现状	(8)
2.2 国外股权结构与经营业绩实证研究现状	(12)
2.3 国内股权结构与经营业绩实证研究现状	(16)
2.4 经济增加值 (EVA) 研究进展	(23)
3 上市公司股权结构与经营绩效研究的理论基础	(26)
3.1 交易费用经济学	(26)
3.2 委托代理理论	(27)
3.3 产权理论	(40)
4 国外上市公司股权结构研究	(45)
4.1 西方国家股权结构的共同性和差异性	(45)
4.2 股权结构国际比较	(47)

4.3	典型股权结构模式	(51)
5	我国上市公司股权结构分析	(57)
5.1	我国上市公司股权结构的现状分析	(57)
5.2	我国上市公司各类股东的行为特征	(68)
5.3	国有股改革及模式设定——股权分置改革	(73)
6	我国上市公司业绩评价现状及存在问题	(80)
6.1	上市公司经营业绩现状分析	(80)
6.2	上市公司经营业绩评价	(85)
7	经济增加值 (EVA) 业绩评价理论与方法	(91)
7.1	经济增加值 (EVA) 的概念	(91)
7.2	经济增加值 (EVA) 的理论基础	(93)
7.3	经济增加值 (EVA) 计算的基本原理	(94)
7.4	我国上市公司的经济增加值 (EVA) 计算	(96)
8	上市公司股权结构与 EVA 相关性研究方法设计	(102)
8.1	变量确定	(102)
8.2	统计方法	(104)
8.3	数据来源	(107)
8.4	样本选择	(108)
9	上市公司股权结构与 EVA 相关性实证分析	(110)
9.1	金属、非金属次类上市公司股权结构与经营业绩研究的实证分析	(110)
9.2	机械、设备、仪表次类上市公司股权结构与经营业绩研究的实证分析	(125)

10 优化股权结构、应用 EVA 进行业绩评价的建议	(136)
10.1 优化股权结构的设计	(136)
10.2 股权结构优化的具体思路	(139)
10.3 我国上市公司业绩评价方法的现实选择	(145)
结论	(148)
参考文献	(150)
附录 关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知 (全文)	(156)
后记	(160)

1 绪 论

1.1 研究背景和目的

我国第一家证券交易所于 1990 年成立于上海,近年来发展十分迅速。截至 2005 年 12 月底,沪深两市境内上市公司已达到 1381 家,市价总值达 32430.28 亿元,2005 年一年的筹资金额达 1882.62 亿元。

在国内证券市场发展初期,90%以上上市公司是国有企业,一方面为了使转制的国有企业能发挥股份制的优势,为国有企业技术改造和扩大再生产筹资“圈钱”;另一方面为了保持国家的控股地位和防止国有资产流失,规定国有股、法人股暂不流通,因此形成了一种具有中国特色的能够体现公有制占主导地位思想的上市公司股权结构,股市上有三分之二的股权不能流通。同股不同权、同股不同利等“股权分置”存在的弊端,严重影响着股市的发展。

20 世纪 90 年代末,国家对证券市场和上市公司的发展思路有了新变化,十五届四中全会提出的国有经济战略布局、实行有进有退、有所为有所不为的政策,为证券市场的发展注入了新的活力。一些民营企业开始逐步上市,同时也提出国有股可以考虑减持和有偿转让。

2005 年 4 月 29 日,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》,表示将根据上市公司股东的改革意向和保荐机构的推荐,协商确定少量股权分置试点公司。2005 年 9 月 6 日,沪深两个证交所和中国证券登记结算公司联合发布实施《上市公司股权分置改革业务操作指引》;同时,沪深两个证交所还

分别发布了《上市公司股权分置改革说明书格式指引》，全面股改正式进入实施阶段。

2005年12月15日，上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司联合发布了《上市公司非流通股股份转让业务办理规则》。该《规则》对上市公司包括法人股、国有股在内的非流通股的协议转让程序及规则作出相关规定，并强调严禁场外非法股票交易。这是中国证券市场自成立以来，首次对非流通股的转让作出规范。

上市公司经营业绩反映了企业的经营成果，优良的经营业绩是证券市场健康发展的基石。股权结构是治理结构的基础，不同的股权结构会产生不同的治理结构。只有完善的公司治理结构才能保证上市公司经营业绩的优良，而只有股权结构合理才能促进公司治理结构的完善，进而保证公司取得良好的经营业绩。

在我国上市公司的制度建设中，一直非常重视公司治理结构的建设。但目前在上司公司内部，从西方引进的“股东会、董事会、监事会、经理层”模式的法人治理结构尚未完全取代国有企业内部的“党委、厂长、职工代表大会”传统体制；而且，由于对经营者缺乏激励机制和监督机制，不少上市公司经理层的行为表现为机会主义和经济上的道德风险。

我国上市公司大多是原国有企业的部分资产分拆上市建立起来的，上市公司的大股东都是原国有企业。上市公司对大股东的依赖性很强、关联交易非常多，在客观上造成了大股东对上市公司的直接控制，并经常发生强制上市公司为控股母公司担保、私分侵占上市公司财产、抽逃上市公司资金，甚至大肆掏空上市公司，中饱私囊或满足小集体的利益。这不仅对中小股东的利益是一种侵害，而且造成了上市公司生存能力的严重不独立。多年来，我国上市公司的股权结构总体上是国有股“一股独大”、国家股和法人股不能上市流通，可流通股份比例较低。这一方面造成了上市公司所有者缺

位严重, 代理人风险与收益不对称; 另一方面, 可流通股东过于分散, 对经营者的监督力度不足, 决策机制失衡。

可以看出, 我国公司治理中存在的产权虚置、内部人控制等缺陷与上市公司的股权结构之间存在密切关系。本书主要是从我国上市公司目前的股权结构出发, 通过对多年来上市公司股权结构及其变化对于经营业绩 (EVA) 影响的实证分析, 揭示上市公司股权结构对公司业绩 (EVA) 的影响的量化规律, 将对治理结构的优化具有明显的正效应, 从而提出相应的改进上市公司股权结构的对策和建议。

1.2 本书研究结构和研究方法

1.2.1 研究结构

全书共分 10 章, 具体结构如图 1-1 所示, 安排如下:

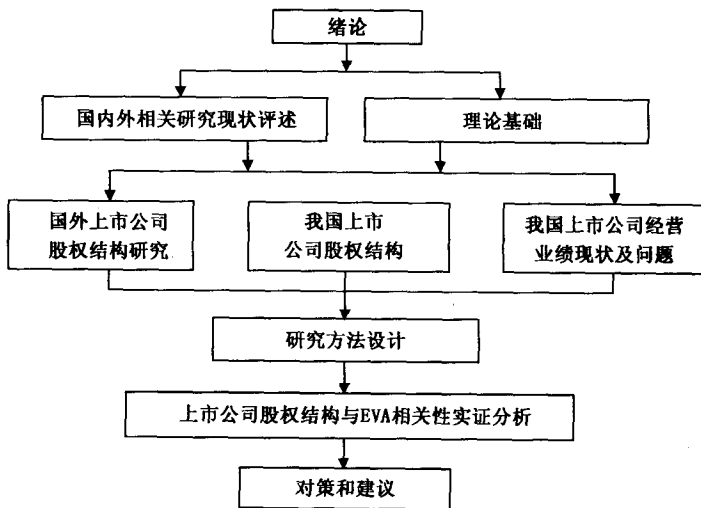


图 1-1 上市公司股权结构与EVA研究基本框架

1. 绪论。

包括选题背景、目的、研究方法和本书的基本结构。

2. 国内外相关理论与实证研究现状评述。

从理论、实证及具体实证方法的角度系统分析国内外股权结构和经营业绩研究的现状和发展趋势，并系统阐述了经济增加值(EVA)研究进展。

3. 上市公司股权结构与经营业绩研究的理论基础。

阐述了交易费用经济学、委托代理理论和产权理论，并对代理人激励约束机制在我国上市公司中的实践进行了讨论。

4. 国外上市公司股权结构研究。

在分析西方国家股权结构的共同性和差异性的基础上，从不同角度进行了股权结构国际比较；对典型的美国、日本、德国模式的上市公司股权结构的特点进行了深入分析。

5. 我国上市公司股权结构。

分析了我国上市公司股权结构的现状和成因及其对公司治理产生的影响；阐述了上市公司各类股东的行为特征，分析了上市公司股权分置现象的发展历程、有关股权分置改革的主要观点和几种具体解决方案。

6. 我国上市公司业绩评价现状及存在问题。

对目前我国上市公司经营业绩现状进行了全面分析；从业绩评价指标选择和体系构建的角度，分析了目前我国业绩评价的现状和存在的缺陷。

7. 经济增加值(EVA)业绩评价理论与方法。

系统阐述了经济增加值(EVA)这个业绩指标的概念、理论基础、计算原理和应用于我国上市公司的计算方法和项目调整。

8. 研究方法设计。

阐述了进行股权结构与经营业绩(EVA指标)相关性分析所需的股权结构变量确定原则，统计方法的选择以及研究样本的选

择、界定和数据处理。

9. 上市公司股权结构与经济增加值 (EVA) 相关性实证分析。

针对 2 个制造业次类上市公司, 以实证分析方法构建股权结构与 EVA 指标的模型, 深入剖析股权结构和 EVA 之间的关系。

10. 根据实证分析结果, 结合我国证券市场目前正在进行的股权分置改革工作, 提出改进上市公司股权结构、应用 EVA 进行上市公司业绩评价的建议。

1.2.2 研究方法

科学的研究方法是进行任何科学研究活动的必不可少的手段, 也是保证研究质量的重要前提。没有科学的研究方法就很难得出科学的结果, 本书采用规范分析和实证分析相结合的方法进行研究。

上市公司经营业绩是企业的各种不同身份的利益相关者共同作用的结果, 不同的利益相关者在公司治理中的行为表现是由其自身的利益和价值取向决定的。在我国, 由于上市公司制度安排的特殊性, 一部分股份不能直接在公开交易市场上流通, 另一部分股份可以直接流通。两种不同类型的股东的价值度量标准是不同的。占较大比例的非流通股股东以企业的股权可以协议转让出去的价格作为衡量自身财产的标准。这类股东一般不关心股票的二级市场价格, 常常会利用一些机会争取自身利益最大化, 对流通股股东甚至上市公司的利益造成损害; 而流通股股东则是以二级市场上股票的价格状况作为衡量自身财产的标准。因此, 我国上市公司的流通股股东和非流通股股东很难形成合力, 共同促进经营业绩的提高。本书采用规范分析的方法, 对上市公司股权结构及其特征进行体制分析, 以期取得较好的研究成果。

我国目前的上市公司股权结构方面存在的问题很多, 处于一种渐进的发展过程中, 尚未成熟。本书认为, 不能孤立地研究上市公司的股权结构本身, 必须与整个国家的改革发展进程、政策导向的

变化、市场经济成熟程度、证券市场规范化进程、国有企业产权结构多元化进程联系在一起进行研究。发达国家的证券市场、上市公司、股权结构和治理结构的发展有数百年历史和各种经验教训,对我国有重要的借鉴意义。本书将通过对国外几种较为成熟的股权结构及其优劣进行对比,结合实证分析结果,提出适合我国国情的、有助于股权结构优化的对策与建议。

实证分析是研究方法中至关重要的、必须采用的一种方法。本书在规范分析的基础上,总结和借鉴国内外已有的股权结构与经营业绩研究成果,避免以往实证研究的弊端,采用 TableCurve 2D 构建股权结构与经营业绩的关系模型。TableCurve 2D 是第一个完全由自动化曲线适宜的程序来消除永无止境的试验和错误的程序,能够依据数据快速地找出最适宜的模型分析方法。TableCurve 2D 内在数据库包括一大批线性和非线性模型以供使用,从简单的一次方程式到高阶的切比雪夫(Chebyshev)多项式。TableCurve 2D 曲线为曲线拟合与数据建模提供了自动选择功能,这种最新颖的 TableCurve 2D 数据拟合能力在其他的软件包很难完成,38 位数字的精密密度来准确拟合高阶多项式和有理数;高度的非线性拟合能力,能够有效地处理极端值和动态的 Y 数据列;能够像人工智能专家一样自动地选取适当的峰值和动态模型。本书将采用 TableCurve 2D 对我国上市公司股权结构与经营业绩进行实证分析,并根据实证所得结论,提出股权结构优化、采用恰当业绩评价指标的有益的对策和建议。

进行实证分析之前,也必须提出一个基本假设。本书假设目前我国证券市场中上市公司的股权结构与经营业绩指标 EVA 之间存在相关关系,即上市公司股权结构优化对公司 EVA 的提高、治理结构的重构具有明显的正效应。

规范的分析研究是在一定的约束条件下进行的,为了保证在既定条件下,定量分析模型的建立和运用具有实践意义,避免一些概

念和内容在逻辑上和语意上混淆和重复，需要给出一些基本假定：

第一，不完全竞争市场假定。古典经济学理论大多是建立在完全竞争市场基础上的。在完全竞争市场上，信息分布对称，竞争公正、公开、公平，要素自由流动，资源有效配置。完全竞争市场虽然充满了理想主义色彩，但它毕竟在市场经济高度发达的一些资本主义国家得到了某些验证。但对处于转轨经济时期的中国证券市场来说，目前还没有现实基础。我国目前的证券市场还是一个信息非常不对称的不完全竞争市场。

第二，转轨经济假定。我国上市公司的发展是在转轨经济背景下进行的，必然受到转轨经济时期各种因素的影响和制约。如果忽视转轨经济的假设，将会难以深刻理解我国上市公司股权结构与经营业绩的关系，所得研究结论对证券市场改善股权结构现状也将失去现实意义。