

本书受济南大学博士基金项目“基于股权稳定的公司治理问题研究（B1804）”资助

基于股权结构 稳定的国有资本收益研究

蒋勇 著

 吉林大学出版社

本书受济南大学博士基金项目“基于股权稳定的公司治理问题研究（B1804）”资助

基于股权结构 稳定的国有资本收益研究

蒋勇 著

出版社

长

图书在版编目 (CIP) 数据

基于股权结构稳定的国有资本收益研究 / 蒋勇著.
—长春: 吉林大学出版社, 2018.12
ISBN 978-7-5692-4029-0

I. ①基… II. ①蒋… III. ①股权结构—影响—国有
资产管理—研究—中国 IV. ① F123.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 008294 号

书 名 基于股权结构稳定的国有资本收益研究
JIYU GUQUAN JIEGOU WENDING DE GUOYOU ZIBEN SHOUYI YANJIU
作 者 蒋 勇 著
策划编辑: 卢 婵
责任编辑: 卢 婵
责任校对: 陶 冉
装帧设计: 汤 丽
出版发行: 吉林大学出版社
社 址: 长春市人民大街 4059 号
邮政编码: 130021
发行电话: 0431-89580028/29/21
网 址: <http://www.jlup.com.cn>
电子邮箱: jdcbs@jlu.edu.cn
印 刷: 北京虎彩文化传播有限公司
开 本: 787mm × 1092mm 1/16
印 张: 12.75
字 数: 190 千字
版 次: 2018 年 12 月 第 1 版
印 次: 2019 年 4 月 第 1 次
书 号: ISBN 978-7-5692-4029-0
定 价: 50.00 元

版权所有 翻印必究

前 言

国有企业属全民所有，国有资本收益属于人民。国有企业股权结构突出问题是有国有股权过度稳定，国有股东在支配所有权方面不缺位，甚至越位，但在收益所有权方面缺位。目前我国国有企业混合所有制改革处于攻坚阶段，通过混合所有制，优化股权结构，提高资本配置效率，优化股利分配政策，完善国有资本收益管理，对实现国有资本保值增值以及国有经济竞争力提升目标具有重要意义。本书主要研究了国有企业股权结构及其影响的国有资本收益，目的是构建股权结构稳定性测度指标，研究股权结构稳定性对国有资本收益的影响，探讨资本配置优化条件下的资本结构、股权结构和股利政策，为做强做优做大国有企业从产权会计视角提供相应政策建议。

第1章论述了研究目的、背景、概念、问题、意义、内容、思路和创新与不足。第2、3章研究了国内外相关文献及基础理论。第4章回顾了我国国有企业股权结构和国有资本收益分配历史沿革。在文献综述、理论梳理和历史回顾基础上，第5至第8章进行了股权结构及其稳定性与国有资本收益相关关系实证研究。第5章研究了股权集中度在一些因素影响下



与股利分配的相关关系。第 6 章研究了终极控制人所有权在一些因素影响下与股利分配的相关关系。第 7 章构建了股权稳定性指标和股权结构稳定性指标,研究了股权结构稳定性对股利分配的影响。第 8 章研究了资源配置优化条件下的资本结构、股权结构和现金股利支付率的优化区间。在规范和实证研究结论基础上,第 9 章系统地提出了我国国有企业优化资本结构、完善公司治理和收益分配的政策建议。

研究股权稳定性的文献不多,而研究股权结构稳定性的文献更少,股权稳定性和股权结构稳定性定量测度方面尚无人系统研究。本书创新点如下。

(1) 构建了股权稳定性和股权结构稳定性指标

构建了股权及股权结构稳定性指标,实证研究了股权结构稳定性指标与股利政策的关系。

(2) 研究了我国上市公司资本结构、股权结构、金字塔股权结构、现金股利支付相关指标优化区间。

①资本结构优化区间

A 股上市公司存在最优资本结构,最优资本结构点存在于 55.56% 与 73.65% 之间,A 股主板上市公司具有同样特征。

②国有股权比例优化区间

国有参股不控股的混合所有制企业国有股权比例优化区间为 (5.01%, 15.46%], 国有股权比例尽量接近 15.46%; 国有相对控股的混合所有制企业国有股权比例优化区间为 (32.16%, 43.86%], 国有股权比例尽量接近 32.16%; 国有绝对控股的混合所有制企业国有股权比例优化区间为 (74.56%, 100%)。

③现金流权、表决权和两权分离度优化区间

两权分离度与公司价值之间存在倒 U 型关系,使公司价值最大化的终

极控制股东所有权与控制权分离度为 6.07%；现金流权与公司价值间存在倒 U 型关系，使公司价值最大化的终极控制股东现金流权为 22.08%；终极控制股东最优表决权比例为 28.92%；受表决权影响的现金流权与公司价值存在倒 U 型关系，当表决权为 28.88% 时，现金流权使公司价值最大化；当现金流权大于 19.44% 且小于等于 22.08% 时，受现金流权影响的表决权对公司价值负面影响最小。

④现金股利支付率优化区间

创业板上市公司最优现金股利支付率小于等于 13.86%；中小板上市公司现金股利支付率与公司价值存在倒 U 型关系，最优现金股利支付率为 23.9%；沪市主板 A 股上市公司现金股利支付率与公司价值也存在倒 U 型关系，最优现金股利支付率为 51.07%。

（3）定性定量地提出了我国国有企业优化资本结构、完善公司治理和收益分配的政策建议

在我国国有企业改革和发展政策建议中引用了上述实证结论，使政策建议具有更强的可操作性。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 目的和背景	1
1.2 概念定义和范围界定	5
1.3 问题和意义	7
1.4 内容和思路	13
1.5 创新和不足	19
第 2 章 文献综述	22
2.1 资本结构	22
2.2 股权结构	28
2.3 金字塔股权结构	30
2.4 股利政策	33
2.5 股权结构与股利政策	36
2.6 金字塔股权结构与股利政策	40



第3章 理论基础	44
3.1 产权理论	44
3.2 股权结构理论	46
3.3 委托代理理论	59
3.4 股利政策理论	63
3.5 国有资本收益理论	70
第4章 我国国有企业股权结构和国有资本收益分配历史沿革	72
4.1 国有企业股权结构历史沿革	72
4.2 国有资本收益分配历史沿革	75
第5章 股权结构与国有资本收益关系实证研究	79
5.1 股权集中度与股利分配	79
5.2 股权集中度、股权制衡度与现金股利	87
5.3 股权集中度、盈余操纵与现金股利	91
5.4 股权集中度、会计稳健性与现金股利	94
5.5 股权集中度、非效率投资与现金股利	97
5.6 小结	100
第6章 金字塔股权结构与国有资本收益关系实证研究	104
6.1 现金流权与股利分配	104
6.2 现金流权、表决权与现金股利	111

6.3 现金流权、盈余操纵与现金股利	113
6.4 现金流权、会计稳健性与现金股利	115
6.5 现金流权、非效率投资与现金股利	118
6.6 小结	120
第 7 章 股权结构稳定性与国有资本收益关系实证研究	123
7.1 股权和股权结构稳定性指标构建	123
7.2 股权结构稳定性与股利分配	126
7.3 小结	133
第 8 章 资本结构、股权结构、现金股利优化区间研究	136
8.1 资本结构优化区间研究	136
8.2 国有股权比例优化区间研究	144
8.3 终极所有权、控制权和两权分离度优化区间研究	154
8.4 现金股利支付率优化区间研究	164
第 9 章 结论与展望	173
9.1 结论与建议	173
9.2 研究展望	179
参考文献	180

第 1 章 导论

1.1 目的和背景

1.1.1 目的

国有企业属全民所有，国有资本收益属于人民。由于股权多元化，国有资本分布于国有独资、国有控股和国有参股企业中。国有企业一般指国有独资和国有控股企业。本书主要研究国有企业股权结构及受其影响的国有资本收益，目的是构建股权结构稳定性测度指标，研究股权结构稳定性对国有资本收益的影响，探讨资本配置优化条件下股权结构和股利政策，为做强做优做大国有企业从产权会计视角提供相应政策建议。

1.1.2 背景

（1）国有企业混合所有制改革形势

2013 年 11 月 12 日，十八届三中全会通过了《关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》）。《决定》指出：混合所有制是我国基本经济制度的重要实现形式，坚持公有经济主体地位，坚持大力发展非公有制经济，通过混合所有制实现国有资本与非国有资本有机融合，优势互补，允许国有企业投资民营企业，鼓励民营企业投资参与国有企业合



并重组，鼓励组建民营控股的混合所有制企业；到 2020 年，国有资本收益上缴比例将提高到 30%，更多用于民生保障。2014 年 7 月 15 日，国务院国资委选择部分中央企业进行国有资本投资公司试点（中粮集团、国家开发投资公司）、混合所有制企业试点（中国建材、中国医药集团）和董事会市场化运作试点（新兴际华集团、中国节能环保公司等）。随后，很多省级地方政府纷纷推出各自国有企业混合所有制改革方案，也有部分地方政府在等待中央出台国有企业改革指导意见，处于观望状态，未推出国企混改方案。

2015 年 9 月 13 日，中共中央、国务院发布了于 2015 年 8 月 24 日通过的《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称《指导意见》）。《指导意见》规定了本轮国企改革目标、原则、步骤和内容。国企改革目标：到 2020 年，国有企业公司制改革基本完成，国资监管体制理顺，国有资本配置效率显著提高，党组织在国企中地位进一步巩固。原则是有利于国有经济竞争力提升，有利于国有资本功能放大，有利于国有资本保值增值，国企改革顶层设计和基层企业首创精神紧密结合。步骤是不搞一刀切，不搞全覆盖，成熟一个推进一个。内容包括：将国有企业按功能分为商业类和公益类，商业类考核经营业绩，公益类考核成本、运营效率和服务质量；国资监管体制以资本为纽带监管国有企业，对现有国企清退一批、重组整合一批和创新发 展一批，优化国有资本布局，实行政企分开、政资分开，减少股权链条和管理层级，由政府相关部门授权国有资本投资公司和运营公司对其投资的下级公司履行出资者职能，在市场化条件下，按现代企业制度要求进行公司治理和运营；提高国有资本证券化比例，推进国有企业进入资本市场，优化股权结构，部分国有资本可转化成优先股，还可转化为特殊政府管理股；完善公司治理，董事会按市场化原则运作，建立经理层有效激励约束机制，实现人员能上能下，能进能出，收入能涨能跌的市场化用人机制；高管薪酬实行分类管理，中管或政府选派的管理人 员按政府相关薪酬规定执行，市场化选聘的管理人 员薪酬按市场机制执行；在完全竞争领域的商业类国企，主要是人力资本要素起关键作用的转制科研院

所、高新技术企业、科技服务型企业，以管理人员、技术核心和业务骨干为对象，以增量出资扩股方式实行员工持股；国有企业党组织实行双向进入和交叉任职，党组成员符合条件，按相关规定可进入管理层，管理层成员符合条件，按相关规定可进入党委，董事长和总经理职务原则上要分开，党委书记任国有企业董事长。

2015年9月23日，国务院发布了《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》（以下简称《意见》）。《意见》指出：引导国有企业集团公司二级及以下企业层面有序推进混合所有制改革，以研发创新、生产服务等实体企业为重点，引入非国有资本；在高新技术等领域，鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业。

2015年10月25日，国务院发布了《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》（以下简称《若干意见》）。《若干意见》指出：国务院开展直接授权国有资本投资公司、运营公司试点工作，地方政府则根据实际情况，开展授权国有资本投资公司和运营公司试点工作；政府授权国资监管机构对国有资本投资公司、运营公司履行出资职责，国资监管机构授权国有资本投资公司、运营公司对其出资公司履行出资职责。

2015年12月29日，国资委、财政部和发改委联合发布了《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》（以下简称《功能指导意见》）。《功能指导意见》指出：国有企业功能分为公益类和商业类，在功能分类基础上，国有企业分类改革、分类发展、分类监管和分类考核，通过清理、合并重组和新设方式对国有资本重新布局，将国有资本进一步集中到公共服务保障领域；公益类国有企业主要目标是通过提供公共产品和服务来保障民生和服务社会，商业类国有企业主要目标是实现国有资本保值增值、放大国有资本功能和增强国有经济活力和竞争力；商业类分为商业一类和商业二类，商业一类是完全竞争领域，商业二类是涉及国家安全、国民经济命脉、国计民生的重要行业或领域，商业一类国有企业根据情况国有资本可绝对控股、相对控股或参股，商业二类国有企业国有资本要保持控股地位，支持非国有资本参股；公益类国有企业考核运营成本、运营效率、产品质量



和服务保障水平，商业一类国有企业考核经营业绩、国有资本保值增值和市场竞争能力，商业二类国有企业既要考核经营业绩又要考量特定功能指标；履行出资人职责机构负责所出资企业功能界定与分类。

（2）股利分配相关政策

2008年中国证监会颁布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》（以下简称《分红决定》）。《分红决定》规定上市公司证券发行再融资的必要条件为：近三年现金股利分配的利润不少于近三年年均实现可分配利润的30%。2012年中国证监会发布《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》（以下简称《通知》）。《通知》规定：拟发行证券上市公司在募集说明书或发行预案中应披露近三年现金分红金额及比例，以“重大事项提示”方式，提醒投资者关注上述信息。

（3）国有资本收益上缴相关政策

2007年财政部和国资委印发的《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》规定，能源、电信等资源类企业收取比例为10%，钢铁、施工等一般竞争类企业收取比例为5%，军工转制科研类企业暂缓3年收取。2011年，资源类收取比例提高到15%，一般竞争类收取比例提至10%，军工转制类收取5%，第四类利润免收。2012年，中国烟草总公司单独列为一类，收取比例从15%提至20%。2014年，央企利润收取比例再次提高5%，具体为：第一类收取比例为25%，第二类20%，第三类15%，第四类10%，第五类利润免收。到2020年，按十八届三中全会《决定》要求，国有资本收益上缴公共财政比例将提高至30%，更多用于民生保障。

我国国有企业混合所有制改革目前处于攻坚阶段，通过混合所有制，优化股权结构，提高资本配置效率，优化股利分配政策，完善国有资本收益管理，保持国有资本收益持续稳定增长，对实现国有资本保值增值、功能放大以及国有经济竞争力提升目标具有重要意义。

1.2 概念定义和范围界定

1.2.1 概念定义

(1) 股权结构定义

股权指股东向股份制企业投入资本,根据受法律保护的所有权关系,享有对投入资本的占有、控制和收益等经济权利。股权结构指股份制企业投入资本的来源、集中度或层级构成。根据资本来源不同,股权结构可分为国有股、法人股、个人股、外资股和内资股;根据集中度不同,股权结构可分为集中股权结构、分散股权结构和制衡股权结构;根据层级不同,股权结构可分为直接股东股权结构和间接股东股权结构,有两层级以上股东的股权结构形成金字塔股权结构。

(2) 稳定定义

从哲学角度看,稳定是一种暂时的相对静止状态,是特殊的运动,而不稳定是永恒的,稳定只是不稳定的一种特殊形式。从博弈论角度看,稳定是一种博弈均衡状态,可能是势均力敌的均衡,也可能是部分参与者占优的均衡。

(3) 股权结构稳定定义

根据股权结构和稳定的定义,股权结构稳定的定义涉及国有股、法人股、个人股等各类股权的稳定,涉及集中股权结构、分散股权结构、制衡股权结构的稳定,也涉及直接股东股权结构和金字塔股权结构的稳定。股权结构稳定性可表现在股份制企业股权流动状况方面,股权流动状况可以股权换手率为基础分析表示,上市公司则可以股票换手率为基础分析表示。以上市公司为研究对象,股权稳定性可以股票实际换手率向股票期望换手率的逼近程度表示,逼近程度越高越稳定,越低越不稳定。股权结构稳定性是股权结构的一种特性,这种特性可表现为在一定压力条件下,股权流动性不仅没有因压力产生的恐慌而增加,反而下降。以股权集中度和股权



制衡度为要素构建股权结构稳定性指标,设定一种压力条件,结合股票换手率,如果在该压力条件下,股票换手率不仅没有上升,反而下降,则表明股权结构具有稳定性。无论直接股东还是间接股东,股权结构稳定的实质是股份制企业股东间实现了博弈均衡,这种均衡可能是占优均衡,也可能是纳什均衡,无论哪种均衡,其均衡条件应为股东价值最大化,在上市公司则意味着公司价值最大化。稳定的股权结构应是能使公司价值最大化的股权结构,稳定的股权结构应追求构成直接股东股权结构的各类股权配置优化以及金字塔股权结构的终极所有权、控制权和两权分离度的优化。

(4) 国有资本收益定义

国有资本是国家投入到国有独资公司及国有控参股公司的资本。国有资本收益是国有独资和控参股公司的国有股权在投资运营过程中分配的收益。国有资本收益分配分两个层次,一个层次是投资和被投资企业间国有股权收益分配,另一个层次是纳入国家国有资本收益经营预算范围的国有企业与国家间的国有资本收益分配。本书研究对象是国有企业,研究样本是中国沪深两市A股上市公司,聚焦于国有控股上市公司,本书国有资本收益主要研究了国有控股上市公司股利分配,特别是现金股利分配,此外还讨论了与国有资本收益经营预算直接挂钩的国有资本收益上缴比例问题。所以,在后续的股权结构、金字塔股权结构、股权结构稳定性与国有资本收益关系实证研究章节中,采用了国有控股上市公司的现金股利作为国有资本收益的替代变量,表现为股权集中度、现金流权、股权结构稳定性在其他一些因素影响下与现金股利的关系实证研究。

1.2.2 范围界定

股权结构是股权资本结构,但股权资本结构并不是孤立存在的,直接受股份制企业整体资本结构的影响,研究各类股权配置优化的同时,有必要研究债务融资结构(广义资本结构,以下称资本结构)优化配置问题。股东间实现博弈均衡的一个重要条件是股东股权收益的合理保障,这涉及

股利分配优化问题。股权结构优化、资本结构优化和股利分配优化势必要求对公司内部权力起合理配置作用的公司治理优化，而公司内部治理优化势必要求与之紧密相关的公司外部治理优化。

由于研究对象是国有企业，所以研究范围界定在国有企业改革和发展背景之下的，针对国有企业股权结构、收益分配以及与之紧密相关的内外部治理突出问题，探索了解决这些问题的定性定量对策。实证分析方面研究了股权结构、金字塔股权结构、股权结构稳定性与国有资本收益的相关关系，研究了使公司价值最大化的资本结构、股权结构、金字塔股权结构和股利分配的相关指标优化区间问题，指标优化区间问题研究了资产负债率、国有股权比例、终极所有权、现金流权、两权分离度和现金股利支付率的优化区间。

1.3 问题和意义

1.3.1 问题

从1978年至今，我国国有企业改革历经扩权让利、承包经营责任制、建立现代企业制度、建立和完善国有资产监管体制以及全面深化改革阶段。通过改革，国有企业状况得以改善，经营活力日益增强，经济效益不断提升，但仍存在一些需要解决的问题。

（1）资本规模庞大，资本回报率较低

2015年12月底，全国国有及国有控股企业资产总额119.21万亿元，净资产40.14万亿元，负债率为66.33%，1—12月，实现利润2.3万亿元，资本回报率为5.73%。同期规模以上工业企业中国有控股企业实现利润1.09万亿元，同比下降21.9%；股份制企业实现利润4.3万亿元，下降1.7%；私营企业实现利润2.32万亿元，增长3.7%。

（2）资本分布广泛，大而全，小而全

国有资本宏观结构特征为，大而全、小而全，重点不突出，配置错位。



国有资本散布于公共服务、国家安全、国民经济命脉、战略性和竞争领域，无处不在。追求利润最大化的竞争性领域投资过度，追求社会效益的公共服务领域和兼顾社会效益的战略领域投资不足。中央各部门所属企业有 8288 户，大部分是中小企业，总资产 1 万亿元，净资产 0.45 万亿元。地方国有企业 9.9 万户，省、地市和县级企业户数分别为 4 万、2.2 万和 3.7 万户。地方国有企业多为中小企业，除了公共服务领域外，主要分布于建筑施工、旅游、饭店、宾馆、修理修配等完全竞争行业。

（3）国资监管机构出资和管理职能合一，影响企业独立经营自主权

国资监管机构是国有企业实际控制人。目前经营性国有资产授权经营模式主要包括两级制和三级制。两级制模式特点是国资监管机构履行股东职能，以一定方式直接参与国有企业管理，二者间不存在中间机构。三级制模式下，履行股东职能的机构和国有企业间设立国有资产经营公司，履行股东职能的机构委托国有资产经营公司对子公司履行股东权利。

两级制模式中，国资监管机构以某种方式直接参与国有企业管理，后果是政企不分，政府行政干预企业经营权，企业无法成为独立自主的市场经营主体。三级制模式，即由国资监管机构、国有资产经营公司和子公司组成的三层组织架构体系，也存在一些问题。第一，国资监管机构股东身份欠妥。国资监管机构既是股东，又是监管者，职能不清，有必要将两种职能分离。第二，国有资产管理层次更多，委托代理关系更复杂。中间层次应适当减少，充分发挥国有控股公司的作用。第三，国有资产管理政企不分问题无法根本解决。目前国有资产管理体制下，政府既是社会经济管理者，又是国有资产出资人代表，具有社会管理和国有资产管理两重职能，定位不清，导致国有资产经营公司不能成为独立自主的市场经营主体，难以有效行使企业重大经营决策权。