



上市公司股权结构与经营绩效研究

SHANGSHIGONGSIGUQUANJIEGOUYUJINGYINGJIXIAOYANJIU

何 旭 著

东北林业大学 出版社

上市公司股权结构 与 经营绩效研究

何 旭 著

东北林业大学 出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司股权结构与经营绩效研究/何旭著. —哈尔滨: 东北林业大学出版社, 2004.7

ISBN 7-81076-590-6

I. 上... II. 何... III. ①上市公司—股份制—研究—中国
②上市公司—企业管理—研究—中国 IV. F 279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 061496 号

责任编辑: 朱成秋

封面设计: 彭 宇



NEFUP

上市公司股权结构与经营绩效研究

Shangshigongsi Guquanjiiegou Yu

Jingyingjixiao Yanjiu

何 旭 著

东北林业大学出版社出版发行

(哈尔滨市和兴路 26 号)

黑龙江省教育厅印刷厂印装

开本 850×1168 1/32 印张 5.125 字数 130 千字

2004 年 7 月第 1 版 2004 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—1 000 册

ISBN 7-81076-590-6

F·150 定价: 15.00 元

摘 要

上市公司股权结构与经营绩效的研究,一直是理论界和实业界研究的热点和难点问题,不同观点交织碰撞,结论相差甚远,亟待拿出系统的研究成果。本书以我国制造业上市公司为研究对象,利用各上市公司对外公布的股权结构与经营绩效数据,旨在探明上市公司股权结构与经营绩效的关系,建立适合我国上市公司的可操作性强的股权结构与经营绩效模型,健全和完善我国上市公司股权结构与经营绩效的理论和研究方法体系。

本研究对于上市公司制定战略发展规划、优化股权结构、提高经营绩效、增强核心竞争力具有重要的现实意义;为国家政府管理部门适时制定相关政策、投资者正确选择和把握投资方向提供了理论依据;同时,对于正处于转轨经济中的国有企业的改革与发展、建立现代企业制度也将起到一定的促进作用。

本书以上市公司股权结构是否对经营绩效有显著影响为切入点,在对国内外相关研究进行文献回顾的基础上,分析了我国上市公司股权结构的现状、成因以及股东行为特征,界定了股权结构的概念,并以股份制运行机理、代理理论及现金流量财务指标相关理论为理论基础,进行了较为系统的研究。

本书以制造业 303 家上市公司为总样本,确定了 6 个股权结构变量、7 个经营绩效变量,并在经营绩效变量中首次引入了国内外尤为关注的现金流量指标——盈余现金保障倍数;将制造业各次类上市公司按资产规模和行业性质进行了划分,采用实证分析与规范分析相结合的方式,运用计量经济学建模方法——随机影响变截距平行数据法,应用 SAS 统计软件,对我国上市公司

的股权结构与经营绩效进行实证研究；创造性地建立了机械、设备、仪表次类、金属、非金属次类、医药、生物次类和食品饮料次类上市公司的股权结构与经营绩效的 12 个模型，证明了在这四个次类上市公司中股权结构对经营绩效有显著影响，同时对实证研究结果进行了较为深入的分析。

关键词：上市公司，股权结构，经营绩效

Abstract

The equity structure and corporate performance of listed companies has been being a hot topic and a difficult problem being focused by both the academic and empirical researchers, but the conclusions reached differ greatly as there exist different perspectives on this subject. Thus, it is an important problem demanding prompt solution and the systematic research results are expected to be given. This paper took the listed companies of domestic manufacturing industry as objects, through analyzing the data of equity structure and corporate performance published by the companies, to reveal the relationship between equity structure and the corporate performance for the purpose of setting up a practical model suitable for China and consummating the theory and methodology for the equity structure and corporate performance of listed companies.

This study has immediate significance for the listed companies to draw out development strategies, optimize the equity structure, raise the corporate performance, and to intensify the core competitiveness. It can provide the theoretical basis for the governmental administrations to make and adjust policies in time and for the investors to decide the investing direction. Meantime, this study can also accelerate the reform of state-owned enterprises and establishment of modern enterprise system.

Based on the review of related literature, the status and causes of equity structure of the listed companies in China and the characters of stockholder's behavior were analyzed and the concept of equity structure was defined. Whether the equity structure significantly affects corporate

performance was emphatically studied according to the operational mechanism of joint stock system, agent theory and the finance indicators of cash flow etc.

Totally 303 listed manufacture companies were chosen as samples and 6 variables of equity structure and 7 variables of corporate performance were defined. The net cash flow from operating activities/net profit', a cash flow indicator that is emphasized both at home and abroad, was first time to be treated as one of the variables for corporate performance. The listed companies of manufacturing industry were grouped according to their asset scale and industry property. The empirical study of equity structure and corporate performance were carried out through combining the empirical analysis and theoretical analysis and by using stochastic variable intercept paral data mode and SAS software package. Twelve models of the relationship between equity structure and corporate performance were creatively established for subgroups of listed companies, namely machine, metal, medicine, and food. It was demonstrated by these models that the equity structure had significant effects on the corporate performance in the 4 subgroup listed manufacture companies. In meantime, the empirical study results were further analyzied in the paper.

Key words: Listed Companies, Equity Structure, Corporate Performance

序

经济理论的发展与变化是和经济实际紧密联系的。在我国仍处于向社会主义市场经济体制深化的今天，实践在呼唤经济科学的发展和繁荣，同时实践也为经济科学的发展创造了条件。

中国的证券投资及证券市场的改革与发展是没有先例的，又没有成形的适于中国特色的市场经济的证券理论作指导，这是中国学者遇到的前所未有的挑战。他山之石，可以攻玉。随着一批西方经济理论、研究方法和成果的引进，以及一批具备现代经济、证券、会计等专业知识的高素质学者的成长，认识 and 解决中国证券领域的问题开始有了全新的视角和方法。中国证券领域的问题需要理论和实践的有机互动结合，通过借鉴和运用现代经济理论、方法和成果，势必会为中国证券的相关理论及其实践的快速发展注入新的活力和重要的推动力。

自从罗纳德·科斯《企业的性质》一文获得 1991 年诺贝尔经济学奖之后，有关公司治理结构的研究便在国内渐成燎原之势。由于正值中国国有企业改革进入建立现代企业制度的新阶段，公司治理结构理论可谓恰逢其时，其现实意义更加凸现。一时间，理论界言必称产权，言必称内部人控制，与公司治理结构有关的词汇一时成为热点。但经过短暂的一段时间后，人们开始冷静

思考,发现公司治理问题并不像当初预想的那样简单,它是十分复杂的,其中很多问题需要仔细研究和探索。公司治理结构的改进就是一个无法回避的而又是十分重要的问题,是关系到证券市场乃至中国整个经济体制改革以及资本市场发展的一个非常重要的内容,而上市公司经营绩效反映了上市公司的经营成果,优良的经营绩效又是证券市场健康发展的基石。公司经营绩效是衡量股权结构是否合理的一个重要指标。上市公司的经营绩效仿佛昙花一现,经不住时间的考验,出现了“一年红火、二年平淡、三年亏损、四年重组”的现象,其原因是多方面的,但不可否认其中一个重要原因就是我国上市公司的股权结构不合理,而且目前我国上市公司尚无成型的、可操作性强的、能够科学检验上市公司股权结构合理性的理论和措施。

如何合理考证和揭示上市公司的股权结构对经营绩效的影响,解决国家股一股独大的局面,则是改善公司治理结构的首要努力方向。作者正是抓住了这一主题,结合有关理论,对国内外上市公司股权结构的现状,我国上市公司股权结构的特点及其成因,以及各类股东的行为特征和我国上市公司经营绩效现状,尝试性地作出合理的分析。股权结构与经营绩效这一部分通过运用大量统计数字,选择了科学先进的方法,首先分析我国上市公司股权的特点,然后考察股权结构与上市公司经营绩效的关系,最后通过对不同的股东行为特征以及行业次类公司的特点的分析,解释上市公司的股权结构是如

何影响其经营绩效。

上市公司股权结构与经营绩效的研究是我国企业改革最亮丽的一道风景线，一直是理论界和实业界研究的热点和难点问题，不同观点交织碰撞，结论相差甚远，尚未得出系统的研究成果。作者以我国制造业上市公司为研究对象，以上市公司股权结构是否对经营绩效有显著影响为切入点，以制造业 303 家上市公司为总样本，确定了 6 个股权结构变量、7 个经营绩效变量，利用各上市公司对外公布的股权结构与经营绩效数据，揭示上市公司股权结构与经营绩效的关系，构建适合我国上市公司的股权结构对经营绩效影响关系模型，完善了我国上市公司股权结构与经营绩效的理论和研究方法。

本书立意高远，切入点准确。①经营绩效变量选择精练全面，体现了盈利能力、偿债能力、成长能力、股本扩张能力和获取现金能力五个方面的能力，尤为可贵的是作者大胆地尝试了反映获取现金能力时引入了国内外尤为关注的现金流量指标；②作者在对制造业各次类上市公司的研究中，将资产规模和行业性质作为划分的依据进行研究，采用实证分析与规范分析相结合的方式，运用计量经济学建模方法——随机影响变截距平行数据的方法，应用 SAS 统计软件，对我国上市公司的股权结构与经营绩效进行实证研究。着眼点科学和可行，科学地揭示了机械、设备、仪表次类，金属、非金属次类，医药、生物制品次类和食品、饮料次类上市公司的股权结构与经营绩效的内在规律，证明了在这四个次类

上市公司中股权结构对经营绩效有显著影响，同时对实证研究结果进行了较为深入的、全面的分析。

本书的出版意义深远。对上市公司制定战略发展规划、优化股权结构、提高经营绩效、增强核心竞争力具有重要的现实意义；为国家政府管理部门适时制定相关政策、投资者正确选择和把握投资方向提供了理论依据；同时，对于正处于转轨经济中的国有企业的改革与发展、建立现代企业制度也将起到一定的促进作用。

这是一本有关上市公司股权结构与经营绩效研究理论性和实践性都很强的学术著作。作为本书的第一读者，我愿把这本书推荐给广大读者。无论是初步涉足本研究领域的研究生，还是企业界的高管工作者，尤其是从事证券工作的学者和企业管理者，这都是一本难得的优秀学术著作。

感谢作者盛情邀请代为本书作序。借本书付梓之际，谨向这位勤勉的优秀青年作者表示祝贺，同时祝愿中国证券事业兴旺发达。

我希望作者本着“学海无涯，学无止境”的科学精神，再接再厉，继续探索，不断推新，为丰富中国上市公司股权结构与经营绩效的理论和实践做出更多贡献。

惠晓峰

2004年6月

目 录

1 绪 论	(1)
1.1 研究背景、意义和目的	(1)
1.2 国外相关研究现状	(4)
1.3 国内相关研究现状	(16)
1.4 研究思路、内容和方法	(23)
2 上市公司股权结构与经营绩效研究的相关理论 分析	(29)
2.1 股权结构概念的界定	(29)
2.2 股份制的运行机理分析	(32)
2.3 股权结构与委托代理理论	(34)
2.4 现金流量财务比率相关理论	(43)
3 上市公司股权结构与经营绩效的现状分析	(47)
3.1 国外上市公司股权结构的现状分析	(47)
3.2 我国上市公司股权结构的现状分析	(53)
3.3 我国上市公司经营绩效的变化趋势与剖析	(67)
4 上市公司股权结构与经营绩效研究的方法设计	(77)
4.1 上市公司股权结构与经营绩效研究的统计方法	(77)
4.2 上市公司股权结构与经营绩效研究的样本选择	(80)
4.3 上市公司股权结构与经营绩效研究的变量确定	(84)
5 上市公司股权结构与经营绩效研究的实证 分析	(93)
5.1 机械、设备、仪表次类上市公司股权结构与经营绩效 研究的实证分析	(93)
5.2 金属、非金属次类上市公司股权结构与经营绩效 研究的实证分析	(109)

5.3 医药、生物制品次类上市公司股权结构与经营绩效 研究的实证分析	(121)
5.4 食品、饮料次类上市公司股权结构与经营绩效 研究的实证分析	(129)
6 结 论	(141)
参考文献	(145)
后 记	(151)

1 绪 论

1.1 研究背景、意义和目的

1.1.1 研究背景

世界上第一家证券交易所是 1773 年在英国伦敦成立的, 至今, 证券市场和上市公司的发展历程已有 230 余年的历史, 为各国的经济发展和繁荣做出了重大的贡献。我国第一家证券交易所是 1990 年在上海成立的, 虽然我国证券市场起步较晚, 仅有 14 个年头, 但近年来发展十分迅速, 截至 2004 年 1 月底, 沪深两市发行上市公司已达到 1 290 家, 募集资金 6 000 多亿元。

目前, 在我国上市公司中 95% 左右是国有企业, 其中非流通的国家股和法人股持股比例约占总股本的 75%。这种人为分割的畸形股权结构是我国企业在建立现代企业制度过程中形成的历史遗留产物。在国内股票市场发展初期, 为了使转制的国有企业既能发挥股份制

的优势，又不削弱国家的主导作用，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就成了当时必然的选择。但随着上市公司证券市场的不断发展，流通股股东队伍日益壮大，这种在特定的历史和法律背景下所形成的股权结构所具有的缺陷日渐明显，以此为基础的公司治理机制已经不能适应生产力发展的新要求。国有股东对公司的控制在经济上趋于超弱控制，而在行政上则是超强控制，这必然导致代理人的经理行为表现为机会主义和经济上的道德风险，不利于真正发挥股份制公司的制度优势，不能有效实现证券市场资源配置的功能，有可能导致股东利益受到损失，公司的长远发展受到威胁。

最近，国家证监会领导指出，公司治理结构的改进是中国整个经济体制改革及资本市场发展的一个非常重要的内容。著名经济学家吴敬琏认为，如何合理安排上市公司的股权结构、解决国家股“一股独大”的局面是改善公司治理结构的首要努力方向。可见，对我国上市公司现有股权结构进行改革是大势所趋。那么，从何种角度、使用何种方法来研究上市公司股权结构对经营绩效是否存在影响以及影响程度如何，是急需解决的重要问题。

1.1.2 研究意义

我国证券市场经过多年发展，在社会主义市场经济建设中发挥着越来越积极的作用。一方面，为国民经济建设筹集了大量资金，促进了国民经济的发展；另一方

面，推进了国有企业改革，转换了企业经营机制，同时对调整整个社会的产业结构、优化资源配置也起到了重要的作用。十多年的迅猛扩展，我国上市公司已经具有相当规模，截至 2003 年 3 月底，上市公司市价总值 42 729.13 亿元，流通市值 13 807.44 亿元；股票发行总股本由 1992 年的 73.5 亿股发展到 5 942.72 亿股，增加了 80 倍之多。2003 年 3 月底，沪深两市的上市公司已高达 1 238 家，是 1992 年 54 家的 23 倍之多。有理由相信，上市公司的经营能力与改制前的国有企业和民营企业相比，有较大的提高。曾经出现一大批经营绩效优良的上市公司，但是许多这样的公司却是昙花一现，经不住时间的考验，出现了“一年红火，二年平淡，三年亏损，四年重组”的现象。

上市公司经营绩效反映了上市公司的经营成果，优良的经营绩效是证券市场健康发展的基石。只有完善的公司治理结构才能保证上市公司经营绩效的优良，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绩效。公司经营绩效是衡量股权结构是否合理的一个重要指标。导致上市公司的经营绩效出现整体滑坡的原因是多方面的，其中一个重要原因就是我国上市公司的股权结构不合理，而且目前我国上市公司尚无成型的、可操作性强的、能够科学检验上市公司股权结构合理性的理论和措施。

因此，本书以制造业上市公司为样本，通过对我国上市公司股权结构与经营绩效的实证分析，建立适合我

国的、具有可操作性的、股权结构与经营绩效关系模型，这对于上市公司制定战略发展规划、优化股权结构、提高经营绩效、增强核心竞争力具有重要的现实意义；为国家政府管理部门适时制定相关政策、投资者正确选择和把握投资方向提供了理论依据；同时对于正处于转轨经济中的国有企业的改革与发展、建立现代企业制度也将起到一定的促进作用。

本书的实证研究成果经实践检验后将会具有广泛的应用前景，对健全和完善我国上市公司股权结构与经营绩效理论体系和研究方法将提供有益的参考。

1.1.3 研究目的

本书以我国上市公司为研究对象，以 1997 年年底以前上市的制造业公司为研究样本，运用描述性统计、平行数据分析、相关分析等统计方法，采用反映上市公司股权结构与经营绩效的多个变量，利用各上市公司对外公布的股权数据和已经审计的财务报表数据，探明上市公司股权结构与经营绩效的关系，建立适合我国的、可操作性强的上市公司的股权结构与经营绩效关系模型，健全和完善我国上市公司股权结构与经营绩效理论和研究方法体系。

1.2 国外相关研究现状

股权结构，通常也称为“所有权结构”，是指公司股权类型及比例配置的结构。近些年来，关于股权结