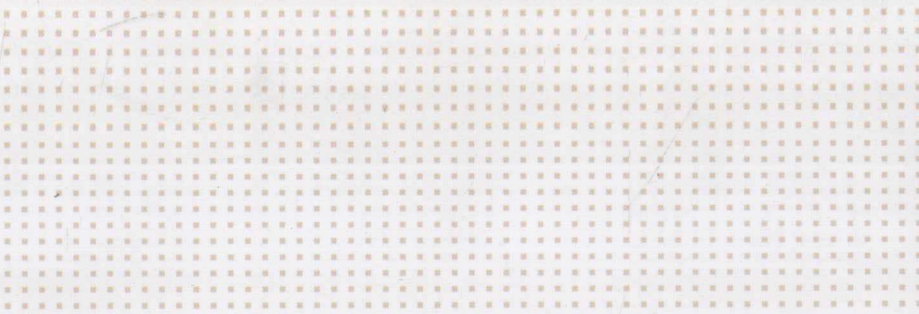




股权结构与公司价值的 关系研究

基于中小企业板市场的经验数据

汤志强 著



中国社会科学出版社

股权结构与公司价值的 关系研究

基于中小企业板市场的经验数据

汤志强 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构与公司价值的关系研究：基于中小企业板市场的经验数据/汤志强著. —北京：中国社会科学出版社，2011.8
ISBN 978-7-5161-0135-3

I. ①股… II. ①汤… III. ①股权结构—关系—上市公司—资产价值—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 188503 号

责任编辑 胡 兰

责任校对 王俊超

封面设计 大鹏工作室

技术编辑 李 建

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010-84029450 (邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京君升印刷有限公司 装 订 广增装订厂

版 次 2011 年 8 月第 1 版 印 次 2011 年 8 月第 1 次印刷

开 本 880×1230 1/32

印 张 8.25 插 页 2

字 数 250 千字

定 价 28.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 研究背景.....	(1)
第二节 研究意义.....	(3)
第三节 研究方法.....	(5)
第四节 本书的结构.....	(6)
第二章 股权、治理、资本结构与公司价值的研究综述	(8)
第一节 股权结构与公司治理机制研究的文献综述.....	(8)
第二节 股权结构、董事会结构对高级管理人员薪酬影响的 文献综述	(10)
第三节 股权结构、公司治理与公司价值关系研究的 文献综述	(14)
第四节 EVA 与公司价值.....	(26)
第三章 相关理论分析	(32)
第一节 公司价值的概念	(32)
第二节 公司价值观念	(33)
第三节 公司价值理论	(37)

第四章 中小企业板市场股权结构与公司治理实证

分析	(51)
第一节 中小企业板市场股权结构描述性分析	(53)
第二节 股权结构与董事会治理	(60)

第五章 股权结构、董事会结构与高级管理人员薪酬的

实证研究	(97)
第一节 股权结构、董事会结构与高级管理人员薪酬的 理论分析与假设	(97)
第二节 股权结构、董事会治理与高级管理人员薪酬研 究的变量与模型	(111)
第三节 股权结构、董事会结构与高级管理人员薪酬研 究的实证结论	(112)

第六章 股权结构、公司治理与公司价值的实证研究

第一节 公司价值指标	(129)
第二节 股权结构、公司治理与公司价值的理论 分析和假设	(131)
第三节 股权结构、公司治理与公司价值的变量 与模型设计	(179)
第四节 股权结构、公司治理与公司价值研究的 实证结论	(181)

第七章 基于 EVA 的股权结构与公司价值的

实证研究	(184)
第一节 EVA 的优势与不足	(185)
第二节 EVA 与公司价值	(191)

第三节	EVA 的计量	(198)
第四节	基于 EVA 的股权结构与上市公司价值的 实证研究.....	(207)
第八章	结论.....	(213)
参考文献		(221)

第一章

导 论

第一节 研究背景

公司价值作为一个概念，早在 20 世纪 50 年代中期在国外就被明确提了出来，随着现代经济和财务管理理论的发展，公司价值的观念已经深入人心。公司的一切活动都是围绕价值创造进行的，从公司战略开始到融资、投资、公司治理等一切都是为了公司价值增值。以公司价值为基础的管理已经成为西方企业界的一种新的企业管理模式，从而使公司管理进入到以价值为基础、以价值最大化为目标的价值管理时代。作为影响公司价值的主要因素，资本结构、公司治理、公司战略无疑对公司价值有着重大的影响，众多学者进行了深入的研究，从而形成一系列有实践指导意义的理论。20 世纪 70—80 年代，关于公司治理问题的研究首先在美国兴起，进入 20 世纪 90 年代后，公司治理日益受到国际社会的关注，终于形成了延续至今的跨世纪公司治理的全球热潮。英国、美国、日本、法国、加拿大、韩国、荷兰等也都制定了公司治理原则或准则。世界银行和经济合作与发展组织还合作举办了定期性的公司治理会议，并形成很多有价值的公司治理理论。中国对公司治理问题的关注和研究始于 20 世纪 90 年代中

期,公司治理的理论与分析方法开始传播。张维迎、吴敬琏、林毅夫、孙永祥、李维安、魏刚、张红军、许小年等众多学者提出了大量的独到见解,为中国公司治理理论作出了不可磨灭的贡献。2005年,中国资本市场出现了重大变化,中国证券市场监管层出台了股权分置改革的方案,推出中小企业板市场,其非流通股比例大幅度降低,并成功地解决了股权分置这一制约中国资本市场稳定、健康发展的基础性制度缺陷。在股权分置改革前,中国资本市场存在严重的缺陷:

1. 大量股份不流通

非流通股的规模较大、比重高是股权分置改革前中国上市公司股权结构的一大特色。岳云霞(2005)的研究发现,1994—2003年,非流通股在上市公司股本总额中的平均份额达到了63.73%,直至2005年年底,中国上市公司非流通股在总股本中的平均比例依然高达60.59%。相比而言,尽管流通股在总股本中的平均比重由1994年的35.02%上升到2005年的39.41%,它仍处于相对弱势地位。

2. 股权高度集中

2005年前,上市公司控股股东性质单一,大部分为国有控股股东,存在国有股“一股独大”的现象,2002—2005年中国上市公司第一大股东持股比例的均值分别为43.62%、42.96%、41.84%和40.48%。同时,股权结构多数是由国家股、法人股和社会公众股三部分组成,其中占总股本大部分的国家股和法人股不能流通,国有股权在非流通股及总股本中占有绝对的优势。

3. 管理层持股比例极低

股权分置改革前,中国上市公司管理层持股比例普遍偏低,多数属于职工福利性质,管理层几乎不能获得公司剩余价值分配

收益，其大部分收益来源于控制权收益，管理层持股难以发挥其应有的治理效果。

股权分置改革后，中国资本市场有了显著性变化，尤其是中小企板上市公司，流通股比例大幅度上升，第一大股东“一股独大”的现象有所缓解，控股股东性质多样化，管理层持股比例大幅度增加，极大地克服了股权分置前的制度缺陷。在新的情况下，以前特定背景下关于公司治理的结论有待于进行新的验证。

第二节 研究意义

上市公司价值研究是当前中国学术界开展研究的重要学术领域，伴随着中国经济全面市场化进程，中国上市公司价值研究还处于起步阶段，其中有待探索的研究内容很多。本书在一个综合分析框架下，结合 MM 理论、财务危机与均衡理论、委托代理理论、不对称信息理论、现代管家理论、控制权市场理论、超产权理论，从理论上说明公司股权结构影响公司价值的机理，这对于丰富公司价值研究有一定的理论意义。

股权结构是指公司股权比例配置的结构，股权所有者根据他们持有的股份比例，对公司具有一定控制权。因此，公司的股权结构分布直接决定了公司控制权在不同股东之间的分配。不同股东因在公司所拥有股权的不同决定了在公司内部话语权的差异，并形成不同的公司治理制度，进而影响公司绩效。因此，股权结构才是决定公司绩效乃至公司价值的物质基础。前人关于公司价值的影响因素研究，主要集中在资本结构（一般指负债结构）、公司治理以及公司战略上，却忽略了一个重要的现实，那就是股权结构的基础作用。本书对于上市公司股权结构与公司价值的关系研究无疑会弥补关于公司价值研究的不足。

中国股权分置改革后，极大地克服了中国上市公司股权分置前的制度缺陷，而之前关于上市公司治理结构与公司绩效、公司价值的关系研究，都是基于中国股权分置改革前的上市公司的基本情况，用改革前的理论研究结论去指导改革后的变动极大的中国上市公司，无疑存在巨大的风险与不足。本书对中小企业板的研究，不但对公司治理、资本结构与公司绩效、公司价值的关系进行了研究，找出中国上市公司治理机制中存在的问题，还对股权结构如何影响公司治理、资本结构等关系进行了研究，无论在丰富和完善公司治理结构、资本结构理论研究方面，还是在实践上完善公司治理结构，改善中国上市公司的资本结构，提高企业经济效益，进而提升公司价值，促进中国资本市场发展方面都具有重要的现实意义。

本书对代表公司价值包括经济增加值（Economic Value Added, EVA，也叫经济附加值）在内的指标进行分析与研究，更全面、更深入地对公司价值进行了研究与分析。传统会计指标存在各种各样无法克服的缺陷，用传统会计指标体现公司价值存在很大的片面性，有时片面地追求单一传统会计指标往往会付出更多的代价，损害公司的长远发展；使用单一传统会计指标来评价公司价值也无法避免盈余管理，导致虚假信息，不利于股东、政府、大众投资者的投资与管理。2010年，国务院国资委新修订的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》增加了一个全新的业绩考核指标——EVA，以其替代净资产收益率指标。EVA在一定程度上解决了传统会计指标存在的问题，用EVA解释公司价值，剔除了传统会计失真的影响，为基于公司价值的财务管理战略提供了真实的信息；使用EVA指标，也体现了一种新的公司价值观，使经理层与股东利益趋于一致，与公司价值最大化目标一致；EVA不鼓励公司以牺牲长期利益为代价换取短期收

益，注重公司长期的可持续发展。本书以 EVA 代表公司价值进行研究，得到比传统会计指标研究更真实、更有价值的结论。

第三节 研究方法

本书以中小企业板上市公司作为研究对象，在前人的研究成果及公司价值理论与实践的基础上，主要采取如下研究方法。

1. 定性和定量分析相结合的研究方法

本书通过充分阅读国内外大量文献，借鉴国内外最新研究成果和前沿理论，在充分把握丰富的文献基础上，从分析股权结构与治理机制，股权结构与资本结构，股权结构、治理结构、资本结构与公司价值的相互关系入手，采用理论与实证相结合的方法，对公司绩效、公司价值进行深入的分析与研究，并提出相应的理论见解。本书收集了大量的数据资料，从股权结构、资本结构、管理层持股、董事会和监事会治理、管理层薪酬、公司绩效等方面，采用大量图表进行描述性归类统计和假设检验，对研究对象有充分、详细的把握。定量分析以中国中小企业板上市公司数据为基础，运用 SPSS16 与 STATA10.0 统计软件，通过相关性分析、变量分析、均值 T 检验方法、参数分析、多元回归分析逐步回归法、Probit 模型分析，对股权结构与治理机制、资本结构，股权结构、治理结构、资本结构与公司价值的相互关系进行了实证检验，并得出有益的结论和见解，为优化上市公司治理机制、资本结构，提高公司价值提供了依据。

2. 对比分析方法

本书大量采用比较分析与综合分析方法，在理论分析时，对有关股权结构、资本结构、公司绩效、公司价值理论进行了多方面的对比与论述。在描述性统计方面，对股权结构、治理结构、

资本结构进行大量的纵向和横向比较。在实证研究上，采用了比较分析与综合分析相结合的方法，分别对各种股权结构变量、公司治理变量、资本结构变量与多种公司价值指标的依存关系进行了科学性分析。

3. 在本书各部分的研究中，都通过以下步骤进行研究：文献综述——理论分析和研究假设——变量选择和样本数据说明——实证检验——结论，进一步的分析及启示，并得出有价值的成果。

第四节 本书的结构

公司财务管理的最终目的是为了增加公司价值，为此需要研究价值相关因素对于公司价值的影响及作用。传统财务管理一般研究公司治理对于公司绩效、公司价值的作用，而本书则从公司价值的基础——股权结构开始，研究其对于公司治理、资本结构的作用，然后研究股权结构、公司治理以及资本结构对于公司价值的综合作用，从而得出对于公司价值更为全面、系统的结论。本书结构如图 1—1 所示。

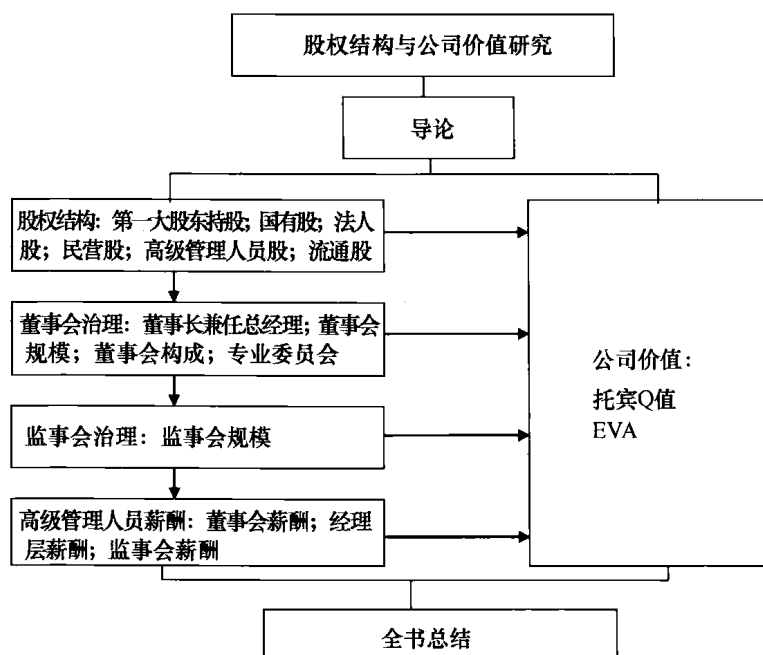


图 1—1 本书结构

第二章

股权、治理、资本结构与公司 价值的研究综述

股权结构是上市公司运营的基础，不同的股权结构形成不同的公司管理层持股情况，它是上市公司治理的基础，极大地影响了公司的董事会治理与资本结构，进而综合地作用于上市公司，决定了公司价值。本书的研究对象为公司价值，为了更全面地反映公司价值，以托宾 Q 值、EVA 指标为被解释变量，从各个侧面对公司价值进行分析。关于股权结构与公司治理机制问题的研究，国外文献研究成果颇为丰富，其主要内容为股权结构与董事会治理的研究。

第一节 股权结构与公司治理机制研究的文献综述

一 股权结构与两职兼任

股权结构对董事会的影响首先体现在董事长与总经理兼任上。国内外对于两职兼任有较多的研究。施莱费尔和维什尼、德姆塞茨和莱恩（Shleifer and Vishny, 1986; Demsetz and Lehn, 1985）研究发现：在股权集中的公司中，大股东对董事会

独立性的要求相对较低，也相应地降低了对董事长与总经理两职分离的需求。丹尼斯和沙林、博伊德、叶尔马克、马克和李 (Denis and Sarin, 1999; Boyd, 1995; Yermack, 1996; Mark and Li, 2001) 的研究表明，大公司更倾向采取董事长与总经理两职合一的安排。吴淑琨 (2002) 研究发现，国有股比例与两职状态呈正相关。

二 股权结构与董事会规模

克莱森斯·詹科夫和兰 (Claessens Djankov and Lang, 2000) 研究发现，控股股东往往需要操纵董事会而保持一个尽量小规模独立董事。徐、王 (Xu and Wang, 1999) 认为国有股与董事会规模正相关，而岳云霞 (2005) 的研究发现国有股比例与董事会规模间存在显著的倒 U 形曲线关系。米恩斯、莫伊布洛克 (Means, 1932; Meulbroek, 1992)、许小年等 (1999)、王辉 (2005) 都认为流通股比例对公司治理并无影响，其比例与董事会规模无关。叶尔马克 (1996)，丹尼斯和沙林 (1999)，莱恩、帕特洛和赵 (Lehn, Patro and Zhao, 2004) 的研究发现董事会规模与公司规模正相关。

三 股权结构与独立董事

关于股权结构与独立董事关系的文献并不多。马克和李 (2001) 的研究发现：政府控股的企业倾向于聘用较少的独立董事，管理层拥有较多股份的公司，倾向于一个由较少的独立董事组成的董事会。首席执行官 (CEO) 的持股比例增加时，外部董事的比例则减少。邹风 (2006) 的研究结果表明，国家控股的公司和第一大股东股权比例越高的公司越倾向于委派更多的内部董事。李 (1994) 的研究发现：股权集中度与上市公司董事会中

外部董事的比例负相关。博伊德（1990）研究发现，公司所处的外部环境越不稳定，董事会越倾向于引入资源丰富的外部董事。卡本特和韦斯特法尔（Carpenter and Westphal, 2001）认为，参与公司战略的外部董事有利于公司的决策过程。米兹鲁茨和斯特恩斯（Mizruchi and Stearns, 1994）则认为，公司董事会中的外部董事如果在外部还担任职务有利于公司借贷。豪恩席尔德和贝克曼（Haunschild and Beckman, 1998）认为外部董事可以获得外部信息。古拉蒂和韦斯特法尔（Gulati and Westphal, 1999）则认为外部董事可以帮助公司建立联盟。由以上文献可以得出，对于缺乏人才、资源、资本的民营上市公司而言，应当采用更多的独立董事。

第二节 股权结构、董事会结构对高级管理人员薪酬影响的文献综述

一 股权结构与高级管理人员薪酬

1. 股权集中度与高级管理人员薪酬

道格拉斯和桑泰尔（Douglas and Santerre, 1990）的研究结果显示，所有权集中程度与经理薪酬负相关。汉布里克和芬克尔斯坦（Hambrick and Finkelstein, 1995）的研究发现，拥有外部大股东（持有公司 5%或以上股票）的公司支付给 CEO 们的薪酬水平要低于没有重要外部股东的公司。詹姆斯·J. 科代罗、拉贾拉姆·韦利亚（James J. Cordeiro, Rajaram Veliyath, 2003）的实证研究表明，持有公司 5%以上优先股的大股东的数量与 CEO 现金薪酬负相关。李豫湘等（2004）的研究也证实了第一大股东持股比例与高级管理人员层报酬负相关的结论。

2. 国有股与高级管理人员薪酬

潘飞、石美娟、童卫华（2006），吕长江（2008）通过对中国资本市场的研究发现，国有控股上市公司容易出现高级管理人员自己给自己制定报酬、考核业绩的现象。但张俊瑞等（2003）的研究发现，高级管理人员年度薪金报酬与国有股比例存在较弱的负相关关系。周立（2003）、陈爽英和唐小我（2005）在研究中也得出了国有股比例与经理人年度报酬负相关的结论。

3. 民营企业、流通股与高级管理人员薪酬

施莱费尔和维什尼（1997）根据掠夺理论得出：在家族类企业中，来自家族的高级管理人员可能利用其对公司的控制地位提高其薪酬水平，很隐蔽地侵吞公司资产。豪德尼斯（Holderness）、芬克尔斯坦和博伊德（1998）等的研究结论也基本相同。陈爽英、唐小我（2005）研究发现，流通股比例与上市公司高级管理人员年度报酬不相关。

二 董事会结构与高级管理人员薪酬

1. 管理者权力与高级管理人员薪酬

一般认为，管理者权力越大，自定高薪的能力越强。克里斯特尔（Crystal，1991）较早认识到最优激励契约理论存在的问题，提出 CEO 可以采取与董事会合谋或者其他防卫措施，通过管理权力来获得操纵薪酬的能力，从而自定薪酬。斯里德哈兰和弗马夫（Sridharan and Vmav，1996）认为，经理对董事的影响力越大，他们的工资和奖金水平就越高。别布丘克和弗里德（Bebchuk and Fried，2004）提出高级管理人员薪酬是高级管理人员自定的管理权力理论，高级管理人员权力越大，其进行自定薪酬能力越强。程（Cheng，2005）研究发现：在美国市场上，高级管理人员薪酬与盈利业绩的敏感度更高，而与亏损业绩的敏