



上市公司价值创造能力

——基于公司治理与资本结构视角

阮素梅/著



科学出版社

上市公司价值创造能力

——基于公司治理与资本结构视角

阮素梅 著

安徽省高等学校产业转移与创新发展研究中心、国家自然科学基金项目(71403001)以及安徽财经大学组织社会评价与公司治理学科特区资助出版

科学出版社

北 京

内 容 简 介

近年来,我国上市公司在快速发展的同时,日益暴露出公司经营业绩下滑、治理效率低下、资本结构不合理、主营业务衰退、市场表现不佳等一系列问题,对我国上市公司价值创造能力和可持续发展造成了严重的影响。本书重点关注公司治理与资本结构因素对上市公司价值创造力的独立效应与综合影响。本书系统阐述了公司治理、资本结构与公司价值之间的相关理论基础,深入分析了股权结构、资本结构等与公司价值创造能力之间的作用机理,应用统计判定等分析方法寻找影响上市公司价值创造能力的关键因素以及影响因素之间的关联关系;构建结构方程模型,建立了上市公司价值创造能力影响因素的综合分析框架。

本书可供经管类专业的相关研究人员阅读,也可作为经管类专业本科生和研究生学习的参考资料。

图书在版编目(CIP)数据

上市公司价值创造能力:基于公司治理与资本结构视角/阮素梅著.

—北京:科学出版社,2014

ISBN 978-7-03-041296-6

I. ①上… II. ①阮… III. ①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(2014)第 140253 号

责任编辑:刘晓宇 马 跃 / 责任校对:张怡君

责任印制:李 利 / 封面设计:无极书装

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

文林印务有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2015 年 1 月第 一 版 开本:720×1000 1/32

2015 年 1 月第一次印刷 印张:9 3/4

字数:197 000

定价:58.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

序

公司的价值创造能力与它的技术创新能力、市场营销能力和资本运作能力等密切相关，而公司治理与资本结构直接影响着公司的决策能力，进而影响到公司的价值创造能力。阮素梅博士在她的这部著作中从公司治理与资本结构的视角比较深入地研究了上市公司的价值创造能力，取得了一些既有理论意义又有实践价值的研究成果。

2014年，习近平总书记在中国科学院第十七次院士大会、中国工程院第十二次院士大会上的讲话中指出：“进入21世纪以来，新一轮科技革命和产业变革正在孕育兴起，全球科技创新呈现出新的发展态势和特征。”学科交叉融合加速，新兴信息技术广泛渗透，带动了几乎所有领域发生了以绿色、智能、泛在为特征的群体性技术革命。互联网尤其是移动互联网已经成为现代产业创新不可或缺的组成部分，极其深刻地影响着产业的发展战略和经营策略。大数据是一类能够反映物质世界和精神世界的运动状态与状态变化的信息资源，它具有决策有用性，对客户需求洞察、产品协同设计、精准市场营销等方面能够提供高效的决策支持。在激烈的国际竞争中，互联网和大数据技术自身必将进一步快速发展，同时也一定会更加有力地推动农业、制造业、商业、金融业等产业的持续创新，并能催生新的产业形态，从而能够从根本上提升企业的价值创造能力。

互联网与大数据技术的快速发展给传统农业带来了蓬勃生机。在农业生产技术方面，互联网与大数据技术应用到农业生产过程中，能够提升环境监测、生命感知、病虫害监控防治的现代化水平，改变传统农业的作业方式，提高农业资源的调配效率。在农产品营销方面，互联网与大数据技术的应用促进了农产品的电子商务化流通，从而有利于建立可追溯的农产品供应链系统和农产品质量保证体系，有利于挖掘更为精准的农业信息，有利于提高农产品生产和营销的精确度。在农业经营模式方面，互联网与大数据技术应用到农业产业化过程中，通过发展定制农业、精细农业和电商农业，推动传统农业的模式创新，提高农产品附加值，延伸涉农产业的价值链，促进实现农业现代化。

互联网与大数据技术的高速发展为制造业的转型升级提供了十分难得的历史性机遇。在产品技术方面，互联网与大数据技术不断融入到产品中，能够增加产品的技术含量，提高产品的智能化水平，提升产品的使用效能，拓展产品的应用范围。在产品研发和制造方面，互联网与大数据技术深度渗透到产品的研发和生产过程中，能够提高产品的质量，缩短产品的制造周期，降低产品的制造成本，

减少产品的制造过程风险。在制造模式变革方面，互联网与大数据技术广泛应用到制造全生命周期过程中，使制造业能够更快地发现市场需求，更好地在全球范围内组织制造资源，极大地促进制造业向服务化和全球化转变，显著提高制造业的绿色化和高端化水平。

互联网和大数据技术极大地促进了商业创新。在市场机制方面，通过互联网交易平台实现了非面对面交易，让用户参与到对产品、服务等效果的评价，使客户得到更好的服务。在渠道管理方面，互联网和大数据环境使信息发布、交易、物流、支付、客户支持等都可能成为独立的渠道，从而促进渠道选择的公平性和渠道控制的合理性，有利于上下游关系的协同与资源的整合。在营销策略方面，互联网和大数据环境使个性化、社会化和移动化成为市场营销的重要特征，营销策略更加关注客户的情感诉求和客户对企业的信任，个性化推荐、定制服务和社会网络平台等都可以改进客户体验，提高客户的忠诚度。在商业模式创新方面，互联网和大数据环境为企业实现线上线下业务整合带来了新的发展机遇，互联网企业向线下延伸商业业务，传统商业企业利用互联网平台拓展线上业务。

互联网与大数据技术使金融不再是传统金融机构的专属领域，传统金融业正在积极探索互联网金融，而互联网企业正在全力向金融领域拓展。对于银行业来说，互联网与大数据技术正在挑战传统银行的存贷利息、金融产品、金融服务和思维方式，使传统银行业朝着业务无网点化、支付移动化、服务垂直化和信用人格化的方向发展，必然引发银行业的业务重组。对于证券业来说，依托互联网与大数据建立集交易和理财于一体的全功能智能账户，向客户提供包括交易、理财、投融资等在内的一站式综合金融服务，从而提升营销服务能力和网上投资顾问能力，更好地改善客户体验，提升服务效率，降低经营成本。对于保险业来说，通过引入互联网与大数据技术，其业务成本更加低廉，服务范围更加广泛，客户能够得到更好的保险服务。

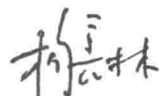
互联网与大数据技术的发展及其广泛应用，以前所未有的广度和深度推动着人类的生产方式和产业的发展模式的深刻变革，极大地促进了产业的跨界融合发展，例如，农业与电子商务的融合发展，制造业与网络服务的融合发展，电子商务与互联网金融的融合发展，线上交易与线下服务的融合发展等，使原有的产业边界变得模糊不清。在互联网与大数据技术的支持下，企业正在加速进行跨界资源整合，以求实现优势互补，寻求新的利润增长点，跨界投资不断涌现，跨界并购日益频繁，跨界经营更是司空见惯。与此同时，新的产业形态正在发育形成，产业生态链条正在加速优化，新的产业边界也一定会在这个过程中逐渐清晰。

综上所述，互联网与大数据技术正在深刻影响着产业的创新发展，也必然深

刻影响着企业的资本结构和治理结构及价值创造能力。因此，深入研究新兴信息技术环境下的企业创新和价值创造能力提升是时代赋予的课题，希望阮素梅博士的科研团队能够做出卓有成效的贡献！

是为序。

中国工程院院士
合肥工业大学教授



2014 年 10 月

前 言

近年来,我国上市公司在快速发展的同时,日益暴露出公司经营业绩下滑、治理效率低下、资本结构不合理、主营业务衰退、市场表现不佳等一系列问题,对我国上市公司价值创造能力和可持续发展造成了严重的影响。公司治理与资本结构是企业管理的核心问题,如果解决不好不仅会使各利益相关者之间产生不可避免的利益冲突,而且由于委托-代理问题的存在,可能会影响公司本身的价值创造以及对未来盈利的预期。良好的公司治理机制和合理的资本结构,是吸引投资者、改善公司运营状况和增强公司价值创造能力的关键环节,是一国国民经济的微观基础。企业与股东收益最大化是公司治理与资本结构治理的最终目标,因此,从公司治理与资本结构角度综合研究上市公司价值创造能力的影响因素,对进一步完善公司治理结构、优化公司资本结构和提高上市公司价值创造能力具有较强的现实意义。

本书首先系统阐述公司治理、资本结构与公司价值之间的相关理论基础;其次,深入分析股权结构、资本结构等与公司价值创造能力之间的作用机理,应用统计判定等分析方法寻找影响上市公司价值创造能力的关键因素以及影响因素之间的关联关系,并在均值回归分析的基础上,采用带有交叉乘积项的多元线性回归模型、二元选择 Logit 模型、部分线性非平衡面板数据模型等,分别讨论股权结构与资本结构等因素对上市公司价值创造能力的独立影响与交叉配合效应。最后,构建结构方程模型,建立上市公司价值创造能力影响因素的综合分析框架,通过进行因子分析和路径分析并根据路径系数从整体上评估董事会治理、股权结构、资本结构、公司财务等因素对上市公司价值创造能力的直接或间接综合影响效果。

本书的主要创新性工作如下:

第一,提出了上市公司价值创造能力异质性概念,对上市公司价值创造能力异质性的表现形式、内在机理、影响方式等进行了系统分析和定量描述。从所有制属性方面的差异、股权制衡度方面的差异、公司规模方面的差异等因素出发,对上市公司价值创造能力的异质性做出了合理的解释;基于分位数回归模型,建立了上市公司价值创造能力异质性分析方法,该方法能够细致地捕获各因子在不同分位点处对上市公司价值创造能力的影响,从而克服均值回归无差异描述的局限,能够更加深入地揭示上市公司价值创造能力的异质行为。实证研究结果表明,这三类因素都显著影响我国上市公司的价值创造能力,但影响方式呈现出异

质性,表现为在价值创造能力的上尾部与下尾部都有较大的回归系数,这意味着需要特别关注那些价值创造能力层次较高和较低的公司,可以采取“抓两头、促中间”公司治理策略;各因素对公司价值创造能力为正的可能性影响程度表现为“折线型、台阶式”,这意味着只有当各因素取值累积到一定程度时,该可能性才会发生变化,而这一变化对公司规模最为敏感,表明要想实现价值创造能力的提升,公司需要进行各因素的积累与准备。这一实证结果具有显著的经济含义,意味着可以采用针对性措施来提升上市公司的价值创造能力。

第二,给出了实现上市公司价值创造能力的最优股权制衡度规模测算方法,解决了最优股权制衡度规模的选择问题。基于部分线性非平衡面板数据模型讨论了股权制衡度对公司价值创造能力的不同影响范式,线性与非线性,并给出优选方案,解决了函数形式选择问题,并在非线性函数的基础上,结合非线性函数求极值方法,进一步给出了最优股权制衡度规模及其变动规律,提高了最优股权制衡度规模的预测精度。实证结果表明,公司价值创造能力随股权制衡度增加反而降低,呈现“倒U形”变化规律,最优股权制衡度规模为3.242。而从实际来看,我国上市公司股权制衡度平均值从2000年的1.334到2010年的1.609,相对于最优股权制衡度规模而言,我国上市公司股权制衡度水平偏低。这一创新性结果,为完善中国上市公司治理结构、提高上市公司价值创造能力提供了经验证据,具有重要的现实意义。

第三,建立了上市公司价值创造能力影响因素的综合分析框架,克服了过去只能片面讨论单一模块因素的单独贡献,而不能综合分析各模块因素综合贡献的困境。董事会治理、股权结构、资本结构、公司财务、公司价值创造等都是不可直接观测的潜在变量,为此构建结构方程模型,通过因子分析对潜在变量进行计量,通过路径分析讨论潜在变量之间的依赖关系,并建立上市公司价值创造能力影响因素的综合分析框架,从整体上评估董事会治理、股权结构、资本结构、公司财务等因素对上市公司价值创造能力的直接或间接影响效果。这一综合分析框架,能够充分利用多方面的信息,从而给出上市公司价值创造能力整体分析方案,可以为后续此类研究提供理论与方法基础。实证研究表明,董事会治理与股权结构的直接影响都不显著,只是存在间接影响;资本结构对上市公司价值创造能力既存在直接影响,也存在间接影响;公司财务存在直接影响。可以认为董事会治理、股权结构、资本结构、公司财务等都对上市公司价值创造能力产生直接或间接的影响,按照总体影响程度大小,依次排序为资本结构、股权结构、公司财务、董事会治理。

第四,使用经济计量方法,细致地区分了影响上市公司价值创造能力各因素间的独立影响与交叉配合效应。通过应用统计判定等分析方法寻找影响上市公司价值创造能力的关键因素以及各影响因素之间的关联关系,进而构造预测和评价

上市公司价值创造能力的综合判定模型，从而克服了以往单方面或用单一指标进行相关主题研究的片面性和局限性，并在均值回归分析基础上，采用带有交叉乘积项的多元线性回归模型、二元选择 Logit 模型、部分线性非平衡面板数据模型等方法分别讨论公司治理、资本结构对上市公司价值创造能力的独立影响和交叉配合效应，能够区分对于处于不同层次价值创造能力的上市公司而言，公司治理和资本结构能够引起差异化的价值创造模式。交叉配合效应的提出，改变了过去将影响因素视为独立性的假定，拓展了研究思路，可以考虑影响因素之间的配合效应，对于正的配合效应，可以为公司治理的组合政策设计提供决策依据，具有重要的应用价值。

本书在写作过程中得到了合肥工业大学的杨善林院士、张本照教授、丁帅老师、罗贺老师，以及安徽财经大学的丁忠明教授、刘银国教授、刘福成教授等的精心指导与大力支持，借此机会向他们表示衷心的感谢！衷心感谢所有参考文献的作者！衷心感谢科学出版社为本书的出版做了大量的精心细致的工作。同时，本书的出版得到了安徽省高等学校产业转移与创新发展研究中心、国家自然科学基金项目（71403001）以及安徽财经大学组织社会评价与公司治理学科特区的资助，在此一并表示衷心感谢！

上市公司价值创造能力研究是一个对理论与实践两个方面要求都很高的研究领域，加上作者的水平有限，本书定有疏漏之处，恳请读者批评指正。

安徽财经大学副教授 阮素梅

2014 年 10 月 5 日

目 录

序

前言

第 1 章 绪论	1
1.1 引言	1
1.2 公司治理与资本结构优化是实现企业价值管理的基础	2
1.2.1 资本结构是公司治理和价值创造的基础	2
1.2.2 公司治理是企业资本结构优化和价值创造能力提高的保证 ...	3
1.2.3 公司治理与资本结构是影响上市公司价值创造能力的关键 因素	3
1.3 公司治理、资本结构与公司价值关系研究	4
1.3.1 股权结构与公司价值关系研究	4
1.3.2 管理层激励与公司价值关系研究	9
1.3.3 董事会特征与公司价值关系研究	11
1.3.4 资本结构与公司价值关系研究	13
1.3.5 上市公司价值创造能力异质性研究	15
1.3.6 所有制性质、公司规模与公司价值关系研究	17
1.4 结构安排	19
1.5 结论与启示	22
第 2 章 相关理论基础	23
2.1 引言	23
2.2 公司治理与公司价值关系的相关理论基础	24
2.2.1 委托-代理理论	24
2.2.2 代理成本理论	25
2.2.3 利益相关者理论	25
2.3 资本结构与公司价值关系的相关理论基础	27
2.3.1 MM 定理	27
2.3.2 权衡理论	27
2.3.3 啄序融资理论	29
2.3.4 控制权理论	30
2.4 结论与启示	31

第3章 股权结构与公司规模对上市公司价值创造能力影响的实证研究	32
3.1 引言	32
3.2 股权结构与公司规模对公司价值创造的影响机理	32
3.2.1 股权构成对公司价值创造的影响机理	32
3.2.2 股权控制对公司价值创造的影响机理	33
3.2.3 股权制衡对公司价值创造的影响机理	33
3.2.4 所有制性质对公司价值创造的影响机理	34
3.2.5 公司规模对公司价值创造的影响机理	34
3.3 理论分析与研究假设	35
3.3.1 股权控制与上市公司价值创造能力	35
3.3.2 股权制衡与上市公司价值创造能力	35
3.3.3 所有制性质与上市公司价值创造能力	36
3.3.4 公司规模与上市公司价值创造能力	36
3.4 计量模型与方法	37
3.4.1 多元线性回归模型	37
3.4.2 二元选择 Logit 模型	38
3.4.3 部分线性面板数据模型	39
3.5 实证研究	41
3.5.1 所有制与控制权的配合效应	41
3.5.2 股权制衡、所有制性质与公司规模的影响	48
3.5.3 股权制衡与上市公司价值创造能力“倒U形”关系	54
3.6 结论与启示	62
3.6.1 股权制衡度对公司价值创造能力的影响具有区间特征	62
3.6.2 股权分置改革影响上市公司价值创造能力	63
3.6.3 国有企业公司价值创造能力显著低于非国有企业	64
3.6.4 公司规模对公司价值创造能力具有差异化影响	65
第4章 资本结构与管理层激励对上市公司价值创造能力影响的实证研究 ..	66
4.1 引言	66
4.2 资本结构与管理层激励对公司价值创造的影响机理	66
4.2.1 资本结构对公司价值创造的影响机理	66
4.2.2 管理层激励对公司价值创造的影响机理	68
4.3 理论分析与研究假设	69
4.3.1 融资结构与上市公司价值创造能力	69
4.3.2 管理层激励与上市公司价值创造能力	69
4.3.3 融资结构、管理层激励与上市公司价值创造能力	70
4.4 计量模型与方法	71

4.4.1 多元线性回归模型	71
4.4.2 分位数回归模型	72
4.5 实证研究	75
4.5.1 基于均值回归的实证	75
4.5.2 基于分位数回归的实证	80
4.6 结论与启示	88
4.6.1 资本结构对不同价值创造能力的公司具有差异化影响	88
4.6.2 股权激励、薪酬激励和资本结构的独立与配合效应具有 差异化	88
第5章 上市公司价值创造能力异质性研究	89
5.1 引言	89
5.2 理论分析与研究假设	90
5.2.1 所有制性质的异质影响	90
5.2.2 股权制衡的异质影响	91
5.2.3 公司规模 of 异质影响	91
5.3 计量模型与方法	91
5.3.1 二元选择均值回归模型	91
5.3.2 二元选择分位数回归模型	92
5.4 实证研究	93
5.4.1 数据选取	93
5.4.2 描述统计	94
5.4.3 模型结果	94
5.4.4 概率预测与讨论	98
5.5 结论与启示	101
第6章 公司治理与资本结构对上市公司价值创造能力综合影响的实证研究	102
6.1 引言	102
6.2 公司治理与资本结构对公司价值创造的影响机理	102
6.2.1 公司治理与资本结构的相互影响机理	102
6.2.2 资本结构对公司价值创造的影响机理	104
6.2.3 公司治理对公司价值创造的影响机理	105
6.2.4 董事会特征对公司价值创造的影响机理	106
6.3 理论分析与假设	107
6.3.1 董事会特征与上市公司价值创造能力	107
6.3.2 股权结构与上市公司价值创造能力	108
6.3.3 资本结构与上市公司价值创造能力	108

6.3.4 公司财务与上市公司价值创造能力	109
6.4 计量模型与方法	109
6.4.1 相关分析	109
6.4.2 方差分析	110
6.4.3 结构方程模型	111
6.5 实证研究	116
6.5.1 数据选取与分析	116
6.5.2 模型建立	127
6.5.3 结果分析	130
6.6 结论与启示	131
参考文献	133

第1章 绪 论

1.1 引 言

近年来,我国上市公司在快速发展的同时,日益暴露出公司经营业绩下滑、治理效率低下、盲目投资、主营业务衰退、资本结构不合理、市场表现不佳等一系列问题,对我国上市公司的价值创造能力和可持续发展造成了严重影响。本书界定的上市公司价值创造能力主要指能够提高公司经营业绩和资本增值能力的手段与途径,这种价值创造能力直接反映了企业的经济效益和资本生产能力。提高上市公司价值创造能力的手段有很多,影响因素也多种多样,本章重点研究公司治理与资本结构因素对上市公司价值创造能力的独立效应与综合影响。

美国著名经济学家伯利和米恩斯^[1]发表了《现代公司与私有财产》一书,认为公司的所有权与经营权分离使公司所有者不利于有效监管经营者,认为经营者在管理公司过程中往往利用职权牟取私有收益,置所有者或股东利益于不顾,应建立完善的公司治理机制以实现对公司经营管理者们的有效监督。然而对公司治理的理论研究真正发端于美国学者詹森和麦克林^[2]发表的《企业理论:管理行为、代理成本和所有权结构》一书,其后公司治理研究日益成为西方学术界研究的热点,学者们开始使用最现代的工具和分析手段把对公司治理的研究不断向纵深方向推动;与此同时,“利益相关者”、“说明责任”等概念的界定也突破了传统的“所有与控制”分析的框架。国内对公司治理的研究始于20世纪90年代,随着媒体关注的日益增加,“管理层的可靠性”、“保护小股东权益”、“公司治理失效”、“投资者干预”等词汇已经家喻户晓。国内公司治理的提出缘于现代公司存在着管理者为寻求私利而可能做出的损害投资者利益的行为风险,在公司治理思想上,姜彦福教授认为,尽管理论界主张“股东至上”和“利益相关者共同治理”等观点,但保护投资者利益和提高公司市场价值仍然是公司治理的基石和核心。

在资本结构与公司价值研究方面,主流学者认为公司融资的最终目标是提高其市场价值,而资本结构的优化是提高公司市场价值创造能力的重要手段,Modigliani和Miller^[3]认为,对资本结构与公司价值关系的研究是现代公司治理和公司融资理论的基石。由于公司资本结构能够影响公司的融资成本和市场价值

创造能力,因此,如何确定最优资本结构,即选择什么样的融资方式能够实现公司价值创造能力的提高,一直是理论界和实务界比较关注的现实问题。

现代研究表明:一方面,无论是对于股权分散的上市公司还是对于股权集中的上市公司,代理问题都在侵蚀着公司的市场价值和绩效,加强公司治理能够降低公司代理成本和提高公司价值创造与投资者财富;另一方面,调整资本结构也是公司加强治理的一个重要方面,优化公司资本结构是提高其市场价值创造能力和公司治理水平的关键^[4]。可见,公司治理的结构与水平决定着公司的资本结构(融资方式)和公司价值创造能力,而公司的资本结构(融资方式)和价值创造能力又反过来影响着公司的治理结构、委托-代理关系和公司的融资决策等。

1.2 公司治理与资本结构优化是实现企业价值管理的基础

简单地说,公司是指由若干所有者以认购股份的形式出资,然后根据出资比例进行收益分配和投票决策的独立经营实体单位,其实质是公司内部各利益相关者之间进行运作的平台。一方面,公司资本结构反映了公司投资者(股东)和债权人作为主要利益相关者之间的力量对比关系,公司治理结构则负责协调各利益相关者之间的利益冲突,因此,不论是在理论上还是在实践中,公司资本结构与公司治理结构都是密不可分的;另一方面,保证投资者(股东)利益是公司治理和融资决策的核心,公司经营的目的是为了实现股东和企业价值最大化,而有效的公司治理结构和合理的资本结构是提高公司价值创造能力的关键。

公司高层管理人员应根据市场需求、顾客导向和投资者利益,制定出具体的企业战略目标,定量与定性地细化部门目标,并通过对相关财务指标、公司治理指标、资本结构指标、公司市场价值与价值创造指标等的研究来反馈市场信息,检验企业生产经营过程是在不断地创造价值还是在不断地损毁价值,并以此不断调整公司经营目标和公司治理与价值评估体系。重要的是公司高层管理人员应该持续不断地关注企业的价值创造能力,不断从企业生产规模、公司治理、资本结构及主要发展方向等角度,对公司整体经济效益和企业所拥有资源的规模、结构等累积经营成果进行评价和管理,并从企业战略角度对经营者的决策管理水平进行评估,为进一步完善公司治理结构、优化公司资本结构和提高公司价值创造能力提供依据和思路。

1.2.1 资本结构是公司治理和价值创造的基础

威廉姆森(Williamson)^[5]的研究认为,公司资本结构是公司治理的基础和依据,而公司治理结构则是公司资本结构的体现和反映,即公司资本结构的核心

取决于公司治理结构,同时又反过来影响公司的治理结构。对于公司制企业来说,企业的融资决策是由投资者的利益决定的,实现这个目的不仅要做出合理的融资决策,而且要在融资协议中协调并确定与其他利益相关者和其他融资者的关系,并设计好对经理层有效的监督和激励机制以降低代理成本,从而形成投资者合意的治理结构,以保障投资者的权益和提高公司的价值创造能力。

1.2.2 公司治理是企业资本结构优化和价值创造能力提高的保证

公司运作从最根本意义上看首先是治理结构问题,保证投资者(股东)利益是公司治理的核心,但是不能以损害其他利益相关者的利益为代价,公司治理必须是在将投资者利益置于主导位置的前提下,界定并协调好投资者与债权人、客户、员工、经营管理层等各利益相关者之间的利益关系。公司治理结构出现问题时不仅会导致各利益相关者之间产生利益冲突,而且委托-代理问题的存在会干扰企业决策,进而导致无法实现企业价值和股东财富的最大化。因此,只有协调好各利益相关者之间的利益冲突,并建立起规范化、制度化的协调机制和协调原则,即只有设计好有效的公司治理结构与治理机制,才能更好地为公司投融资项目制定合理的投融资决策和实现公司价值创造能力的提高。

1.2.3 公司治理与资本结构是影响上市公司价值创造能力的关键因素

目前,学者在公司价值创造理论研究与实际应用方面,更多考虑同质性的公司价值创造能力,即假定经济中所有因素对公司价值创造能力的影响方式(包括影响模式与影响程度)具有同质性。然而,我国上市公司存在多种差异,包括所有制性质、融资结构、股权制衡程度、公司规模、董事会特征、管理层激励等都有所不同,由于性质不同的公司追求目标并非一致,有的追求利润最大化目标,有的追求成长性目标,有的追求技术进步目标,有的追求价值创造目标,这些不同目标造成上市公司价值创造能力存在显著差异。

在公司价值创造微观层面上,一个典型事实是上市公司价值创造能力存在较大差异,这与公司资本结构和治理状况不同有很大关系。本书在均值回归分析、分位数回归分析以及因子和路径分析等基础上,通过建立多元线性回归模型、二元选择 Logit 模型、部分线性非平衡面板数据模型以及结构方程模型等,选取影响公司治理、资本结构、公司价值创造的若干指标,并利用我国 A 股上市公司相关数据进行定性与定量研究,目的是基于公司治理与资本结构视角,寻找影响我国上市公司价值创造能力的关键因素及关键因素之间的相关关系,以期改善我国公司治理结构、优化公司资本结构和提高公司价值创造能力提供经验证据。

本书认为,影响上市公司价值创造能力的公司治理因素主要包括股权结构

(主要考虑股权构成、股权控制、股权制衡、所有制性质等)、管理层激励(主要考虑股权激励和薪酬激励)、董事会特征以及公司规模等因素。影响上市公司价值创造能力的资本结构因素,主要考虑股权融资与债权融资的结构及其比例关系等。本书主要围绕上述公司治理与资本结构因素,定性与定量研究我国上市公司价值创造能力的影响效果与影响程度。

1.3 公司治理、资本结构与公司价值关系研究

1.3.1 股权结构与公司价值关系研究

股权结构是指股份公司总股本中,不同性质的股份所占的比例及其相互关系,股权结构是公司治理结构的基础,不同的股权结构决定了公司不同的治理结构,最终决定了公司的经营行为与经营绩效。股权结构一般有两层含义:一是指股权构成。股权构成是指各个不同背景的股东集团分别持有股份的多少,在我国主要指国家股东、法人股东及社会股东的持股比例;二是指股权集中程度。从这个意义上讲,股权结构一般有三种类型:①股权高度集中,公司有绝对控股股东,一般拥有公司50%以上的股份,有绝对控制权;②股权高度分散,公司所有权与经营权基本完全分离,没有大股东且单个股东所持股份的比例在10%以下;③公司在拥有较大相对控股股东的同时还拥有其他大股东,所持公司股份比例一般在10%~50%。传统的研究大多围绕委托-代理理论展开,认为两权分离将导致代理成本和股权结构状况的变动,进而影响公司的市场价值。本部分主要从上市公司股权构成、股权控制、股权制衡、所有制性质以及公司规模角度就国内外研究现状进行细致梳理。

1. 股权构成与公司价值关系研究

Shleifer 和 Vishny^[6]在分析存在大股东控制的股权集中型公司特征时发现,控股股东和中小股东在股价上升时的利益趋同效应使得他们有共同的动力加强对经理层的监督,从而能有效避免股权高度分散情况下股东监督“搭便车”的问题。Kang 和 Shivdasani^[7]实证研究发现,日本有大股东控股的企业能在公司业绩出现下滑时更快速地进行资产重组,但重组速度要慢于美国的公司。李伟、王锬^[8]采用 Pagano 和 Roell^[9]提出的股权结构形成模型,研究认为企业债务融资决策能够对公司的最优股权构成产生影响,公司价值与股东持股比例呈现相关关系;公司股权构成与企业经营状况有关,是各股东间进行相互博弈的结果。孙永祥^[10]认为股权过于集中和分散都不利于高层管理人员的更换,股权集中程度适中的上市公司较大可能在企业经营不佳时实现对经理的迅速更换,取消其代理