

4 影响上市公司成败的微观因素

4.1 股权结构与公司治理

4.1.1 股权结构与公司业绩的实证分析

自伯利和米恩斯(Berle & Means, 1932)出版《现代公司和私有产权》一书以来,股权高度分散一直被视为公司治理研究的根本出发点,但近年来的国别比较研究显示,除美国、英国、加拿大等少数国家外,大部分国家的上市公司都存在家族、银行或国家等控股股东,这一现象在东亚、拉美、东欧等新兴市场国家最为普遍(La Porta, 1999)。

在存在控制性股东的情况下,股权结构对公司治理和绩效表现会产生两种相反的效应,即利益趋同效应和利益侵占效应。施而弗和维施尼(Shleifer & Vishny, 1986)指出,股价上涨带来的财富使控股股东和中小股东的利益趋于一致,它们具有足够的激励去收集信息并有效监督管理层,从而避免了股权高度分散情况下的“免费搭车”问题;此外,大股东在某些情况下直接参与经营管理,解决了外部股东和内部管理层之间在投资机会、业绩表现上“信息不对称”问题。可见,控股股东既有动机去追求公司价值最大化,又有能力对企业管理层施加足够的控制以实现自身利益,从而较好地解决了传统的代理问题,因而股权集中型公司相对于股权分散型公司要具有较高的盈利能力和市场表现。另一方面,德姆塞茨(Demsetz, 1985)和拉波特等(La Porta, 1999)认为,控股股东的利益和外部小股东的利益常常并不一致,两者之间存在着严重的利益冲突。在缺乏外部控制威胁,或者外部股东类型比较多元化的情况下,控股股东可能以其他股东的利益为代价来追求自身利益,通过追求自利目标而不是公司价值目标来实现自身福利最大化。此时,股权分散型公司的绩效和 market 价值要优于股权集中型公司。

根据上述两个相互对立的假说,理论显然无法对股权结构和公司绩效的关系给出唯一的结论,而大量的实证研究也并没有得到一致的结果。德姆塞茨(Demsetz, 1983)对1980年511家美国公司进行的实证研究表明,利润率和股权集中度之间并没有显著的相关性存在。列维(Levy, 1983)等人的研究发现,美国公司的股价和股权集中度之间存在正相关性。克拉塞斯(Claessens, 1997)对捷克上市公司的研究表明,股权集中度和该公司的盈利能力及在二级市场上的表现之间存在正相关性。克拉塞斯(Claessens, 1999)等对九个东亚国家中2980个上市公司的研究显示,家族绝对控制是许多东亚国家企业生产能力过剩和资本使用效率低下的主要根源。另外有些研究则发现股权集中度和公司绩效之间存在非线性关系,如莫克、施而弗和维施尼(Mock, Shleifer & Vishny, 1988)发现管理层持股

比重与公司盈利及市场表现之间存在反向的 U 型曲线关系，麦克奈尔 (McConnell, 1990) 的研究也证实了上述结论，并且还发现机构持股比重和公司绩效表现之间存在正向关系。

作为转轨经济过程中引入的制度安排，中国上市公司的出现不是古典企业制度发展的自然结果，而主要是在否定、改造计划经济企业制度的过程中被嫁接到企业中去，并被赋予改革国有企业的使命。为了不动摇公有制的主导地位，在股权结构安排上分为国有股、法人股和公众流通股，其中国有股处于绝对控股的地位。在这种特殊的股权结构下，公司治理的核心不但包括管理层和股东之间的利益冲突，更多的是控股大股东和广大中小股东之间的利益冲突。

针对上述问题，国内学者已从多个层面对上述问题进行了分析。何浚(1998)从描述性统计的角度对我国上市公司的股权结构，以及由此产生的国家持股主体缺位、内部人控制等问题进行了分析；李格平和黄斌(1999)以 1997 年内发生国家股转让的 25 家公司为研究对象，分析结果表明这些公司在治理主体、董事会构成及内部人控制方面都有显著的改善。孙永祥等(1999)认为股权高度集中和股权高度分散的公司相比，有利于经营激励、收购兼并、监督机制等发挥作用，因而具有该种股权结构的公司绩效表现较佳。

本文拟在上述研究的基础上，对我国上市公司股权结构与绩效表现的关系进行实证分析。首先是研究数据说明和样本描述性统计分析，然后研究股权分散、股权控制、以及不同控制类型对公司绩效的影响，最后对不同类别股份的比例和公司绩效之间的关系进行分析。

(1) 研究样本与数据

(a) 样本选取。本文以 1999 年为数据窗口，选取公布 1999 年度财务报告的 484 家沪市上市公司为研究样本，运用横截面数据分析股权结构与绩效表现的关系。为了保证数据的有效性，尽量消除异常样本对研究结论的影响，我们根据以下选择标准对原始样本进行筛选。

初始样本中有 13 家公司同时存在 A 股和 H 股，由于 H 股的名义持有人均为香港证券结算有限公司，无法获得 H 股的详细持股状况，因此剔除这 13 家公司，得到剩余样本 471 家。

目前沪市共有家 16 家 ST¹公司和 2 家 PT²公司，这些公司或处于财务状况异

¹为保护投资者利益，中国证监会于 1998 年 3 月 16 日颁布了《关于上市公司状况异常期间的股票特别处理方式的通知》，要求沪、深证券交易所对连续两年亏损或每股净资产值低

常的景况，或者已连续亏损两年以上，其中 PT 农垦商社和 PT 双鹿股份已处于资不抵债的地步。如果将这些公司纳入样本将极大地影响结论的可靠性和一致性，因此又剔除了这 18 家经营状况异常公司。

样本公司中有 4 家净资产收益率大于 80%，有 3 家净资产市盈率低于-90%，有 6 家市净率大于 40 倍，在此又删除了这 13 家绩效异常公司，得到 440 家沪市上市公司为最终研究样本。

(b) 研究变量说明。本研究中的变量主要包括独立变量、股权变量和控制变量三大类。其中，独立变量是公司的绩效表现指标，这里分别用净资产收益率和市净率³来代表盈利能力和市场表现；股权变量包括国有股比例、法人股比例和流通股比例；此外，为了控制其他公司特征对绩效表现的影响，我们根据莫克 (Morck, 1988)和麦克奈尔(MaConnell, 1990)等人的研究，选取了行业类别、资产负债率、净利润增长率和公司规模作为控制变量。

本研究涉及的各种变量分别定义如下：

表 4-1 研究变量定义

变量	符号	定义
独立变量：		
盈利能力	ROE	净资产收益率 = 净利润/净资产
市场表现	Q	市净率 = 每股股价/每股净资产
股权变量：		
国有股比例	PS	国有股比例 = (国家股+国有法人股)/总股本
法人股比例	PL	法人股比例 = 法人股/总股本
流通股比例	PT	流通股比例 = (流通 A 股+流通 B 股)/总股本
控制变量：		

于股票面值的上市公司实行特别处理，将其日股价涨跌幅限制为 5%。此类公司被称为特别处理公司，简称为 ST 公司。

² 从 1999 年 7 月 1 日起，沪、深证券交易所对连续三年亏损的上市公司实行特别交易，限定其在每周五实行集合竞价交易，涨跌幅限制为 5%。此类公司被称为特别交易公司，简称为 PT 公司。

³ 托宾的 Q 值(公司市场价值与重置价值之比)被广泛作为衡量公司绩效的指标，由于国内上市公司的重置成本无法获知，本文用市净率(股票市值与净资产之比)来代表 Q 值。

行业类别	IND_i $i=1\cdots 5$	为工业、商业、房地产、公用事业和综合类这五个行业的虚拟变量，若样本公司属于工业，则 $IND_1=1$ ，否则 $IND_1=0$ ，余者类推。
财务杠杆	D/A	资产负债率=负债/总资产
成长机会	GROW	净利润增长率=(99年净利润-98年净利润)/98年净利润
公司规模	SIZE	总资产的自然对数

(c) **数据来源。**表 4-1 显示，本文的研究共需要三类数据，即财务数据、股本结构数据、以及股价数据。其中，财务数据来源于 Wind 证券导航系统中上市公司 1999 年度财务指标汇总；股本结构数据目前只能从上市公司年度财务报告中获得，我们根据中国上市公司资讯网刊登的 1999 年度财务报告，以手工方式录入了每家公司的详细股本结构，并加以仔细核对以确保数据的准确性；各公司的股价采用 1999 年 12 月的日均收盘价，数据来源于《上海证券交易所 1999 年统计年鉴》。

表 4-2 研究数据来源

数据种类	来源
财务数据	Wind 证券导航系统
股本结构数据	中国上市公司资讯网(www.cnlist.com)
股价数据	《上海证券交易所 1999 年统计年鉴》

(2) 样本统计分析

脱胎于计划体制下的上市公司尽管出资者日益多元化，但股权结构并不对称。从下表可以看到，样本公司中国有股比例高达 41.8%，法人股比例为 21.9%，而流通股比例仅为 33.0%。为了进一步分析不同规模上市公司中类别股份的分布情况，我们根据总资产将样本公司划分为四个组别，总体而言，国有股比重随公司规模增加而增加，而法人股比重和流通股比重则随公司规模增加而降低，这与上市公司中大型企业由国企改制为主，而中小型公司更多地来源于其它所有制企业有关。

表 4-3 样本公司类别股份分布情况

	公司 数目	国有股 比例 (%)	法人股 比例 (%)	流通股 比例(%)	其它股 份比例 (%)
样本公司合计	440	41.8	21.9	33.0	3.3
按规模(亿元)划分					
[1.38, 5.89]	105	30.6	30.6	36.2	2.6
[6.16, 9.96]	112	33.6	27.6	36.1	2.7
[10.10, 16.88]	113	37.5	23.7	35.1	3.7
[17.45, 165.07]	110	48.5	17.7	30.4	3.4

注：其它股份包括未上市内部职工股和转配股。

股权集中度(CR)是一家公司前几位大股东的持股比例之和，它是衡量公司股权分布的主要指标。从表 4-4 中数值可以看出，第一大股东平均持有 45.3% 的股权，前五大股东的持股比重接近 60%，而据普罗斯(Prowse, 1994)的研究，美国、日本、捷克这几个国家上市公司前五大股东的持股比重分别为 25.4%、33.1% 和 57.8%，可见我国上市公司的股权集中度要高于国际平均水平。

表 4-4 样本公司前十大股东持股占发行总股数的比重(%)

CR ₁	CR ₂	CR ₃	CR ₄	CR ₅	CR ₆	CR ₇	CR ₈	CR ₉	CR ₁₀
45.3	52.8	56.1	58.0	59.2	60.0	60.7	61.2	61.6	62.0
(18.1)	(15.7)	(14.9)	(14.4)	(14.2)	(14.0)	(13.8)	(13.7)	(13.6)	(13.5)

注：CR 为前几位大股东的持股比例和，如 CR₁ 表示第一大股东持股比例，而 CR₂ 即表示第一大股东和第二大股东的持股比例和，余者类推。括号内数据为持股比重的标准差。

为了更详细地分析我国上市公司的股权结构特点，我们计算前十位大股东持股比例的平方和，即 Herfindahl 指数⁴。结果显示，H₁₀ 值为 0.2535，可见我国上市公司前十大股东的持股比例相差很大。

由于在大股东之间存在力量差异时，最大股东的控制程度明显与否对公司运作及市场表现会有较大影响，为了界定第一大股东对公司的控制能力，在此计算

⁴由于股东持股比例均小于 1，对其平方以后会出现某种“马太效应”，即大的越大，小的越小，因此 Herfindahl 指数可以显示大股东之间股权分布的均衡情况。

第一大股东与第二大股东持股比例的比值 Z 。从表 4-5 中可以看出，我国上市公司 Z 指数的平均值为 48.7，最大值达到 1026。显然，国内上市公司的第一大股东在股权控制上具有绝对的优势。

表 4-5 样本公司股权集中度指标

	平均值	中值	标准差	最小值	最大值
$CR_{10}(\%)$	62.0	63.1	13.5	7.3	91.3
H_{10}	0.2535	0.2234	0.1609	0.0013	0.7847
$Z(\text{倍})$	48.7	10.4	113.8	1.0	1026.1

(3) 股权控制类型与经营绩效

不同的股权控制类型会对公司治理机制、经营目标及决策准则产生深刻影响，并最终影响到公司盈利能力和市场表现。拉波特等学者(LaPorta, 1999)曾将 10%或 20%的最终持股比例作为判断是否存在控股股东的标准，但这一方法存在一个显著缺陷，那就是没有充分考虑股权的分布状况。为解决这一问题，这里提出如下准则作为划分标准：如果第一大股东的持股比例大于第二大股东至第十大股东的持股比例之和，则认为此公司存在控股股东；反之，则认为此公司的股权分布较为分散。此外，我们又根据第一大股东的持股性质，将存在控股股东的公司进一步划分为国有控股公司和法人控股公司。根据上述标准，样本公司可划分为 102 家股权较为分散的公司，105 家法人控股型公司，以及 233 家国有控股型公司⁵。那么，不同的股权控制类型到底会对公司绩效产生什么影响呢？

为了回答上述问题，我们首先对下式进行回归分析，以了解股权分散型和股权集中型公司的绩效差异。

$$PER = \alpha + \beta D_1 + \gamma(\text{ControlVariable}) + \mu$$

上式中， PER 为绩效变量， D_1 为虚拟变量，当公司存在控股股东时， D_1 值为 1，否则 D_1 值就等于 0；控制变量具体包括行业类别、财务杠杆、成长机会和公司规模这四个指标。

回归分析结果列于表 4-6，从中可以发现，不管是用市净率还是净资产收益率来代表绩效表现， D_1 的回归系数均显著为负，这表明股权分散型公司的盈利

⁵ 根据 Cubbin 和 Leech(1987)提出的概率投票模型，我们对上市公司的控股类型进行了重新统计，结果与上述准则相似。

能力和市场表现都要好于股权集中型公司。

上述结论显然支持拉波特的“利益侵占假设”。具体而言，控股型上市公司中股权高度集中，缺乏形成权力制衡的产权基础，从而使第一大股东利用控股地位几乎完全支配了公司董事会和监事会，在公司治理中形成了“超强控制”。另一方面，我国上市公司大部分以募集设立方式进行改组，大股东与其控股的上市公司之间存在许多生产经营方面的联系和非生产性经济往来，大股东和控股上市公司之间通过关联交易、商标租赁使用、原料采购和产品销售、以及上市公司为第一大股东提供资金或资金担保，形成不对等的资金交易关系，从而使上市公司增加了财务与经营风险。相反，在那些无控股股东、股权相对分散的上市公司中，公司治理结构的分权与制衡作用发挥得比较完善，证券市场的监控功能也能得到充分发挥。

我们接着又对法人控股和国有控股这两类上市公司的绩效差异进行分析。即将上式中的 D_1 用 D_2 来代替，并规定当公司属于国有控股时， D_2 值为 1，而当公司属于法人控股时， D_2 值就等于 0。表 4-7 的回归结果显示， D_2 的回归系数在两种情况下均显著为负，可见法人控股型公司的绩效表现要好于国有控股型公司。

法人控股型和国有控股型公司的绩效差异主要源于两类控股股东具有不同的利益目标和效用函数。目前国有股的持股主体包括国资局、国有资产经营公司或集团总公司、国有控股公司、企业主管部门和财政局等。这些国有股持股主体的行政化因素使其有可能以政治功利和行政目标的混合物来代替股东目标，从而使中小股东利益受到损害。此外，国有资本人格化代表的缺位加大了“内部人控制”所带来的代理问题，使作为代理人的经理行为表现为政治上的机会主义和经济上的道德风险。与此相反，法人股代表的资本不仅仅只有国家资本，更多的是民营资本和集体所有的资本。可见在公司治理中，法人股比国有股更加具有“经济人”人格化特征，法人股东对管理层行为结果所承担的风险要大于国有股股东的委派人—政府官员所承担的风险。此外，由于法人股不能上市流通，持有者不似流通股持有者以追求市场短期价差为目的，而更关注公司中长期的经营发展情况，并求得良好的红利汇报。法人股股东的这些特点使其对企业经理人进行监督的积极性要高于国有股股东，监控效率要明显高于国有股股东。

进一步，我们分析股权分散型公司和法人控股型公司的绩效差异。用 D_3 替换式中的 D_1 ，并规定当公司属于法人控股时， D_3 值为 1，而当公司为股权分散型时， D_3 值就等于 0。从表 4-6 中可知，当绩效衡量指标为市净率时， D_3 的回归系数显著为负；而当绩效衡量指标为净资产收益率时， D_3 的回归系数为负，但统计检验并不显著。因此，可以认为股权分散型公司的绩效要好于法人控股型公

司。

上述现象的形成可归因于两类公司在股权结构上的差异。更细致的分析表明，在 102 家股权较为分散的公司中，大部分公司均存在着 1—3 名大股东，这些大股东主要由社会法人所组成，但第一大股东并不能取得绝对控股地位。在这种情况下，由于出现与第一大股东相抗衡的股东，第一大股东的行动必然受到制衡，在股东大会和董事会上难以形成绝对控股权下大股东的“一言堂”现象。另一方面，这些大股东又可通过董事会直接对管理层进行有效的监督，从而使股东利益和盈利目标能得到较好的执行。

表 4-6 股权控制类型对经营绩效的影响

	Q			ROE		
截距项	41.597 (9.59)	39.410 (8.54)	47.392 (6.47)	-43.76 (1.85)	-73.543 (2.52)	-12.44 (0.38)
D ₁	- 1.206 ^a (3.22)			-3.025 ^b (1.94)		
D ₂		-0.129 ^a (2.39)			-0.514 ^b (1.72)	
D ₃			-1.153 ^b (2.24)			-2.149 (0.94)
DR	0.011 (0.09)	0.064 (0.43)	0.073 (0.41)	-0.063 (0.10)	-0.474 (0.50)	0.114 (0.14)
GROW	0.025 (1.12)	0.031 (1.15)	0.014 (0.26)	0.146 (1.06)	-0.233 (1.39)	1.341 (5.43)
SIZE	- 1.664 ^a (7.97)	-1.613 ^a (7.04)	-1.943 ^a (5.50)	2.567 ^b (2.27)	3.882 ^b (2.75)	1.033 (0.66)
调整的 R ²	0.178	0.155	0.181	0.053	0.632	0.143
F 统计值	23.53	15.22	10.56	6.47	6.22	8.01

注：回归分析使用了 White (1980) 异方差性校正技术，括号内数字为方差一致的 t 统计值。五个产业虚拟变量的回归系数均不显著，故在表中省略。a 表示在 1% 的置信水平下显著，b 表示在 5% 的置信水平下显著。

以上一系列分析表明，股权控制类型对公司盈利水平和市场表现具有强烈的影响，具体表现为：股权分散型公司的绩效表现要好于法人控股型公司，而法人控股型公司的绩效则好于国有控股型。至于其他控制变量对绩效表现的影响，从表 4-6 中可以发现，公司规模对绩效表现具有强烈的影响，即公司规模越大，市净率越低，而净资产收益率却越高。可见，虽然大公司凭借资金、规模、技术和产业垄断等优势具有较高的盈利水平，但国内投资者的价值理念偏好于小盘股，因而形成了这种较突出的“规模效应”。

(4) 股权结构与经营绩效

上面的分析表明，不同的股权控制类型会显著影响公司的绩效表现，那么，公司具体的股权构成又会对绩效产生什么影响呢？我们现在来探讨这一问题。

为了分析不同类别股份对公司绩效的影响，我们对下式进行回归分析：

$$PER = \alpha + \beta P + \gamma(\text{ControlVariable}) + \mu$$

其中，控制变量含义同上，P 分别代表国有股比重(PS)、法人股比重(PL)和流通股比重(PT)，我们依次对业绩方程进行回归分析，结果列于表 4-7。从中可以看到，除法人股比重对市净率有显著的正向影响外，其他股权构成变量对盈利水平和市场表现均没有显著的影响。

表 4-7 股权结构对经营绩效的影响

	Q			ROE		
截距项	40.580 (9.18)	39.224 (8.87)	43.033 (9.65)	-46.1 (1.94)	-47.523 (2.02)	-43.490 (1.80)
PS	-0.628 (1.08)			-1.361 (0.43)		
PL		1.534 ^b (2.54)			2.145 (0.65)	
PT			-2.436 (1.01)			-1.685 (0.26)
DR	-0.064 (0.54)	-0.067 (0.57)	-0.054 (0.45)	-0.250 (0.39)	-0.250 (0.39)	-0.235 (0.36)
GROW	0.025	0.029	0.034	0.146	0.151	0.152

	(1.02)	(1.16)	(1.36)	(1.06)	(1.09)	(1.09)
SIZE	-1.649 ^a	-1.612 ^a	-1.736 ^a	2.591 ^b	2.610 ^b	2.471 ^b
	(7.71)	(7.64)	(8.22)	(2.25)	(2.27)	(2.16)
调整的 R ²	0.163	0.178	0.167	0.028	0.027	0.036
F 统计值	20.83	22.63	21.63	4.801	2.26	2.77

注：括号内数字为方差一致的 t 统计值。五个产业虚拟变量的回归系数均不显著，故在表中省略。a 表示在 1% 的置信水平下显著，b 表示在 5% 的置信水平下显著。

在理论上，流通股比例对上市公司经营绩效的影响，一般是通过股票市场的价格信号和接管控制功能来实现的。但我国证券市场是一个投资者结构以散户为主的新兴市场，投资者的价值理念以短线买卖为主，1999 年沪深 A 股市场的换手率分别高达 421% 和 371%。如此频繁的买卖行为使流通股东的市场监督功能难以实现，从而使流通股比重与与绩效表现之间不存在相关性。至于回归式中国有股比重、法人股比重与绩效并不存在显著的关系，可能原因是利益趋同和利益侵占这两种效应使股权比例和业绩之间呈现出非线性关系(Morck, 1988)。为此，根据麦克奈尔和塞维斯(McConnell&Servaes, 1995)以及卡尔(Kole, 1995)等人的研究，我们检验国有股比重、法人股比重和公司业绩之间是否存在三次方关系，即对下式进行回归分析：

$$PER = \alpha + \beta_1 P + \beta_2 P^2 + \beta_3 P^3 + \gamma(\text{ControlVariable}) + \mu$$

回归统计结果表明，国有股比重与公司盈利水平和市场表现之间不存在三次方关系；但 PL ， PL^2 ， PL^3 的回归系数在 5% 的置信水平下均通过显著性检验，表明法人股比重与市净率和净资产收益率之间存在三次函数关系。为了更深入地了解法人股比重对绩效的影响，我们计算了上述三次函数的转折点，其转折点分别为 0.227 和 0.674⁶，也就是说，当法人股比重在 0—23.7% 之间时，利益趋同效应占据主导地位，公司市场表现和法人股比重存在正相关性；而在 23.7%—67.4% 之间时，利益侵占效应则较为明显，两者存在负相关性；而当法人股比重超过 64.4% 时，虽然法人股东会追求自身利益，但其自身利益与公司价值、以及其他股东利益间的相关性将显著增强，在某种程度上达到伯利和米恩斯所说的“个人

⁶ 计算三次函数转折点的过程如下：假设所有其他变量恒定并用 x 代表法人股比重，那么有 $ROE = 17.41x - 70.26x^2 + 69.09x^3 + C$ ，令此式一阶导数等于 0，可得到 x 的两个解。这两个值即为三次函数的拐点。

所有者控制”的地步。两者关系又转为正相关。同样，如果将净资产收益率作为绩效指标，可计算得到转折点分别为 19.8%和 62.7%。虽然市净率和净资产收益率具有较大差异，但法人股比重在两种情况下具有比较相似的转折点，这从一个侧面表明了分析结论的稳健性。

最后，我们还对国有股比重、法人股比重和股权结构之间是否存在二次曲线的关系进行实证分析，结果显示，不管是将净资产收益率还是市净率作为独立变量，P 和 P² 的回归系数均不显著。

表 4-8 法人股比重对绩效表现的影响

	Q	ROE
PL	17.41 ^a (4.07)	42.01 ^b (2.76)
PL ²	-70.26 ^a (4.73)	-136.05 ^b (2.64)
PL ³	69.09 ^a (5.18)	104.9 ^b (2.41)
DR	-0.073(0.63)	-0.237(0.37)
GROW	0.025(0.99)	0.150(1.09)
SIZE	-1.645 ^a (8.02)	2.548 ^b (2.22)
截距	39.648	-44.65(1.86)
调整的 R ²	0.225	0.052
F 统计值	20.85	2.87

注：括号内数字为方差一致的 t 统计值。五个产业虚拟变量的回归系数均不显著，故在表中省略。a 表示在 1% 的置信水平下显著，b 表示在 5% 的置信水平下显著。

4.1.2 中国上市公司治理机制存在的主要问题

(1) 中国公司治理机制的变迁

1978 年以前，国有企业的治理机制的主要特点是集中统一的行政型治理，表现为：（1）企业管理手段主要是行政手段，企业按照规模大小和隶属关系分为不同的行政级别，企业管理人员按照行政级别高低由政府主管部门任命；（2）企业的生产计划不是由市场来决定，而是由政府根据国家的宏观计划层层分解来决定，衡量企业经营绩效的指标是完成计划的多少，而不是实现的市场价值，对经理人员和职工的激励机制主要是政治性待遇；（3）经理人员没有经营自主权，也不能分享企业经营成果，因此经理人员缺乏提高企业质量的动力，由于企业规模和企业占有的经济资源决定了经理人员“说话的份量”和行政级别，因此企业

经理人员倾向于企业的数量型扩张，忽视效益增长。

1978年党的十一届三中全会以后，城市经济体制改革全面展开，改革的中心环节是如何增强国有企业活力，改革原有的企业制度，从而有效地提高国有企业的经营效率。国有企业改革从“放权让利”开始，迄今已走过20多年的历程。从国有企业治理结构的变迁角度来说，其间可以分为四个阶段。

第一个阶段是从1978年党的十一届三中全会到1984年十二届三中全会。这一阶段主要以向企业“放权让利”为特征。1979年，国务院陆续颁布了改革企业经营管理机制的一系列规定⁷，调整国家和企业的分配关系，扩大国有企业经营管理自主权，国家对国有企业的管理手段由直接的行政计划手段控制转变为以直接控制为主、增加经济手段调节为辅的办法，对国有企业的固定资产投资、资产折旧管理、流动资金管理等采取有利于发挥企业经营积极性的措施。国有企业扩大经营自主权的试点工作，在1981年经过总结完善后形成了国有企业的经营责任制，并作为国家对国有企业经营制度改革的目标要求。

第二阶段为1984年到1986年，其主要特征是国有企业的“利润上缴”分配形式转变为“利税分流”，并形成国有企业的“厂长负责制”。国家对国有企业实行了两步“利改税”。首先，对国有大中型企业实行55%的利润所得税，税后利润由国家和企业分享；其次，进一步明确税种，将国有企业上交国家的利润区分为11个税种，从而规范了国家和国有企业之间的分配关系。在这阶段，国有企业内部经营管理体制的改革得到了继续深化。1984年10月，党的十二届三中全会作出了《中共中央关于经济体制改革的决定》，首次提出全民所有制企业的所有权和经营权可以适当分开。在此精神指导下，1986年9月，中共中央、国务院发布了《全民所有制工业企业厂长工作条例》等文件，明确厂长是企业的法人代表，形成了“厂长全面负责、党委监督保证、职工民主管理”的新型企业领导体制。

第三阶段是1987年到1992年。从1987年开始，国有企业改革的重点之一是国有企业制度建设。在所有权和经营权可以分离的原则下，国有企业开始实行以承包经营责任制为主要形式的经营机制改革。在计划经济向市场经济体制过渡时期，承包制对于保证国家财政收入的稳定增长，促进所有权和经营权分离和政企分开，调动企业职工的生产积极性，增强企业发展后劲等方面具有积极作用，

⁷ 这些规定包括：《关于扩大国营企业经营管理自主权的若干规定》、《关于企业实行利润留成的规定》、《关于开征国营工业企业固定资产税的暂行规定》、《关于提高国营工业企业固定资产折旧率和折旧费使用办法的暂行规定》、《关于国营工业企业实行流动资金全额贷款的暂行规定》。

但是实践也证明承包制存在难以克服的内在缺陷，主要表现为：（1）承包制难以消除企业行为短期化问题；（2）承包基数的确定具有较大的主观人为性，难以做到客观公正；（3）包盈不包亏的现象比较突出；（4）不能从根本上解决政企不分的问题。

第四阶段是从 1993 年开始，以建立现代企业制度为核心的改革。1993 年，党的十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确提出了“进一步转换国有企业经营机制，建立适应市场经济要求，产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度”。《决定》中还指出，“现代企业按照财产构成可以有多种组织形式。国有企业实行公司制，是建立现代企业制度的有益探索。规范的公司，能够有效地实现出资者所有权与企业法人财产权的分离，有利于政企分开、转换经营机制，企业摆脱对行政机关的依赖，国家解除对企业承担的无限责任；也有利于筹集资金、分散风险”。

以 1995 年国家进行百户现代企业制度试点工作为标志，全国开展了对国有大中型骨干企业进行以公司制改组为主要内容的改革。按照《公司法》的要求，一些国有企业改组为有限责任公司或股份有限公司，规定公司章程，建立股东会、董事会、监事会，聘任高级经营管理人员，形成了形式上较规范的公司治理结构。

从 90 年代初开始，以股票市场为主的全国性资本市场逐渐形成。到目前，在上海和深圳证券交易所上市的公司达到了 1000 多家。其中，绝大多数上市公司是国有企业进行股份制改组后形成的。由于国家或国有公司在上市公司持有的股份占控股地位，许多从国有股转轨而来的上市公司仍然承袭了传统国有企业的经营管理理念和机制，改善公司治理成为当前资本市场发展过程中的一个重要议题。

（2）我国上市公司治理存在的主要问题

1999 年底，上海证券交易所研究中心、上市部和北京中和应泰管理咨询有限公司联合对中国上市公司治理状况进行了问卷调查。该次调查的对象是所有在上海证券交易所上市的股份有限公司，调查的内容包括上市公司的股权结构、内部制衡与控制机制、激励机制、外部环境对上市公司治理结构的影响和制约、信息披露、关联交易、小股东利益保护等。这次调查共向 480 家上市公司的董事、监事、高级管理人员发放了 10560 份问卷，其中企业问卷 480 份，由公司董事会秘书负责填写，财务数据问卷 480 份，由公司财务负责人填写，个人问卷 9600 份，由董事、监事和有关高级管理人员填写。问卷回收 6000 多份。

我们的调查和研究表明，上市公司缺乏合理、有效的公司治理结构是上市

公司业绩低下、缺乏长期发展能力的重要因素之一。概言之，我国上市公司普遍存在如下十大突出问题：

① 股权结构不合理。

我国绝大部分上市公司由国企改制而成，导致尚未上市流通的国家股比重高达 40%，有些上市公司甚至高达 80% 以上。

股权结构不合理的另一个表现就是流通股过于分散，机构投资者比重过小。据统计，2000 年末上海证券交易所股票帐户总数中，个人投资者的比重高达 99.56%，机构投资者开户数的比重仅占 0.44%。深市情况与此相似。流通的公众股股权高度地分散于个人股东之中，使得公众股东对上市公司缺乏有效的直接控制力，并有着强烈的“搭便车”倾向。除了获取影响股价水平的有关信息之外，公众股东便再无其他投票动机参加股东大会。这导致上市公司治理机制薄弱，不能形成较为完善的内部治理机制，一些上市公司出现严重的内部人控制。

股本结构不合理还导致小股东利益得不到切实的保护。

一方面，股东大会还不足以成为股东行使权力、参与公司治理的场所。股东大会是公司的最高权力机构，但是在实践中存在股东大会召集人通过设置各种条件或障碍剥夺股东尤其是中小股东的知情权、质询权的现象，特别是国有股或法人股控股的情况下，国有股东和法人股东“一票制胜”，中小股东的权益更得不到切实保护。

此外，一旦出现投资失误或者董事和高级管理人员违规和违反公司章程的行为，有关法律和法规的处罚还不足以起到警戒作用，特别是对股东的民事赔偿力度还不够。

国有股比重过高还导致事实上的政企不分。在我们的调查中，在公司是否存在主管部门问题上，234 个有效样本中，64% 回答有主管部门。

我们在调查公司内部最主要和最经常发生矛盾的机构时，发现董事会和党委会的矛盾最多。

	样本数	百分比		样本数	百分比
董事会和党委会	14	21.5	职代会和工会	3	4.6
股东会 and 董事会	12	18.6	股东会 and 党委会	1	1.5
股东会 and 职代会	11	16.9	董事会 and 党政联席会	1	1.5
董事会 and 职代会	10	15.5	党委会 and 职代会	1	1.5
董事会 and 监事会	8	12.3	股东会 and 工会	1	1.5
董事会 and 工会	3	4.6	回答总计	65	100.0

在回答党组织在哪些方面发挥作用时，发现 99% 的公司均回答党委在经营决策、人事任命等方面发挥重大作用。

	是	否
经营决策	98.8	1.2
人事任命	99.7	0.3
监督董事、经理的行为	99.5	0.5
调动职工积极性	99.9	0.1
调节管理层和职工关系	99.8	0.2

② 董事会独立性不强。

从形式上看，我国上市公司已经形成了“三会四权”的制衡机制，即股东大会、董事会、监事会和经理层分别行使最终控制权、经营决策权、监督权和经营指挥权。但从实践情况看，由于股权的高度集中，公众股东的分散，董事会由大股东操纵或由内部人控制，比较难以形成独立的董事会来保证健全的经营、决策机制。

另外，我国的独立董事制度刚刚起步，作用有限。沪市执行董事占董事会的很大比重。在我们的调查中，独立董事只有 8 人，占 2928 个有效回答的 0.3%。

	上市时	1996	1997	1998	1999
执行董事数量	6	6.4	5.9	5.48	5.31
执行董事比例 (%)	58.25	63.37	59.23	55.35	53.74

而且，在我们的调查中，有 25.5% 的被调查者表示反对公司引入独立董事。

此外，董事对自身职责的认识也存在不少偏差，不少董事没有树立对公司、对全体股东负责的意识。在回答出现利益冲突时，董事优先考虑谁的利益问题时，回答优先考虑公司利益者占 68.9%，回答优先考虑董事所代表的股东利益者占 31.1%。

在董事在实际工作中应对谁负责这一问题上，不少董事明确表示对所派遣的股东单位负责（21.8%）。

	样本数	百分比
所派遣的股东单位	702	21.8
全体股东（包括股民）	1567	48.7
董事会	707	22.0
公司经理层	47	1.5
公司全体员工	107	3.3
公司所在社区	1	.0
证券监管部门	7	0.2
政府主管部门	60	1.9
公司产品和服务的最终用户	16	0.5
与公司有长期业务关系的单位	1	.0
给公司提供贷款的银行	2	0.1
回答总计	3217	100.0

③ 缺乏有效的聘选机制。

由于缺乏一个公开、公平的经理人才市场，因此，良好的选聘机制无法发挥作用。我们的调查表明：

（1）董事和监事任职途径：大部分是股东单位委派（60%），其中国有股和法人股股东占 87.7%，职工选举仅占 16.7%，招聘或选聘占 12%。

（2）董事来源：

	上市时	1996	1997	1998	1999
股东单位派遣的董事人数	7.07	6.6	6.49	6.81	6.92
来自第 1 大股东的董事人数	5.1	4.51	4.66	4.97	5.33
来自第 2 大股东的董事人数	1.5	1.37	1.38	1.42	1.56
来自第 3 大股东的董事人数	1.02	0.96	0.94	0.95	0.99
政府部门派遣的董事人数	1.37	1.26	0.97	0.74	0.64
来自银行的董事人数	1.08	1.28	1.16	1.06	0.84
来自非银行金融机构的董事人数	2.21	2.32	1.98	2.06	2.04
来自关联单位的董事人数	4.45	3.78	4.38	4.59	4.81
来自非关联单位的董事人数	2.92	3.39	3.09	3.17	3.09
来自行业主管部门	0.85	0.67	0.77	0.81	0.7

④ 监事会的作用有限。

监事会作为公司治理中的内部监督力量，在规范董事、经理行为，维护股东利益方面应具有特殊作用。相比之下，中国上市公司比较重视董事会的作用，而相对忽视了监事会的地位。中国的公司采用的是双层董事会制度，但与董事会平行的公司监事会仅有部分监督权，而无控制权和战略决策权，无权任免董事会或经理班子的成员，无权参与和否决董事会与经理班子的决策。事实上，在许多公司中，监事会只是一个受到董事会控制的议事机构而已，不能发挥其应有作用。

我们对公司的内部约束力量的调查也表明了这一点。认为监事会是公司内部主要约束力量者仅占 3.4%。

最主要的因素	百分比	最主要的因素	百分比
董事会	29.2	监事会	3.4
管理层自我约束	25.8	公司员工	1.7
股东会	19.9	党组织	1.3
主管单位	13.2	工会	0.1
地方政府	5.4		

⑤ 债权人对公司实施的监控作用较小。

目前，我国银行对公司实施的外部监控作用较小。其中的原因在于：一是受到《商业银行法》的限制，银行不能持有公司的股权，银行不能以股东身份参与公司治理；二是在《公司法》的规定中，董事、监事代表的是股东的利益，排除了债权人在公司正常经营条件下参加公司治理的法律途径；三是银行自身产权结构的特点也决定了银行的经理人员缺乏足够的动机去争取参加公司治理的权利。

⑥ 公司控制权市场未形成。

由于流通股在上市公司总股本中所占比例有限，不流通的国家股和法人股又高度集中，因此很难通过在二级市场购买流通股获得公司的控制权，收购和代理权争夺没有真正起到约束经理层的作用。

在上海证券市场，原有股东、新机构或个人通过二级市场增持流通股而使董事会改选的情况极少。在我们的调查中，新大股东进入方式主要是协议受让国家股或法人股。

进入方式	样本数	百分比
协议受让国家股	24	46.2
协议受让法人股	15	28.8
无偿划拨	10	19.2
国家股管理单位改变	2	3.8
配股	1	1.9
样本合计	52	100.0

同时，即使最大股东发生变化，一半以上公司的管理层变化不大。

	董事长		总经理	
	公司数目	百分比	公司数目	百分比
更换	46	82.1	24	43.6
未更换	10	17.9	31	56.4
样本合计	56	100	55	100

⑦ 激励机制不完善。

我国上市公司的薪酬结构比较单一，不能对董事和高级管理人员起到足够的激励作用。总体上看，上市公司经理的激励缺乏动态化，强度太弱，不与市场接轨，个人收入和公司业绩未建立规范的联系。不少企业经理人由于股票结构不合理，其利益不能通过透明的机制来保证，因而他们以追求自身价值最大化目标，而不是根据利润最大化目标来经营企业。经理人在有利益冲突的情况下，往往在决策时不采取回避的做法，并选择对自己有利的条件决策，为自己谋取私利，明显损害股东尤其是中小股东的利益。在这种情况下，公司的业绩在更大程度上依赖于经理人员的素质和“良心发现”，或者依赖于控股股东的开明程度。

(1) 董事、监事和经理年收入

	董事 (%)	监事 (%)	经理 (%)
1 万元以下	52.4	44	56.8
1—3 万元	23.1	36	27.3
3—5 万元	11.1	20	4.5
5 万元以上	13.5	0	11.4
合计	100	100	100

(2) 董事福利情况

配车：20.6% 分房：29.7% 享受人寿保险：9.6%
提供俱乐部会员卡：0.3%

⑧ 缺乏问责机制。

问责机制是指公司董事、监事、管理人员等够勤勉尽责，保证自身每一个行为均基于从全部股东或公司利益出发的合理理由，而是不基于自身利益和少部分股东利益。目前，中国上市公司中有良好的问责机制的公司并不多，实践中，一些上市公司的高级管理人员在观念和行动上往往倾向于追求本身的利益，而不是代表整个公司的利益和追求公司价值最大化，这样，履行诚信责任和勤勉尽责就成了一句空话。

⑨ 小股东利益有待加强保护。

这表现在两个方面，一方面，股东大会尚不足以成为股东行使权力、参与公司治理的场所。股东大会虽然名义上为公司的最高权力机构，但是在实践中存在股东大会召集人通过设置各种条件或障碍剥夺股东尤其是中小股东的知情权、质询权的现象。另一方面，一旦出现投资失误或者董事和高级管理人员违规和违反公司章程的行为，有关法律和法规的处罚还不足以起到警戒作用，特别是对股东的民事赔偿力度还不够。

⑩ 未形成一种比较成熟的股东文化和公司治理文化。

目前，从总体看，我国尚未形成一种成熟的股东文化和公司治理文化，还需要加快建设一套完整的、可相互支持、相互补充的公司治理法规架构，需要加快建立一套成熟的、自我实施的公司治理最佳做法或自律机制。特别是在经济全球化和新技术革命的今天，中国上市公司治理结构的环境和模式方面还需要做大量的工作。

以上这十方面问题导致现行的公司治理结构主要有两种模式，即内部人控制模式和控股股东模式。这两种模式甚至常常在一个企业中奇妙地重叠在一起。在控股股东模式中，当控股股东为私人或私人企业时，往往出现家族企业的现象；当控股股东为国家时，往往出现政企不分（或党企不分）的现象，国家对企业进行的大量直接干预和政治控制往往与公司价值最大化的要求相悖，与《公司法》预先设定的公司治理机制和措施不一致。

以上两种模式的实际实施，通常趋向于采取同一种形式，即关键人模式：

关键人大权独揽，一人具有几乎无所不管的控制权，且常常集控制权、执行权和监督权于一身，并有较大的任意权力。关键人通常为公司的最高级管理人员或（和）控股股东代表。公司内部的一般员工（包括其他内部董事）和数量很少的外部独立董事在公司治理过程中发挥的作用很小。这种关键人控制模式对企业稳定经营造成了极其不利的影响。

4.2 融资行为与资本结构

4.2.1 引言

公司成败，最直接的判断标准就是，公司是否具有持续经营的能力。只要公司在持续经营，就必然形成相应的债权债务关系，如支付原材料成本、劳动力成本、偿还债务本息，一旦发生财务危机，就表明公司开始走向失败。因此，是否有足够的偿付能力，是公司成败的重要指标。

资本结构就是对公司偿付能力的反映，也是决定公司成本的重要因素。最早引起金融学家关注的是资本结构与企业价值之间的关系。直观来说，在存在公司税和个人税的情况下，增加债务有利于企业降低税负，从而增加企业的价值。莫迪里安尼和米勒在 1958 年发表的著名文章中指出，如果不存在公司税和个人税，企业的债务结构与公司价值无关。这一结论引发了金融学家关于资本结构对于企业价值究竟产生怎样的影响的争论，从而形成了现代资本结构理论及有关流派。

詹森和麦克林利用代理成本理论分析了企业的资本结构。他们认为，企业是一组代理关系组成的，管理者是股东和贷款人的代理人，股权和债务都有相应的代理成本，不同的资本结构有不同的股权代理成本和债务代理成本的不同组合，资本结构管理的问题就是如何实现代理成本的最小化，此时也就达到了企业的最优资本结构，他们提出了一些实证结论，比如，企业的杠杆比率要随着企业价值的升高而升高、杠杆比例与企业赢利能力成反比、与清算价值成正比等等，一些实证研究结果大多也证实了这些结论的正确性。

信号理论是现代资本结构理论的另一个重要组成部分。哈里斯和拉维夫认为，债务水平和期限选择可以作为一个信号，来反映公司和管理者的决策信息。一般来说，管理者并不总是代表投资者利益，因而需要监督约束，债务就是一个约束手段，因为在企业财务出现危机时，贷款人有权决定企业是否要清算，而且，债务也可以被投资者用来作为评估企业经营决策的重要信息。获得有关债务水平的信息，需要调查成本，该成本与企业的财务状态和债务水平的高低有关，当然，

获得的信息也产生相应的价值，因此，最优的债务水平是信息及其约束管理层的价值与相应的调查成本相权衡的结果（Milton Harris and Artur Raviv, 1990）。他们提出了以下实证研究结果：从静态来看，债务水平、债务的市场价值、企业价值、债务-价值比率等都随清算价值的增长而增长，随违约成本（default cost）的增长而下降；违约概率随清算价值增长而增加，随违约成本增加而下降，但独立于企业规模；债务保障率随清算价值的增加而下降，随违约成本的增加而增加，但独立于企业规模；在债务违约的条件下，重组的概率随清算价值的增加而减少，但独立于违约成本；因清算价值的增加而引起的资本结构的杠杆比率增加的变化，随违约成本的增加而下降，或者两者都随企业价值的增加而增加；企业杠杆比率越高，承诺提供的付息越多，债务保障比率越低，债务违约后重组的概率越低。从动态来看，相对于期望收入和违约概率，债务水平是一定的；重组后，期望的债务保障率将增加，违约概率下降。

信号理论的一些实证研究结果，不少是和一般的企业资本结构的实际状况相符的。但是，值得注意的是，这些结论的成立是有条件的。比如，上述信号理论的一个重要前提就是贷款人对企业管理层具有有效的债务约束，外部股东和贷款人具有相同的利益。

还有一些解释资本结构变动或者资本最优结构决定因素的实证研究。梯特曼和威塞尔（1988）采用因素分析法，较早地开展了影响资本结构各种变量的研究，他们对 8 个变量进行了研究，包括企业的抵押价值、非债务税收优惠（non-debt tax shields）、增长性、生产独特性（Uniqueness）、产业归类、规模、收入变动、盈利能力，发现债务水平与生产的独特性呈显著的负相关性。在实证研究的文献中，有一类研究值得注意。贝内吉（Saugata Banerjee, 1999）认为，许多实证研究实际上把观察到的资本结构作为“最优的”资本结构，通过对这些观察值的分析，寻找出决定这些“最优的”资本结构的决定因素，实际上这是错误的，因为这些观察值可能并不是真正最优值。他提出，资本结构实际上是动态决定的，企业通过不断地融资结构调整，不断地向最优的水平逼近。与这一研究路径相似，有的学者提出，实际上要找出一个最优的资本结构是不现实的，但是可以寻找出一个区间，在这个区间里，企业可以达到最优的资本结构状态。

哈里斯和拉维夫（1992）总结了资本结构理论的实证研究成果，列表如下：

理论研究结果	相关的理论研究	实证研究结果	相关的实证研究
--------	---------	--------	---------

财务杠杆比率与企业价值正相关	Harris & Raviv (1990), Stulz (1990), Hirshleifer & Thakor (1989)	是	Lys & Sivaramarishnan (1988), Dann, et al. (1989), Cornett & Travlos (1989), Israel, et al. (1990)
杠杆比率随着企业成长性的降低而升高	Jensen & Meckling (1990), Stulz (1990)	是否	Kim & Sorensen (1986) Titman & Wesswles (1988)* Chaplinsky & Niehaus (1990)* Kester (1986)
杠杆比率随着赢利能力的下降而提高	Chang (1987), Hart (1995)	是否	Kester (1986), Friend & Hasbrouck (1988), Friend & Lang (1988), Gonedes, et al. (1988), Titman & Wesseles (1988), Long & Malitz (1985)
杠杆比率随着清算价值的提高而提高	Williamson (1988), Harris & Raviv (1990a) Hart (1995)	是否	Bradley, et al. (1984), Long & Malitz (1985), Friend & Hasbrouck (1988), Friend & Lang (1988), Gonedes, et al. (1988), Titman & Wessels (1988), Kim & Sorensen (1986), Titman & Wessels (1988),
债券可以限制“资产替代”效应	Jensen & Meckling (1976)	是	Smith & Warner (1979)
杠杆比率随着重组可能性的增加而上升	Jensen & Meckling (1976), Stulz (1990)	是	Bowen, et al. (1982), Bradley, et al. (1984)

杠杆比率将随着自由现金流的增加而提高	Jensen (1986), Stulz (1990)	否	Chaplinsky & Niehaus (1990)
--------------------	--------------------------------	---	--------------------------------

4.2.2 国内对上市公司资本结构的研究

有研究者对我国上市公司的资本结构和资本成本（企业价值）之间的关系进行经验验证，通过计算国内上市公司的短期财务杠杆、长期财务杠杆、总财务杠杆及加权平均资本成本和权益资本成本，然后分别采用截面研究和时序研究方法，验证资本结构与资本成本之间的关系。实证结果发现，在我国，长期财务杠杆与上市公司的加权平均资本成本、权益资本成本之间存在显著的负相关关系，而资本成本又与企业价值负相关，所以，这意味着长期财务杠杆与企业价值正相关，长期融资可以增进企业价值，但是短期财务杠杆却对企业资本成本没有显著影响。研究结果还显示，公司规模与资本成本成正相关关系，即公司越大，其资本成本越高，但是公司的行业因素却对公司的资本成本无显著影响。

也有研究者应用莫迪格利安尼和米勒于1966年提出的“平均资本成本”计量方法，对我国上市公司的资本成本进行了定量分析。研究发现：国内上市公司的平均资本成本呈下降趋势，同时权益资本成本明显高于债务资本成本。这与理论上的权益资本成本高于债务资本成本是相吻合的，表明目前我国上市公司想尽办法发行股票募集资金的做法可能是得不偿失的，不能盲目地把发行股票当作企业的“最佳”融资手段。

在公司股利政策方面，实证研究表明，公司股利支付水平主要取决于前期股利支付额和当期盈利水平及其变化，上市公司股利分配政策主要受到公司规模、股东权益、盈利能力、流动能力、代理成本、国有及法人控股程度及负债率等因素的影响。即公司规模越大，股东权益比例和资产流动性越高，公司股利支付水平就越高；国有股和法人股投股比例越大，内部人控制程度就越强，公司的股利支付水平就越低；公司负债率越高和代理成本越高，现金股利支付就越低，而股票股利却越高，这些实证结果在一定程度上支持了股利分配政策中的林特的股利信号传递理论和詹森（Jenson）的代理成本理论，但不支持迈耶斯（Myers）的筹资次序理论。

4.2.3 成败上市公司的资本结构比较

国内对上市公司资本结构研究，侧重于回答我国目前的上市公司资本结构是否符合现代资本结构理论。在本研究课题中，我们所要研究的是，成功的上市公

司与失败的上市公司相比，它们的资本结构存在哪些区别？上市公司如何调整融资政策和行为，达到比较合理的资本结构，以降低融资成本，避免公司陷入财务危机的境地。

(1) 成功与失败上市公司资本结构的差异

成功上市公司的选择：我们根据总资产、市值、主营业务利润三项指标，对2000年1100多家上市公司进行从大到小排名。第1名得1分，第2名得2分，余此类推，第101名以后均得101分，三项得分加总，按总得分由小至大排出前100名，总得分相等者取主营业务利润为大者居先。这样排出的前100名中，选择三年净资产收益率均超过10%的67家上市公司，为经营成功的上市公司。

失败上市公司的选择：我们将截止2000年底的61家被上海和深圳证券交易所采取交易限制的ST、PT公司，当作经营失败的上市公司。

从下表可知，属于成功型上市公司的平均资产负债率和长期负债率都保持在比较低的水平，其中平均资产负债率低于所有上市公司的平均值。相反，失败型上市公司的平均资产负债率和长期负债率都比较高，特别是长期负债已经超过了净资产值。在61家失败的上市公司中，有些上市公司的股东权益为负数，理论上已经处于破产境地。

进一步来看，成功上市公司的长期负债比例要低于总的资产负债比例，而失败上市公司的长期负债水平要远远高于总的资产负债比例，显示出财务结构质量不同的上市公司在债务期限结构上的差异。长期负债比例反映了资本结构中债务期限结构的状况，一般来说，期限越长的债务，其承担的利息成本越高。一个合理的资本结构，要求企业的债务结构也要比较合理，才不致于引起债务支付危机，因此在债务结构中，长期债务水平应当保持在一个恰当的比例上。高斯瓦米（Goswami, Noe and Rebello, 1995）等提出了一个债务结构的匹配模型，认为长期和短期债务的组合应取决于现金流量的信息对称程度。如果长期现金流量稳定而短期现金流量不稳定，提高长期债务对于企业来说就相对有利。

从我国上市公司的实践来看，由于股权融资成为上市公司的首先选择，所以即使长期现金流量稳定的“成功”上市公司也不会提高长期债务的水平，所以在总体上表现为长期负债比率较低；另一方面，“失败”上市公司长期负债则主要是由于违约债务累积及其利息成本引起的。因此从成因看，我国上市公司的债务结构并不完全与资本结构理论的债务结构匹配模型相符。

资本结构是企业融资决策的结果，负债水平的高低是诸多因素综合影响的结果，因此，成功与失败上市公司在负债水平方面的差异，只是影响资本结构诸多因素的综合表现。为了说明成功与失败上市公司在融资行为上的差异，我们还需

要进一步研究影响成功与失败上市公司资本结构的不同因素。

表 4-9 成功上市公司、失败上市公司资本结构比较表

成功公司（67 家）	平均值	最小值	最大值	标准差
2000 年度资产负债率	44.37%	10.93%	94.30%	19.15
2000 年度长期负债比率	31.43%	0	559.32%	81.74
2000 年度每股收益[元]	0.49	0.14	1.60	0.279
2000 年度每股净资产[元]	3.44	1.25	8.90	1.42
失败公司（61 家）				
2000 年度资产负债率	100.83%	2.47%	289.36%	58.76
2000 年度长期负债比率	164.68%	-111.7%	78.87%	10.11
2000 年度每股收益[元]	-0.57	-3.24	0.91	0.692
2000 年度每股净资产[元]	-0.139	-8.79	2.37	2.12
所有上市公司（1117 家）				
2000 年度资产负债率	43.14%	0.90%	98.88%	17.69
2000 年度长期负债比率	23.18%	-70.98%	7887%	21.37
2000 年度每股收益[元]	0.21	-1.46	1.6	0.262
2000 年度每股净资产[元]	2.77	-8.79	9.97	1.24

(2) 影响上市公司资本结构的因素

①指标选择和定义

偿债能力：在公司资本结构中，偿债能力是衡量一个公司举债能力和信用的重要指标。我们用流动比率和速动比率来表示一个公司的偿债能力。一般来说，资产负债水平越高的企业，其偿债能力越低。因此，流动比率、速动比率在理论上与资产负债水平呈负相关关系。

盈利能力：融资等级理论说明，企业倾向于首先利用内部资金融资，然后再考虑利用外部融资。这种行为背后的动机是外部融资尤其是外部的股权融资成本比较高，而外部融资的成本来源于信息不对称引起成本和交易成本。融资成本来自哪种情况，企业可供的内部资金，总是来源于上期财政年度的利润保留，因此，企业的盈利能力也成为影响资本结构的因素之一。因此，理论上，盈利能力越强，可利用内部资金越多，资产负债水平就可能越低。我们用净利润率、净资产收益率表示盈利能力的指标。

抵押价值：大多数资本结构理论表明，企业所拥有的资产形式在一定程度上

会影响资本结构的选择。Scott (1977) 证明, 通过发行有担保的债务, 公司可以剥夺当前无担保的贷款人的财富而增加股权价值。Myers 和 Majluf (1984) 提供的模型表明, 由于公司经理比外部股东具有更多的信息, 发行证券显然是有成本的, 而发行用已知价值的财产担保的债务将避免这些成本。因此, 可以预期具有可抵押性资产的企业会利用抵押资产的优势发行更多的债务。Galai 和 Masulis (1976)、Jensen 和 Meckling (1976)、以及 Myers (1977) 都证明过在杠杆型公司中, 股东-经理有动机采取次优投资决策从而会剥夺债权人的财富, 这种动机也会导致债务比率与公司债务抵押能力之间的正相关关系。如果债务能够有抵押保证, 借款人的资金运用将被限制用于特定项目。没有这样的抵押保证, 贷款人会要求更有利的贷款条件, 因而这样的公司会更多地利用股权融资而不利用债务融资。反之, 有债务抵押保证的公司会更多地利用债务融资。存在内部人控制的企业中, 经理人员倾向于增加在职消费, 这也会产生可抵押资本与债务水平之间的负相关关系。Grossman 和 Hart (1982) 证明, 由于破产风险的增加, 高债务水平将抑制经理人员的在职消费倾向, 其中一个原因是贷款人(银行)会加强对企业的监督。对于资产可抵押性较差的企业, 对其资本外流的监督比较困难, 因而与此代理关系有关的成本也会很高。由于这个原因, 可抵押性资产较少的企业将倾向于选择较高的债务水平, 以抑制经理人员的在职消费。我们取固定资产净值的对数, 作为衡量公司抵押价值的指标, 与资产负债水平呈负相关。

企业规模: 一些研究表明, 规模越大的企业破产成本就越大, 这样规模大的企业就倾向于更加扩大资产规模并予以分散, 从而不易于进行破产清算。这样, 规模越大的企业就越具有较高的杠杆水平。发行债务和股权的成本也是与企业规模相关联的。相对来说, 规模小的企业为发行股权和长期债务所支付的成本要高于规模大的企业, 规模越大, 就越摊薄了发行成本中的固定部分。这表明, 小规模企业比大规模企业可能具有更高的杠杆水平, 并倾向于借入短期债务(通过银行贷款)而不是长期债务。我们取总资产值的对数为企业规模的指标, 预期企业规模与资产负债水平成正相关, 并与债务结构存在相关关系。

自由现金: 资本结构理论中的“自由现金”理论认为, 公司中存在的自由现金 (free cash) 是影响管理者融资行为的重要因素。自由现金较多的公司倾向于提高杠杆水平, 其中原因是: 一、在控制权转移比较容易的成熟资本市场, 自由现金较多的上市公司容易成为潜在竞争者的收购目标, 为此, 管理者通过提高杠杆水平来增加收购者的成本, 防止控制权转移; 二、自由现金流充分的公司也会增加其市场信用, 从而降低债务融资的成本。我们选择每股现金流量作为衡量自由现金流的指标, 预期每股现金流与资产负债率呈正相关关系。

股权集中度：股权越是集中的公司，股东对管理层的控制越是有效，从代理成本角度来分析，股权集中有利于降低股权的代理成本，但是，从借贷方来说，股权集中意味着“资产替代效应”增强，从而不利于债权人的利益保护，因此债务融资成本得到提高，相应地会降低债务杠杆水平。在理论上，股权集中度越高，资产负债水平越低。我们用国家股、法人股占总股份的比例作用衡量股权集中度的指标。

样本描述性统计如下：

	ST、PT 公司 (N=59)		成功型公司 (N=67)		所有上市公司 (N=1107)	
	Mean	Std. Deviatio	Mean	Std. Deviatio	Mean	Std. Deviati
2000 年度 资产负债	98.081 87	58.1975 5	43.1340 6	18.7301 4	44.74 345	24.220 60
长期负债 比例	1.70	10.28	.3185	.8232	.2281	2.4003
2000 年度 流动比率	125.55 9498	398.385 101	172.786 56	89.3356 8	187.7 4732	157.17 904
2000 年度 速动比率	105.48 7578	396.071 528	137.672 80	85.4576 2	148.5 8829	151.52 681
2000 年度 净利润率	-785.75 56	3327.98 06	20.8235 52	33.3430 75	-30.08 9924	783.36 2179
2000 年度 净资产收	-993.78 3502	5250.37 5764	14.6102 45	6.78953 9	-45.13 1855	1223.2 81291
固定资产 净值对数	4.0674	.5043	5.0981	.4322	4.406 5	.5174
每股现金 流量	-1.5432 E-02	.1205	.3513	.7768	.3872	.9558
总资产对 数	4.7776	.3394	5.7226	.3567	5.070 1	.3741

股权集中度	.4901	.1750	.6027	.2073	.5443	.1991
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

②回归分析

我们利用 SPSS 软件，以 2000 年底国内上市公司的财务数据为分析对象，分别对失败型上市公司、成功型上市公司的资本结构进行简单线性、逐步回归，资产负债比例（总负债/净资产）和长期负债比例（长期负债/净资产）作为因变量，偿债能力指标（流动比率、速动比率）、盈利能力指标（净利润率、净资产收益率）、抵押价值（取固定资产净值的对数）、现金流（每股现金流量）、公司规模（取总资产的对数）、大股东比例为自变量。在逐步回归时，取显著水平为 0.05，F 值大于临界值的自变量为可以接受的解释变量。回归结果如下：

A 全部上市公司的资本结构回归分析

a. 因变量为资产负债比例，进行逐步回归后，偿债能力指标之一的流动比率、净利润率、固定资产净值对数均与资产负债比例成负相关关系，反映企业规模的总资产对数、速动比例与资产负债比例成正相关，综合检验的判定系数 R² 为 0.449，显示出回归方程具有一定的解释能力，同时在显著水平为 0.05 时，F 检验表明，相关系数显著异于零。每股现金流量、大股东比例未通过 F 检验，表明对资产负债水平的影响不明显。

Model		系数	标准误差	T 值	调整 R ²
1	(Constant)	58.346	1.002	58.254	.220
	2000 年度流动比率	-7.245E-02	.004	-17.709	
2	(Constant)	63.545	.917	69.272	.406
	2000 年度流动比率	-.102	.004	-26.169	
	2000 年度净利润率[%]	-1.465E-02	.001	-18.641	
3	(Constant)	93.802	4.946	18.967	.426
	2000 年度流动比率	-.106	.004	-27.195	
	2000 年度净利润率[%]	-1.442E-02	.001	-18.646	
	固定资产对数	-6.731	1.082	-6.222	
4	(Constant)	58.927	7.543	7.813	.444
	2000 年度流动比率	-.107	.004	-27.927	
	2000 年度净利润率[%]	-1.462E-02	.001	-19.184	
	固定资产对数	-13.427	1.535	-8.745	

	总资产对数	12.745	2.106	6.053	
5	(Constant)	57.550	7.536	7.636	.447
	2000 年度流动比率	-.106	.004	-27.871	
	2000 年度净利润率[%]	-1.458E-02	.001	-19.183	
	固定资产对数	-13.465	1.531	-8.796	
	总资产对数	13.023	2.102	6.196	
	2000 年度净资产收益率[%]	-1.225E-03	.000	-2.761	
		(Constant)	57.707	7.526	
6	2000 年度流动比率	-.141	.017	-8.275	
	2000 年度净利润率[%]	-1.433E-02	.001	-18.653	
	固定资产对数	-14.041	1.554	-9.036	
	总资产对数	13.687	2.123	6.446	
	2000 年度净资产收益率[%]	-1.201E-03	.000	-2.710	
	2000 年度速动比率	3.654E-02	.018	2.061	

b. 因变量为长期负债比例，逐步回归后，只有净资产收益率指标通过显著水平为 0.05 的 F 检验，其余变量均对长期负债没有显著的影响。净资产收益率在一定程度上与长期负债比例呈负相关关系表明，公司的长期融资受到了净资产收益率的影响。我国上市公司能否发行股份募集资金，长期来直接受净资产收益率的制约，如规定净资产收益率近三年平均超过 10%才能配股等，因此，总体上看，净资产收益率高的上市公司将会得到更多的股权融资，从而资产负债比例、长期负债比例都相应较低。

Model		系数	标准误差	T	调整的 R2	估计标准误差
1	(Constant)	.188	.064	2.921	.209	2.1347
	2000 年度净资产收益率	-8.988E-04	.000	-17.129		

B 成功型上市公司的资本结构回归分析

c. 因变量为资产负债比例，在显著水平为 0.05 的条件下，固定资产净值的

对数、流动比例、速动比例与资产负债比例呈负相关，总资产对数与资产负债比例呈正相关，并且判定系数达到了 0.750，说明以上变量具有较强的解释能力。注意的是，在下表 Model14 中，流动比率的相关系数的 t 值比较小，说明该相关系数并不显著异于零，而在 Model15 中，用速动比率代替流动比率后，相关系数的 t 值可以通过 t 检验。

成功型上市公司样本，是根据净资产收益率连续三年超过 10%以上这一标准确定的，因此，在回归分析中，盈利能力指标实际上是作为一个不变因素存在的，因而在理论上，盈利能力指标对成功型上市公司的资本结构不存在影响。根据以下回归结果，每股现金流量、大股东比例对成功型上市公司的资本结构也没有显著影响。

Model		系数	标准误差	T	调整 R2	估计标准误差
1	(Constant)	65.373	3.987	16.398	.367	14.89867
	2000 年度流动比率	-.129	.021	-6.270		
2	(Constant)	-68.917	29.068	-2.371	.520	12.97879
	2000 年度流动比率	-9.532E-02	.019	-4.947		
	总资产对数	22.458	4.826	4.653		
3	(Constant)	-15.688	22.993	-.682	.731	9.71463
	2000 年度流动比率	-.114	.015	-7.781		
	总资产对数	34.220	3.969	8.622		
	固定资产净值对数	-23.009	3.215	-7.158		
4	(Constant)	-26.600	22.708	-1.171	.749	9.38859
	2000 年度流动比率	-2.950E-02	.039	-.759		
	总资产对数	36.166	3.925	9.214		
	固定资产净值对数	-23.436	3.112	-7.531		

	2000 年度速 动比率	-9.194E-0 2	.039	-2.335		
5	(Constant)	-32.935	21.045	-1.565	.750	9.35691
	总资产对数	37.030	3.743	9.892		
	固定资产净值 对数	-23.412	3.101	-7.549		
	2000 年度速 动比率	-.120	.014	-8.376		

d. 因变量为长期负债比例的回归分析发现，成功型上市公司的长期负债水平与企业规模、大股东比例存在一定的相关关系。与因变量为资产负债比例的回归相同，企业规模与长期负债水平呈正相关；股权集中度与长期负债比例呈负相关；综合判定系数为 0.585，显示以上变量具有一定的解释能力，回归的标准误差比较小，说明具有较好的拟合度。

	Model	系数	标准误差	T	调整的 R2	估计标准误差
1	(Constant)	-8.996	1.164	-7.728	.489	.5882
	总资产对数	1.628	.203	8.017		
2	(Constant)	-8.538	1.056	-8.084	.585	.5306
	总资产对数	1.680	.184	9.151		
	股权集中度	-1.259	.316	-3.985		

C 失败型上市公司

e. 因变量为资产负债比例，从以下回归结果可知，失败型上市公司的资产负债比例主要受偿债能力和盈利能力的影响，流动比率、净利润率与资产负债比例呈负相关，但速动比率与资产负债比例成正相关。理论上，流动比率与速动比率的变动方向基本上是一致的，速动比例流动资产扣除存货后与流动负债的比例，而流动比率则是流动资产与流动负债的比例，两者都是对企业偿债能力的反映。但是，失败型上市公司的资产与负债的匹配关系具有特殊性。为了确保 ST、PT 公司的股票交易不被交易所摘牌，大多数失败型公司都积极地进行重组准备，其中包括对资产、存货的变现处理，资产负债水平越高的公司，被摘牌的可能性

越大，重组的力度也越大，存货价值越低，流动资产越多，速动比例就可能越高。

Model		系数	标准误差	T	调整的 R2	估计标准误差
1	(Constant)	103.025	7.723	13.34	.056	56.53371
	2000 年度流动比率	-3.9E-02	.019	-2.11		
2	(Constant)	103.401	6.380	16.2	.356	46.70018
	2000 年度流动比率	-.138	.024	-5.7		
	2000 年度净利润率	-1.5E-02	.003	-5.2		
3	(Constant)	117.907	9.092	12.97	.396	45.21911
	2000 年度流动比率	-.883	.344	-2.57		
	2000 年度净利润率	-1.5E-02	.003	-5.13		
	2000 年度速动比率	.755	.347	2.17		

f. 因变量为长期负债比例，回归分析表明，在显著水平为 0.05 时，只有净资产收益率作为解释变量，对失败型上市公司的长期负债具有解释作用，但是判定系数比较小，说明解释能力非常有限。由此可知，从长期负债来看，失败型上市公司的资本结构已不能用公司的经营因素来解释，而是有其他的不确定因素。

Model		系数	标准误差	T	调整的 R2	估计标准误差
1	(Constant)	.832	1.229	.676	.186	9.28
	2000 年度净资产收益率[%]	-8.758E-04	.000	-3.78		

4.2.4 结论

表 4-10 回归结果总结

	所有上市公司		成功型上市公司		失败型上市公司	
	资产负债比率	长期负债比率	资产负债比率	长期负债比率	资产负债比率	长期负债比率
流动比率	负	NA	负	NA	负	NA
速动比率	正	NA	负	NA	正	NA
净利润率	负	NA	NA	NA	负	NA
净资产收益率	负	负	NA	NA	NA	负

固定资产净值	负	NA	负	NA	NA	NA
总资产	正	NA	正	正	NA	NA
每股现金流量	NA	NA	NA	NA	NA	NA
股权集中度	NA	NA	NA	负	NA	NA

分析以上结果，我们可以发现：

1、偿债能力指标中，流动比率与资产负债水平呈负相关关系，对长期负债水平没有显著影响；成功型上市公司的速动比率与资产负债水平呈负相关，符合我们的理论预期。但是对于所有上市公司和失败型上市公司而言，速动比率与资产负债水平呈正相关，与预期不符。其中的原因，在于存货价值在成功型与失败型上市公司之间存在很大的差异。

2、盈利能力与上市公司的资产负债水平呈负相关关系，符合理论预期，也与资本结构理论中的融资秩序理论（the pecking order theorem）是一致的。从债务结构来分析，所有上市公司的长期负债水平、失败型上市公司的长期负债水平与净资产收益率呈负相关关系，说明国内上市公司的长期财务杠杆的决定在更大的程度上受到净资产收益率的影响，但是对于失败型上市公司而言，这一关系恰恰说明经营越糟糕的上市公司，累积负债越沉重。

3、抵押价值与上市公司的资产负债水平呈负相关，符合理论预期。但是，抵押价值对上市公司的长期财务杠杆没有显著影响，对失败型上市公司的资产负债水平也没有明显影响。

4、企业规模与上市公司的资产负债水平呈正相关，与理论假设比较一致。这表明，企业规模的大小对于债务融资仍然是一个相当有效的信号。规模比较大的公司，向投资者表明了较强的举债能力和信用。另一方面，对成功型上市公司来说，企业规模对长期债务水平也有正向作用，大型绩优公司由于具有较强的债务担保能力和商业信誉，因此可以发行较多的长期债务。

5、自由现金流对上市公司的资本结构没有明显的解释作用，与理论假设不一致，但是与资本结构理论的一些实证研究结果是一致的。Jensen (1986)的实证研究表明，自由现金流量假说只是在解释部门公司的并购动机方面是有说服力的，而在其他领域的解释力则需要进一步检验，Chaplinsky and Niehaus (1990)的实证研究也说明了这一点。

6、股权集中度对成功型上市公司的长期负债水平具有一定的解释力，两者呈负相关关系，在其他情况下影响不明显。

4.3 核心竞争力与企业发展战略

4.3.1 核心竞争能力是企业竞争力的关键

核心竞争力也称核心能力或核心专长，它是企业独特拥有的、能为消费者带来特殊效用、使企业在某一市场上长期具有竞争优势的内在能力资源。最初，它是由美国人哈默尔和普拉哈拉德 1990 年在《哈佛商业评论》上发表的一篇文章中提出的，后来两人又为此专门写了《竞争大未来》一书加以全面阐述，1996 年出版即引起轰动，成为理论界和企业界大力赞赏的著作。

哈默尔和普拉哈拉德提出核心能力的“树型”说。核心的中心内容把现代化、多样化的企业视为一棵大树。“树干和主要树枝是核心产品。树叶、花朵和果实是终极产品”。树根为维护企业的健康“提供养分，维持生命，保持稳定”，是企业的“核心竞争力”。“核心”一文通过形象的“树根”“树干”“树叶”等概念把企业核心竞争力描述成一个从“核心竞争力”到“核心产品”再到“终极产品”的发展延伸过程。核心竞争力是凝聚企业现有业务的“塑胶”，也是企业发展新业务的“发动机”、“火车头”。如日本佳能公司的核心竞争力是其高人一筹的光纤技术和微型电子技术。这种核心竞争力导致佳能公司生产制造出一系列在世界市场内具有高度竞争力的名牌核心产品和终极产品，包括传统相机、数字相机、打印机、复印机、电子计算机、电子游戏机和家用电器等。

核心竞争能力是企业取得竞争优势的源泉，具有以下几个方面独特的与一般比较优势不同的特点：

- (1) 核心竞争力是一种独特的、高人一筹的、具有特色的竞争优势，有一种持久的耐力和韧劲，不能轻易被竞争者模仿；
- (2) 核心竞争能力能为公司进入广阔的市场提供机会；
- (3) 核心竞争能力将使客户从最终产品中获得利益；
- (4) 核心竞争力的培育建设取决于企业长期积累的经验、教训、知识、理念，需要一个漫长的过程，绝不可能一蹴而就；
- (5) 核心竞争力是企业“集体智慧”的结晶，是公司对不同生产技能和技
术整合的一种综合能力；
- (6) 核心竞争力的建设，取决于公司主管挖掘员工潜力并在超越部门狭隘利益局限的全公司范围内创新的能力。
- (7) 核心竞争力不像实物资产那样会随着时间的推移而丧失价值。但是，核心竞争力的发展和壮大却需要机制和经营者的爱护培育。

从理论上讲，核心竞争能力的提出，加深了对企业本质的理解，是对企业理

论和企业竞争优势的一次突破。它从企业所拥有的特殊能力和企业内在成长角度分析企业本质和企业的竞争优势。根据该理论，企业本质上是一个能力集合体，能力是对企业进行分析的基本单元，而企业的核心能力是企业长期竞争优势的源泉，企业竞争力的关键，积累、保持、运用核心竞争能力是企业的长期根本性战略。

从实践上看，放眼世界一流企业，几乎无一不在技术诀窍、创新能力、管理模式、市场网络、品牌形象、顾客服务等方面具有独特专长。可以说，这些公司成功的过程，也就是其核心竞争力培育和发展的过程。

4.3.2 核心竞争力与企业发展方向

在现代市场经济中，任何一个企业要在市场中能够良好地生存与发展，就必须不断地适应市场变化，选择恰当的企业发展战略和路径，以积累、保持和运用自己的核心竞争能力。

一般企业发展的路径有两类：一为专业化发展路径，一为多元化发展路径。前者是指企业通过从事符合其自身资源条件与能力的某一领域的生产经营业务，来谋求企业的不断发展。后者是指企业从事多个产品或行业领域的生产经营等业务，以此实现企业的不断扩张。

专业化发展路径通常被认为可以拥有规模效益、分工效益及技术优势，但却很难适应市场需求的广泛变化。因为专业化生产的设备及资产均是专用性的，容易由于市场变化而套牢，故在市场变化很快时风险较大，难以防范。多元化发展战略和路径通常被认为是克服专业发展路径问题的最佳手段，因为多元化发展，第一可以分散风险，即“东方不亮西方亮”，一个领域不行不要紧，其他领域可对此加以弥补，第二因为是多领域发展，由产业的关联性或不关联性而形成范围经济，产生协同效应，俗称“1+1>2”。正因为如此，70年代，许多500强企业把资金投入多个领域，从事多元化发展，希望降低经营风险，给股东以好的回报。然而，理论和实践证明，多元化发展也可能适得其反，加大风险因素。例如多元化发展导致公司资源分散，运作跨度和费用加大，产业选择失误增多，结果导致公司顾此失彼，甚至一无所长，全面陷入困境。现实中，不少500强企业因多元化战略而一度危机重重，如克莱斯勒汽车公司、索尼美国分公司、西尔斯、惠而浦、施乐等。

我们对失败的上市公司的统计分析也表明，综合类公司中失败比例很高，为各行业之最，说明不恰当的多元化发展战略容易导致公司经营业绩低下。

在经历了多元化发展之后，许多大企业开始反思多元化发展给公司带来的困

境。于是自 80 年代末开始，一些著名的公司纷纷改弦易辙，开始调整自己的发展路径。著名的 GE 公司总裁韦尔奇，在接任 GE 总裁职位之后开始了对 GE 的一系列重大改革，其中最重要的改革之一便是进行业务重组，即缩减多元化领域，回归专业化，在要做的领域中争取最优，以在这个专业化领域中立下脚跟，树立世界性的竞争优势。十年之后的今天，GE 公司已经面貌一新，重登世界 500 强的前 10 名（98 年排名第 9 位）。而从事多元化的百事可乐公司，面对从事专业化发展的可口可乐公司的咄咄逼人攻势，及本身在全球市场上的失败，也不得不把旗下快餐业务出售，重新走上专业化经营发展之路。

不可忽视的是，许多世界大企业重新成功地回归专业化发展路径，实际上是有其前提条件的：一是它们已在这一专业领域中有不俗的表现，二是它们已在这一专业领域的生产经营管理等方面建立了自己的核心竞争力，并有能力进一步发展和培养这一核心竞争力。两个条件中后者更为重要。根据 1999 年《财富》杂志的统计，500 强企业中，单项产品销售额占企业总销售额比重 95% 以上的有 140 家，占 500 强总数的 28%，主导产品销售额占总销售额 70—95% 的有 194 家，占 38.8%，相关产品销售额占总销售额 70% 的有 146 家，占 29.2%，而无关联多元化的企业则凤毛麟角，不成气候。这说明 500 强普遍立足主业，发展核心专长。

概括地说，在本质上，多元化经营和专业化经营本身无所谓好坏，企业选择专业化的发展路径还是多元化的发展路径，最关键的要积累、保持和运用自己的核心竞争能力。企业的多元化经营，也一定要以提高企业的核心竞争能力为依归。

不管企业实施何种形式的多元化，培养和壮大核心竞争能力都至关重要。稳定而具有相当竞争优势的主营业务，是企业利润的主要源泉和企业生存的基础。企业应该通过保持和扩大企业自己所熟悉与擅长的主营业务，尽力扩展市场占有率以求规模经济效益最大化，要把增强企业的核心竞争能力作为第一目标，并视为企业的生命。在此基础上兼顾多元化。优秀的企业，在经营领域的选择上，都首先确定自己的核心主营业务，并积极培养核心竞争力，并以此为基础，考虑多元化经营（相关多元化经营→不相关多元化经营）。

成功的海尔多元化经营战略的脉络是：首先坚持七年的冰箱专业化经营，在管理、品牌、销售服务等方面形成自己的核心竞争能力，在行业占领领头羊位置。92 年开始，根据相关程度逐步从高度相关行业开始进入，然后向中度相关、无关行业展开。首先进入核心技术（制冷技术）同一、市场销售渠道同一、用户类型同一的冰柜和空调行业，逐步向家电与知识产业进军。

海尔集团的多元化经营成功的经验可以归纳为：

(1) 多元化经营的重点放在自己熟悉的业务领域，辅以少量的大跨度多元化经营。

(2) 主要是运用无形资产（品牌、管理方法）及兼容的边际成本很低的营销渠道来盘活存量资产，以此方法实现多元化经营，从而达到低成本多元化的目的。

(3) 除最高主管外，在被兼并的企业中大量使用熟悉本行业的原企业的经营管理人才。

现实中，有些企业集团主张实行科、工、贸多元混合发展，这种观点不很妥当。因为企业的战线拉得越长，力量就越分散，控制能力就越弱。在亚洲金融危机中，韩国部分大企业相继破产倒闭，多元化经营过度是重要原因。近几年，西方国家兴起一个向主业集中，回归主业的潮流，昭示着企业对过度多元化的反省。

4.3.3 核心竞争力的培养

企业的核心竞争力与企业现时拥有的资源、过去的经验和这些经验的积累等有关，也与企业长期从事某一个专业领域有关。如《财富》500强中英特尔的CPU、索尼公司的“特丽珑”色彩技术等都是它们各自的核心专长，成为其竞争力的重要支撑，而这又与它们长期从事芯片、显像管制造开发这一专业领域有关。相反，一些从事多元化发展的企业通常很难培养出多个领域的核心专长，从而在世界市场上缺乏很强的竞争力。

克服公司经营风险的最好手段是提高本公司的竞争力，而建立核心专长是其中的关键。如何培养公司的核心竞争力呢？从世界一流企业成长经验看，可从如下几个方面着手：

第一，集中公司资源从事某一领域的专业化经营，在这一过程中逐步形成自己在经营管理、技术、产品、销售、服务等诸多方面与同行的差异。在发展自己与他人上述诸多方面的差异之中，就可能逐步形成自己的独特的可以提高消费者特殊效用的技术、方式、方法等，而这些有可能构成今后公司核心竞争力的重要要素。事实上，在市场需求多样化的今天，公司进行差异化经营与管理是非常必要的，决不能总是搞“大路货”，“大路货”的市场风险今天已经非常大了。

第二，寻找自己的潜在能力，真正了解自己。这是发现和建立公司核心竞争力的前提。以我国上市公司为例，部分上市公司并不真正了解自己的资源实力和创新能力，甚至往往过高估计了自己的能力，进入了许多当时看来有盈利空间但对自己来说又十分陌生的领域，最终以失败或亏损告终。寻找自己的潜在能力，分析这种能力与其他同行的差异性，并把它建立培养起来，这是建立公司核心竞

争力的重要途径。

第三，从竞争对手和市场空缺中寻找机会，建立自己的比较优势，并构建支撑这种优势的潜在的核心能力。所谓从竞争对手那儿寻找机会是指通过对竞争对手的分析，发现它们的弱点，发展自己的比较优势；而从市场空缺中寻找机会则是指通过对消费者需求变化的分析，找到自己能够为消费者提供特殊利益的方式与方法，而这本身就是建立和发展公司的核心竞争力。

第四，核心竞争力是成长在公司良好的土壤之中的，即这个公司在管理的诸多方面有特色，在生产的诸多方面如技术工艺、质量控制等都很有经验，在市场营销方面也有良好的业绩等等。总之，能否培养出自己的核心竞争力，首先要看公司是否在生产、经营与管理等方面有良好的基础。

第五，构建核心竞争能力机制。企业核心竞争力的实际发挥是以其特定的机制、程序为依托和载体条件的。正因为有了这种“力”的实际发挥，才表明企业的核心竞争能力机制的生成和发育程度。它大体上由以下四个基本方面构成：首先是卓越的创意设计。这是核心竞争力赖以生成并强化起来的生长点。一般说来，它是由企业家而非一般管理人员和技术人员所创造出来的。这一卓越的创意设计，实际上是一个企业家基于某种技术的、产业的市场价格的新的“价值”发现。在某种意义上，看一个公司的技术水平和核心竞争能力优势，并不是看公司的研发人员，而是看公司的管理人员，管理人员对先进技术产品的市场洞察力比研发人员本身更重要。研发人员不需要创新，由高级管理人员确定市场上有销路的高技术产品，然后将产品分成若干技术节，分配研发人员去做。研发人员，是做具体的技术节，而对技术产品的市场判断全靠高级管理人员。其次是科学的思路谋划。要使创意设计成为财富，还必须进一步使创意设计企业化、经营化、资本化。再次是有效的决策机制。最后是实际的策略举措。必须认真地拟出策略，具体地作出部署，制定出一系列可行的办法。

以上从经营战略、竞争优势分析、内部管理和制度建设等宏观方面粗略地分析了如何培养核心竞争能力。具体到实践，在经济全球化和分工日益深化的今天，在培育核心竞争能力中很重要的一环是如何设计企业的战略价值链⁸，尤其是战略供应链。哈默尔和普拉哈拉德指出，公司在判别核心竞争能力的一个误区是，在判别自己与竞争者的竞争能力时，只看到最终产品的价格/性能比，这实质上

⁸价值链是企业理论之一，它将企业看作各种相互分离但彼此相关的生产职能的集合。价值链的形成集中在这些活动如何创造价值、什么决定成本，并给企业相当大的自由来决定这些活动的形成和结合。

就等于让自己的核心竞争能力慢慢消蚀。产生下一代竞争产品的内在技能不可能通过将业务承包出去和通过原设备厂商（OEM）供应关系而“租得”。有太多的公司在砍掉它们错认为只不过是“成本大户”的内部投资而决定使用外部供应商时，实际上不明智地放弃了自己的核心竞争能力。

美国麻省理工学院斯隆商学院的管理学教授查尔斯·法恩（Charles H. Fine）对供应链与竞争能力进行了详细的研究。他指出，“当前竞争的焦点以及企业机构的基本核心竞争能力是如何设计供应链。”他进一步地说，企业在构建核心竞争能力优势时，必须衡量业务外包的竞争优势和隐患。

有两段历史说明了结果会怎样大相径庭：如果克莱斯勒汽车公司（Chrysler）在 80 年代没有把整个汽车分系统的工程设计工作外包给供应商的话，该公司可能早已不复存在，也不会成为与戴姆勒—奔驰（Daimler-Benz）合并中具吸引力的一方。另一方面，IBM 公司为了把第一批计算机匆忙推向市场，放弃了巨大的商业利益，也丧失了消费者的忠诚感。今天，许许多多的个人计算机用户关心的是供应商的标志——“Intel inside”（内置英特尔芯片）或者视窗操作系统，并不在乎哪家公司制造了外壳。

法恩集中观察了那些在产品、技术和组织上经常发生变化的企业，并把它们归纳为快速“时钟速度”类的行业，包括电影、互联网服务和个人计算机。他认为，从这些行业他了解到的经验同样适用于汽车和那些演变缓慢的行业，如波音公司，它制造飞机的产品周期长达数十年。对这些企业演变的研究揭示，企业在开发新产品时必须把战略性的供应链决策考虑在内。80 年代时，鉴于日本企业的飞速发展，很多美国公司采取了“同步工程”的措施以加快产品进入市场的速度。这些公司改变了从前先设计产品，然后进行工程和工艺流程设计的做法，而是把这三者同时进行，从而节约了时间。法恩说，现在需要的是从一开始就把对供应链的仔细决策包括在内的“三维同步工程”（3-DCE）。他警告说，如果不包括供应链，那么公司就可能在以后的发展过程中遇到麻烦。更糟糕的是，“它们会冒着业务发展失控的危险。”

法恩仔细观察了两家最受人赞赏的汽车公司——克莱斯勒和丰田，对它们的供应链战略的长处和弱点进行了以下分析。

90 年代初的克莱斯勒公司与 80 年代的康柏计算机公司（Compaq）有些相像。基于模块化的产品供应链战略，康柏从 IBM 的供应商那里购买零部件，组装成与 IBM 兼容的个人计算机，并很快超过了 IBM。虽然汽车行业很少生产模块化的产品，但在 90 年代初，克莱斯勒的做法与康柏有些类似，它向福特汽车公司（Ford）和通用汽车公司（General Motors）购买零部件。

80 年代的时候，克莱斯勒公司资金短缺，在与供应商的关系方面遇到了重重困难。在那个垂直结构的时代，美国汽车制造商都倾向于关起门来进行零部件和分系统产品的知识和产品开发工作，而仅仅把个别零部件外包给供应商，让其按照具体规格进行低级生产加工。汽车制造商们还通过对每个项目进行招标的办法来压低价格。

克莱斯勒与供应商会面，提出了进行彻底改革的建议。克莱斯勒不再向它们发号施令和挑动它们竞相削价，而是承诺建立长期的关系，开发整套的分系统，并分享节约成本带来的益处。克莱斯勒的战略性改革确实是一个了不起的成功。公司极大地减少了新车开发和推向市场的总体时间和成本。克莱斯勒从破产的边缘，一举成为美国汽车三巨头中成本结构最低的公司。

不过，也有不理想的地方。克莱斯勒公司似乎降低了它对生产流程开发的相对重视，从而或多或少地损害了车辆的总体性能，例如可靠性。汽车的可靠性，以及噪音、震动等特性从外部供应商那里是得不到的，它是车辆整体工程系统所固有的。现在，随着与戴姆勒—奔驰合并，克莱斯勒公司找到了一个在汽车业中拥有最佳系统工程技术的伙伴。从各方面最好的情形来看，新成立的戴姆勒克莱斯勒公司将在增加速度的模块化和提高质量的流程一体化方面有出色的表现。

丰田汽车公司（Toyota）一直大量外包业务，它创建的集中在名古屋—丰田城工业区的供应链中的“精益生产系统”备受业界的好评。但是，它在其海外机构实行全球性三维同步工程时就遇到了困难。

一开始，丰田在北美的供应商在整个开发过程中就远远比不上丰田在日本的供应商。这些大供应商使丰田北美公司的佳美（Camry）和埃弗隆（Avalon）汽车晚了十个月才推出来，开发费用也大大增加了。对某些关键的零件，丰田公司实施了以前从未采用过的措施，在日本国内安排后备供应商，把这些零件紧急空运到北美的运费每月可高达 100 万美元。

这些问题的出现，主要是因为北美供应商们不熟悉丰田公司的生产工程系统，也因为丰田的日本和北美的工程部门在两地各有一批供应商，相互之间难以沟通。只有时间证明丰田公司是否会成为全球 3-DCE 的世界性的基准，也只有时间才能证明它的精益生产系统是否仅仅适用于日本当地的 3-DCE。

丰田还有一个担忧。它的很多电子零部件和系统是靠一家公司——田作公司（Denso）——供应的。有朝一日，顾客们选购汽车将会根据是否“Denso inside”（内置田作产品）或“Bosch inside”（内置博世产品”，而不问在汽车金属外壳上标着名称的公司。作为可能是世界上最成功的汽车企业，丰田公司并非对此无动于衷。丰田公司开始增加投资，提高公司在电子零部件方面的开发能力。

克莱斯勒和丰田案例表明，对供应链的决策对企业竞争力优势的影响是如何重要。

在一个变化速度越来越快的时代，一家企业取得的任何战略性的优势也越来越变得短暂。法恩认为，这是因为产业结构正在沿着一根“双螺旋线”经历继续不断的进化周期。以变化速度不太快的自行车行业为例，它在 20 世纪里走过从模块化生产到垂直型一体化生产，然后又回到模块化生产的周期。在计算机行业，个人计算机已经转到了模块化生产，而一个返回到垂直型一体化生产的趋势可能已经开始。具有讽刺意味的是，这一趋势的发动者之一就是那个首先开发模块化个人计算机、变化飞快的工业康柏公司。

法恩说，康柏公司“认为计算机业正在通过双螺旋线，并向一种一体化的、垂直的结构发展。在垂直的结构中，关键的产品是网络，而不是单独一台台具体的计算机。网络用户已经开始在寻找能够把硬件和软件结合起来的供应商。在这种情况下，康柏公司在 1998 年的诸多行动中，对数字设备公司 (Digital Equipment) 的兼并看来是有道理的。数字设备公司的大型服务机构能够解决用户在个人计算机、工作站以及服务器市场上对 Unix 和 Windows NT 平台方面的需要。当然，康柏的这一行动也可能是错误的。但是，如果它是正确的话，那么康柏就赢得了参与下一轮竞争的权利。”

概言之，企业必须根据自己所在行业结构特点，决定在那些供应链上有核心竞争优势，从而作出不同的外包决策。

4.3.4 中国上市公司企业核心竞争能力评析

(1) 中国上市公司核心竞争能力缺乏

我国上市公司中有不少企业在不少方面均有自己的独特专长，获得良好的发展空间。例如，海尔的国际星级服务、豫园商城的特殊文化内涵、邯郸钢铁的成本管理专长等等。但是，整体上讲，中国上市公司国际范围内的核心竞争能力缺乏，这主要表现在以下五个方面。

第一，很多公司发展和成功靠的是一些个人和偶然因素，缺乏核心竞争能力作为支撑，缺乏能长期保持业绩优良的公司。许多公司发展壮大主要靠个人魅力。像海尔的张瑞敏、春兰的陶建幸、小天鹅的朱德坤、特变电工的张进等。正是他们的科学决策、敢于创新、勇于开拓，使这些公司从默默无闻、甚至资不抵债的小厂，一跃成为今天全国有名的企业。但是，其中相当多的公司本身并未真正具备核心能力，在产品及研发等方面和其他同类企业相比也没有显著的优势。可以说，离开了这些创业领导人，企业的持续增长也会受到影响。还有一些企业增长

主要靠的是偶然因素。一个典型的例子是哈药集团。哈药集团内部管理机制是集团下设许多分厂。下面分厂没有投资权，必须将利润上缴集团公司，盈利的分厂为了留住利润，少交钱，便追求成本最大化，如哈药六厂去年广告费高达增加10亿元，通过巨额广告开支，人为提高成本，隐瞒利润。但铺天盖地的广告在另外一个方面“歪打正着”，提高了企业产品销售，使哈药集团成为中国绩优上市公司。但实质上，哈药集团研发能力还是比较薄弱，和国内同行企业相比并没有自己独特的竞争优势，还未形成自己核心的竞争力优势。

第二、企业盲目扩张，大多数公司仍是外延扩张式发展，围绕构筑核心竞争力提高运行质量的上市公司为数不多。上市公司注重通过资本市场募集资金，注重铺新摊子，增长方式还比较粗放。许多企业大搞所谓的“多元化经营”，什么赚钱干什么；能干什么行当就上什么项目；有什么关系资源就办什么企业，几乎可以说是纯粹的随机行为，有的干脆就是投机行为。这些多元化经营主要表现在注重短期效应，缺乏长远的发展战略考虑；企业扩张目标不明确，许多扩张行为不是由企业自身发展的内在要求所驱动几乎可以说绝大多数公司并没有成熟到真正从核心竞争力角度上作一番缜密的思考。如ST成都联谊，本是钢铁企业，因行业不景气，进行多元化经营，进入光盘、制药等行业，但终因缺乏相关竞争优势而经营失败。

第三、企业资产重组不注重培养核心竞争能力。我们可以将上市公司重组简单地划分为两种类型：一是以建立上市公司核心竞争力为目标，着眼于长远发展的重组，可称之为“实质性重组”，二是以保“壳”、保“配”为前提，着眼于解决眼前困难的重组，可称之为“非实质性重组”，其中主要是依靠对财务报表中相关项目的调整而完成，因此也可称之为“报表重组”。

因为若大股东不能占有上市公司相当大的股权，它就不愿意对公司投入较大的优质资源和精力。在“资产”的重组上，实质性重组将进行较大比例的资产置换，把大股东所拥有的具有核心竞争能力的资产投入上市公司，并把上市公司中已经不能盈利或竞争能力低下的资产尽量地剥离出来。在业务重组上，实质性重组把大股东拥有核心竞争力的业务主体转换入上市公司，而把原上市公司已衰落的业务剥离出去，形成主营业务的转换。在机制和管理上，实质性重组以大股东已获成功的机制和管理，来代替原来上市公司中僵化的体制和落后的管理，并实施管理的整合，向管理要效益。

非实质性重组（或报表重组）则与实质性重组形成了鲜明的对照。首先，在股权重组上，非实质性重组的新控股股东往往只有较低的权重，这就使大股东不愿对上市公司投入太多的资源与精力。其次，在资产的重组上，新大股东往往只

采用剥离部分不良资产，注入部分优质资产，或进行较小比例的资产置换。其目的仅仅是通过资产的调整，改变公司的债务结构和资产结构，实现当前的盈利，以便达到配股资格并争取配股。从业务上看，非实质性重组不会把一个可以带动整个上市公司的具有核心竞争能力的业务主体注入上市公司，而是在原有上市公司的基础上，通过调整资产负债表中的各项目实现利润表上的盈利目标。因此，业务的重组是比较混乱的，关键是不能形成新的核心竞争能力。在机制和管理上，非实质性重组往往不能将适应市场竞争的机制和管理植入上市公司，使公司仍保持了原有的机制，或者换人不换机制，换管理者但提高不了效率。

当前上市公司重组中，相当多的重组都是属于非实质性重组。上海证券交易所联合研究计划的一项研究表明，中国公司仍然具有外延扩张冲动，而约束公司规模外延扩张的根本因素是公司获得外部资金的能力。上市公司的外源融资优势使其能够大规模进行外延扩张。这种扩张虽然有许多合理的依据，但仍然有不少问题，缺乏效率。研究具体案例发现，至少以下 3 类重组没有带来重组效率提高，这些重组分别是：整体承债式兼并破产企业或濒临破产的企业、以控股股东所欠上市公司债务作为支付手段购买前者的资产和年末购买资产以求提高合并报表净利润的财务重组行为。

第四，核心技术研发能力较弱，公司产品结构和技术结构不能适应日益变化的市场需要，竞争能力下降，业绩不良。由于传统体制下形成了科研与生产一线相脱节，企业自身的研发能力基础相当薄弱，建立有真正实力的研发机构的上市公司还不多，真正能在这方面有重大突破的企业微乎其微，很难与国外具有高精尖技术的企业相抗衡。这从我国研发经费的投入就可以看出。1999 年全国 R&D 经费支出额为 678.9 亿元，占 GDP 的 0.83%，其中企业支出额仅为 336.7 亿元，还不如一些世界 500 强企业一家的投入。鉴于核心技术投入巨大，许多公司只是停留在低投入的简单组装线或拼装线上下功夫，所谓的创新和技术只是一种概念上的炒作，其实核心技术均掌握在人家手中。当国内彩电业满足于市场占有率提升的同时，国际彩电巨头索尼公司却成功实现了从传统家电企业向数码时代、网络时代企业的转型。另一方面由于国际竞争愈演愈烈，我国企业关键技术(核心能力)的选择空间极其狭小，在参与国际竞争中明显力不从心。

第五，上市公司盈利基础还不是很稳定。上市公司盈利中非经常损益部分还占相当比重。对 2001 年中报分析显示，非经常性损益占利润总额的比例为 28.41%，而去年同期是 23.77%。这说明上市公司对短期性收益的依赖较大，并有增强趋势，上市公司盈利水平在一定程度上缺乏长期持续性。

非经常性损益涵盖的范围较广，从它的组成来看，主要的来源是以下几个部

分：显失公允的关联交易；各种投资及资产置换；会计政策变更；政府各种补贴。其中政府的补贴所占比重较小；会计政策变更在近两年里影响较大，今后一段时期内随着我国会计制度向国际标准靠拢，会计政策变更还会产生越来越大的影响；关联交易、各种投资活动和资产置换是目前造成非经常性损益的主要来源。

(2) 核心竞争力薄弱的制度与经济原因分析

从深层次上看，中国上市公司核心竞争能力的缺乏，主要是因为中国正处于计划经济向市场经济转轨过程中，缺乏培养企业核心竞争能力的制度、产业、金融市场、组织资本和人力资源基础。

第一，作为核心竞争力赖以建立的公司制度基础尚不完善。上市公司在规范发展过程中，治理结构、管理机制等诸多方面尚存在不够完善之处，许多上市公司名义上是股份公司，实际上还沿袭国有企业的老机制。大多数上市公司由国有企业改制而来，在国有制占主导地位的情况下，所有权和经营权甚至与政府的调控角色不太清楚，公司决策依据往往不能完全依据市场，对公司发展目标的确定也不能完全市场化；贡献与报酬，权利和责任的相匹配的激励机制没有建立起来，企业赚钱，管理层获利，企业亏损，管理层不受惩罚，管理层投资冲动强烈，企业重复投资和重复建设现象严重；经理人才的选拔、激励和淘汰机制没有真正建立起来，企业家价值和企业家市场还没有形成，管理层不稳定，政府随意干预公司的经营和人事；投资决策的透明度和专业化水平低；相当多的企业是改制上市，剥离非核心企业，让核心产业上市，因此对上市公司与母公司之间的相互关系，还没有完全处理好。如长虹集团将空调资产作价卖给了自己的上市公司，表面上是为上市公司新增了一个利润增长点，但实际上是实现了一个战略风险大转移。随着空调竞争的加剧、利润的减少，这些上市公司前景令人担忧。此外，一些上市公司如猴王的控股股东还采取种种手段掏空上市公司。由于公司制度的不健全，上市公司无法建立核心竞争能力。

第二，缺乏形成核心竞争力的产业基础。从宏观层面上讲，上市公司整体创新能力的形成，与产业结构升级有一定关系。如果证券市场上有一批代表产业结构升级方向的企业，那上市公司整体的创新能力从而核心竞争能力就容易形成。产业结构的升级是由技术进步来推动的。我国由于创新体系还不健全，作为企业发展的技术基础，我国企业关键技术(核心能力)的选择空间是极其狭小的，中国现在真正能在这方面有重大突破的企业微乎其微，很难与国外具有高尖技术的企业相抗衡，整体上产业结构层次比较低，拥有独立自主创新能力的企业还比较少。同时 90 年代资本市场的发展重点也是为传统产业的国有企业融资，从而使得属

于能源、交通、邮电、通信、原材料以及代表产业发展方向的高新技术产业的公司所占比重更小。在我国现有的上市公司中, 商贸旅游类、化工类、重工业类、建筑建材类及纺织服装类比重过大, 而代表高新技术的信息网络、生物制药类上市公司很少, 而且其中有相当多的公司的产品技术还需要进一步的成熟和提升。由此可见, 目前上市公司主要由传统类型企业组成, 产品附加值低, 重复投资严重, 盈利能力下降也不可避免, 更难以形成真正的核心竞争力。

第三、上市公司培养有关核心竞争能力的经验、人力资源和组织资本匮乏。在向市场经济转轨过程中, 许多企业还不能完全适应市场的需要, 还没有培育核心竞争能力的经验。许多企业经营领导人过多地将失败原因归结于所处产业结构不好, 市场环境不景气, 缺乏培养核心竞争能力的观念和能力。经理人才的选拔、激励和淘汰机制没有真正建立起来, 企业家价值和企业家市场还没有形成, 也使得上市公司在构建核心竞争能力中面临严重的人力资源匮乏问题。

4.4 资产重组

中国证券市场经过 10 余年的历程, 取得了辉煌的成就。随着上市公司数量的增多, 上市公司资产重组也逐渐形成热潮。据统计, 自 1993 年宝安收购延中以来, 沪、深两地上市公司已发生过资产重组上千次, 重大股权转让几百次。在重组形式上, 也日益丰富, 有二级市场收购、协议转让、拍卖成交、资产剥离与置换、回购股份、吸收合并、托管租赁等等。随着证券市场的日益规范化, 上市公司资产重组中的报表式重组正在减少, 而涉及主营业务变化的实质性重组越来越多。资产重组已成为整个证券市场的一个非常重要的方面, 上市公司资产重组也成为热门研究的课题。

上市公司是资本市场的核心和基础, 上市公司资产重组则是证券市场的活力所在。实践表明, 上市公司发展的历史也是一部上市公司资产重组的历史。资产重组对上市公司成败有着重大的影响, 在证券市场运作中发挥着极为重要的作用。证券市场资源配置功能的有效发挥, 有赖于上市公司的资产重组。一方面, 资产重组可以将更好的企业、更好的项目置换到上市公司, 使资金配置到最富效率的地方, 同时也将上市公司的不良资产驱除于证券市场之外; 另一方面, 控制权市场的存在也对上市公司的经营管理构成了有效的制约, 促使上市公司提高经营管理水平, 改善经营业绩, 推动了上市公司的发展。

资产重组对上市公司成败的影响可以从以下几个方面来分析:

- (1) 资产重组是否改善了上市公司的经营业绩?
- (2) 资产重组是否推动上市公司产业结构改善?

(3) 资产重组是否优化了上市公司的公司治理结构？

4.4.1 中国上市公司资产重组的发展历史

1993年9月，国务院《股票发行与交易暂行条例》颁布不久，“宝延事件”就开创了我国上市公司收购的先河。根据我国上市公司资产重组发展的制度性特征，我们将其分为尝试阶段、初级阶段、发展阶段和新阶段等四个阶段。

(1) 上市公司重组的尝试阶段(1990年—1993年)

1990年，上海证券交易所和深圳证券交易所先后挂牌，标志着我国证券市场的正式建立。不久之后，上市公司资产重组也开始了有限的尝试。这一时期，我国证券市场本身还处于试点阶段，由此而生的资产重组也自然是一种尝试。本阶段的主要特征表现为：

(1) 法律制度和市场规则的准备严重不足。市场缺乏统一的行为规范，资产重组发生以后，才有管理者的参与和协调，实践在前制度约束在后，市场监管严重滞后。

(2) 资产重组的数量和规模都很小。当时上市公司数量较少，市场参与者各方对证券市场功能的认识也不够充分，对资产重组没有足够的思想准备，企业还没有把资本市场的运作纳入企业的经营战略，企业重组行为不成规模。

(3) 没有国有股转让的先例，所有重组的目光主要集中在二级市场和三无板块，重组涉及的上市公司范围很小。

(2) 上市公司重组的初级阶段(1994年—1997年)

以1994年4月恒通受让棱光实业国有股为起点，上市公司资产重组进入了一个新的阶段。这一阶段的重点是1996年和1997年，以国有股和法人股的转让为主要特征，市场行为趋于理性化。

(1) 重组动机是借壳上市。在这一阶段，很多未上市企业已经目睹了上市公司利用资本市场融资发展的“便利”，资产重组的主要目的便集中于通过入主上市公司获取上市公司在资本市场的融资渠道，在行业选择上对相关性和行业重视不够，进行资产重组时没有规模经济和降低交易成本的要求。

(2) 目标公司的选择多是处于衰退期的行业或产业周期低谷的行业，普遍业绩不佳，这与国际上的购并惯例有较大偏差。这一方面是由于我国上市公司属于相对稀缺资源，只有企业经营困难才会有转让股权的可能性；另一方面，重组方因为看重目标公司在资本市场上的融资能力而放弃了对目标本身所处行业的

要求。

(3) 支付方式上既有较多的股权划拨, 也有现金交易, 更多的是以资产换股权。我国上市公司多为国有控股企业, 入主方也多为国有企业, 因此出现了较多的股权直接划拨。从国有企业划拨给国有企业, 并没有从根本上改变上市公司的国有控股性质, 有利于国有资产的战略重组和整合。如果重组方是民营企业, 则可能发生现金支付, 但重组的目的就在于获取融资渠道, 因此往往又伴随现金加资产换股权的形式。

(4) 并购后通常会注入优质资产, 剥离劣质资产。由于重组目标公司一般都是行业发展前景不妙, 经营业绩欠佳, 甚至发生严重亏损的公司, 而要在资本市场上获取配股融资能力, 按有关政策规定又必须具备一定的经营业绩条件(如对净资产收益率的要求和盈利记录的要求), 因此重组方入主上市公司以后, 往往通过注入优质资产和剥离劣质资产来改变企业的经营状况, 以尽快使控股上市公司恢复配股融资资格。

(3) 上市公司资产重组的发展阶段(1998年-1999年)

1998-1999年, 是中国证券市场逐步走向成熟的重要阶段。在这一时期, 上市公司重组次数大量增加, 重组规模也越来越大, 仅1998年就有368家上市公司参与了657例资产重组事件。在这一阶段, 有关重组的法规和会计准则日益完善, 中介机构水平得到了提高, 上市公司资产重组的技巧得到了发展。但是由于种种原因, 这一阶段的重组仍然是问题重重, 给市场留下了许多潜在的问题。

(1) 资产重组与二级市场发生更密切的联系。在这一阶段, 一些投资类企业纷纷向上市公司抛出“绣球”, 参与上市公司的资产重组活动, 如海通证券和深圳德庐投资发展有限公司的控股行为, 都分别在1999年实现了较好的投资效益。但资产重组与二级市场之间的联系也越来越密切, 重组黑幕日益严重。

(2) 控股权转移明显增加。重组中涉及控股权变化的重组成了一种普遍的现象, 1997年仅25起(其中协议转让15起), 而1998年有90多起。

(3) 重组模式日益丰富。这一阶段, 上市公司资产重组方法推陈出新, 不再局限于国有股权、法人股权转让和二级市场的股权收购, 新方法不断涌现, 在市场上取得了良好的效果。例如清华同方吸收合并山东鲁颖电子公司, 由合并方清华同方合并被合并方鲁颖电子的资产、负债及相应的权益, 注销鲁颖电子现有的法人地位, 鲁颖电子股东所持有的鲁颖电子全部股份按照1.8股换1股的折股比例换取清华同方定向发行的人民币普通股。

(4) 证券法实施后的新阶段(以 1999 年《证券法》颁布实施为起点)

1999 年 7 月 1 日,《证券法》正式实施,从而揭开了上市公司资产重组的新阶段。随着证券市场日益规范化,规范运作将成为今后资产重组的主题,各种制度的建立和严格的监管措施将使资产重组市场更加成熟。但在这一过渡时期,资产重组仍然难以摆脱缺乏价值创造和二级市场投机严重的弊病。

在这一阶段,上市公司资产重组主要有以下特点:

(1)上市公司资产重组数目急剧增加,资产重组成为证券市场的最大热点。资产重组的新类型和新模式也不断涌现,出现了许多创新的上市公司资产重组模式。但市场上真正以转换经营机制、实现资源优化配置为目的的价值创造型资产重组还很少,政府在重组中所起的作用还带有明显的计划经济色彩。

(2)参与重组的民营企业日益增多,但政府主导的资产重组仍然占有较大比重,尤其是政府对 ST、PT 公司的资产重组都给予了较多的关注。一些存在严重问题的上市公司,如郑百文、银广厦等等,其资产重组引起了整个证券市场的重点关注。

(3)重组中的虚假重组现象仍然严重,特别是不少上市公司重组在一些机构的操纵下成为二级市场股价操纵的砝码,对投资者利益造成了严重的损害。庄家借重组之名来行操纵股价之实的事情时有发生,中科系就是其中的典型。

(4)监管部门开始重视对资产重组的规范工作。为了保护广大投资者的利益、规范上市公司的资产重组行为,从 2000 年年中开始,中国证监会就开始加大对上市公司资产重组的监管力度。如 2000 年,中国证监会出台了一系列打击虚假重组、鼓励实质性重组的政策措施;2001 年伊始,中国证监会公开调查中科创业;2001 年 2 月,中国证监会和新华社双双公开谴责郑百文重组。种种迹象表明,管理层将大大加强对上市公司和资产重组行为的监管,新会计准则也对债务重组做出了新的规定,使企业少了一条利用资产重组改善经营业绩的捷径。所有这些都将影响上市公司未来的资产重组行为。

4.4.2 上市公司重组的动因分析

(1) 上市公司资产重组是证券市场发展的自然要求

证券市场的基本功能主要是两个:筹资功能和资源配置功能。对于那些经营业绩差的上市公司而言,其实它们已经丧失了筹资的功能,不可能再从证券市场筹集资金,对于证券市场而言,它们已经成为证券市场筹资功能发挥作用的障碍。如果不把它们从证券市场剔除出去,证券市场效率就会受到影响。同时,资产重组也是证券市场资源配置功能发挥作用的关键所在。通过资产重组,将经营

效率差的公司排除出去，而将经营管理水平好的企业引入证券市场，才能够充分发挥我国证券市场的资源配置作用。中国证券市场仍然是一个年轻的、不成熟的证券市场，只有积极发挥资产重组的作用，才能够推动证券市场的不断发展和日益成熟。尽管中国上市公司资产重组还存在许多严重的问题，但不容否认资产重组对证券市场发展还是起到了积极作用的，不少上市公司的资产重组确实给上市公司带来了新生，给证券市场带来了新鲜的血液，实现了重组过程中的价值创造，促进了证券市场的发展。事实上，随着中国资本市场和社会主义市场经济的不断发展，积极利用资本市场，开展资本经营已经成为许多企业的重要经营内容。通过上市公司资产重组，追求财务协同效应和经营协同效应，实现企业更快地发展，获得更大的市场份额，追求战略发展目标，是我国证券市场发展的自然要求。

(2) 证券市场先天不足造成部分上市公司经营业绩低下成为“壳资源”

在我国证券市场初建时期，特定的制度安排导致上市公司质量不高、规模偏小、抗风险能力低、经营机制不规范、产权不明晰，在市场竞争处于不利地位，这是“壳资源”形成的重要阶段。特别在我国股份制试点较早的省市，基于当时的制度环境，主动选择了在商品经济中缺乏竞争力的企业成为现代企业制度试点的首选对象，其中不少被逐步推上了证券市场（包括后来以解决历史遗留问题方式上市或以占用额度上市的企业）。但是，这种上市公司并没能从根本上改变经营状况，更多的只是积累了大量经验为规范股份制改造奠定了基础，为培养人民大众的金融和投资意识作出了贡献。这些数量众多的上市公司没有形成优势产业或成为龙头企业，通常都具备“壳资源”的潜在特征。

1992年以后，在对当时的证券市场进行管理和对市场资源进行分配的过程中形成的额度管理制和两级审批制，一方面有利于规范证券市场，发挥地方政府和中央主管企业信息拥有较为全面的优势，另一方面也导致形成更多的“壳资源”。1995年以前，额度管理办法以限规模不限家数为主要特征，因此各地方为了用足额度，在没有合适上市公司时搞“拉郎配”，在分配时将额度“蛋糕”切小，使许多不具备上市资格的企业挤进股票发行行列，有的地方甚至将企业车间分离包装上市，导致我国证券市场上出现了一大批具有“壳资源”潜在特征的上市公司。国家明确提出支持国有大中型企业转机改制的指导方针，一大批国有大中型企业经过改制走上中国的证券市场，却有不少业绩优良、发展前景看好的民营企业却被拒之于证券市场大门外，产生了出现了企业上市的不公平性和非市场竞争性。于是，“借（买）壳上市”的资产重组现象应运而生，一大批经营状况差的上市公司成为市场追逐的“壳资源”。

(3) 政府将资产重组作为国有企业产业结构调整的手段

推动我国上市公司资产重组快速发展的另一个重要动力来自于政府。事实上，自中国证券市场创立以来，各级政府逐渐认识到资产重组的积极作用，纷纷把上市公司资产重组作为现阶段国企战略性重组和产业结构调整的重要手段。由于我国长期重一、二产业，轻第三产业，国有企业中传统产业占多数，科技含量高、资本和知识密集型产业发展缓慢，经济运行中的结构性矛盾较为突出。各级政府在调整本地产业结构，推动产业转型，开展国有企业战略性重组的过程中，都面临艰巨的任务。由于证券市场制度方面的一些原因，以及客观存在的上市公司“壳资源”现象，各级政府一方面需要将本地重点扶持的产业和企业推向证券市场，获得证券市场融资渠道，另一方面也需要对本地已经形成的经营差、亏损严重的上市公司进行重组，挽救这一重要的融资窗口。同时，证券市场管理层也希望通过资产重组和提高上市公司质量来降低股票市场的市盈率，同时鼓励高科技企业通过资产重组进入证券市场，实现国有企业战略性改组，完成国民经济的战略性调整，从而充分利用资本市场为国企改革服务。从操作上看，上市公司通过资产重组实现产业调整和升级也容易得到地方政府的支持。

(4) 市场投机和股价操纵的需要

由于种种原因，我国证券市场在发展过程中存在一些先天不足，市场投机现象较为严重。应该说，上市公司资产重组在一开始并没有和二级市场投机有太多联系，但随着我国证券市场的发展，一些问题逐渐浮现出来。相当多的上市公司资产重组和市场投机产生了直接的联系，往往是一边在暗箱操作，进行上市公司资产重组，另一边是投机机构在悄悄低价买入上市公司股票，吸纳今后获利的“筹码”。到资产重组消息宣布时，股票价格已经涨幅惊人。一旦重组成功的消息宣布，股价已经到达顶端，此时买入股票的中小投资者则难以摆脱高位套牢的命运。在这样的背景下，证券市场上资产重组的消息漫天飞，真真假假的消息之间掩藏了股价操纵的黑幕，出现了许多专门寻找重组对象，利用资产重组改善上市公司“基本面”，从而大幅度地拉抬股价获取暴利的投资机构。

4.4.3 资产重组对上市公司经营业绩的影响

资产重组对上市公司成败影响最重要的一个方面就是看资产重组是否有效地改善了上市公司的经营业绩。从各类统计数据来看，资产重组对上市公司业绩改善起到了积极的作用，但这种作用主要是一种短期性的影响，从更长的期限来

看，资产重组对上市公司经营业绩并没有发挥很好的作用。表 4-11 “部分重组后业绩滑坡上市公司概况” 选择了部分重组公司为代表，记录了它们重组前后的业绩变化。从中我们可以清楚地看到，在重组发生的当年或者次年，上市公司业绩普遍得到了提高，但之后却又大幅下降，资产重组活动并没有给它们带来可持续的业绩改善。

表 4-11：部分重组后业绩滑坡上市公司概况

股票名称	第一大股东变更情况	每股收益（元人民币）					
		2001 年中 期	2000	1999	1998	1997	1996
亿安科技	广东亿安科技发展控股有限公司（1999-2001） 深圳市商贸投资控股公司（1997-1999） 深圳市天俊实业股份有限公司（1993-1997） 深圳市粮油食品进出口公司（1992-1993）	-0.23	0.25	0.256	-0.85	0.11	-0.23
赛迪传媒	海南国邦集团有限公司（1997-2001） 海南港澳国际信托投资有限公司（1992-1997）	0.00	0.09	-0.18	-0.61	0.03	-0.31
ST 猴王	宜昌市夷陵国有资产经营公司（2000-2001） 猴王集团公司（1997-2000 年） 宜昌市国有资产管理局（1993-1997 年）	-0.11	-2.28	-0.22	0.13	0.18	0.27
银广夏 A	深圳市广夏文化实业有限公司（1999-2001） 香港中昌国际有限公司	-0.04	0.83	0.51	0.41	0.23	0.32
ST 联益	广东飞龙集团有限公司（1997-2001） 成都联益集团公司（1996-1997）	-0.06	-0.15	-0.83	0.17	0.38	0.23
PT 郑百文	郑州百文集团有限公司（1998-2001） 郑州市国有资产管理局（1996-1998）	-0.13	-0.24	-4.84	-2.54	0.45	0.37
ST 幸福	名流投资集团有限公司（2000-2001） 湖北省国际信托投资公司（1999-2000） 幸福集团公司（1996-1999）	-0.00	-0.98	-0.21	0.22	0.42	0.52
ST 中燕	中国北京国际经济合作公司（1999-2001） 北京中燕实业集团公司（1996-1999）	-0.24	-0.15	0.10	-0.19	0.00	0.09
天创	北京天创房地产开发公司（1999-2001）	-0.00	-0.40	0.17	0.15	0.30	0.36

置业	海通证券有限公司 (1997-1999) 贵州省国有资产管理局 (1996-1997)	8	7				
ST 鞍 一工	鞍山市国有资产管理局 (2000-2001) 辽宁工程机械 (集团) 有限责任公司 (1996-2000) 鞍山市国有资产管理局 (1994-1996)	-0.1 9	-0.4 9	-0.0 3	0.00	-0.6 8	-0.1 7
ST 黄 河科	黄河机器制造厂 (2000-2001) 长岭黄河 (集团) 公司 (1996-2000) 国营黄河机器制造厂 (1994-1996)	-0.1 1	-0.2 2	0.35	0.06	0.05	2.11

1998年,原红旗和吴星宇以1997年资产重组公司为样本,对上市公司资产重组的经营业绩效应进行了实证分析,他们的研究比较了公司重组前后的4个会计指标,发现重组当年样本公司的每股收益、净资产收益率和投资收益占总利润的比重较重组前一年有所上升。檀向球以上海证券交易所挂牌的在1998年发生重组的公司为样本,用曼-惠特尼U检验方法来检验重组样本公司经营状况有没有取得实质性的提高,发现42个案例所涉及的38家上市公司对外购并扩张后经营状况下降了;31个案例所涉及的26家上市公司经过股权转让后,整体经营状况有显著提高;7个案例所涉及的7家上市公司经过资产或股权剥离后,整体经营状况有显著提高。这些研究都重点关注了资产重组对上市公司经营业绩的短期效应,而“上证联合研究计划第一期”课题“沪深股票市场公司重组绩效实证研究”是目前为止最为全面的一项。该项研究对我国上市公司资产重组频发期(1997-1999年)所有不同类型重组事件进行了研究,得出了上市公司资产重组并没有实质性改善上市公司的经营业绩,重组公司的经营业绩在重组当年或者重组后的次年出现了明显的正向变化,但随后即呈下降趋势。

将上市公司资产重组分为四个大类进行考察:扩张型重组,收缩型重组,控制权转移型重组和公司内部重整。

(1) 控制权转移类公司重组的经营业绩变化

上市公司控制权转移,是指上市公司控股权的转移,即原第一大股东放弃控股权,新的企业主体以净资产溢价方式有偿取得目标公司控制权或在政府干预下无偿获得国家股从而取得控股股东地位,包括原非控股股东转为控股股东。其中无偿划拨是指国家股持股主体转移,股权性质并没有发生变化。完整的控制权转移是由两个交易过程构成的:一是收购上市公司控股权,二是上市公司反向收

购新的控股股东的资产。控制权转移包括国有股无偿划拨和控制权有偿转让两种类型。先看国有股无偿划拨类重组样本公司经营业绩的变化。

国有股无偿划拨导致的控制权转移类公司重组的经营业绩变化是滞后的，重组当年业绩并无明显改善，而业绩的明显改善则发生在重组后的第二年，其后公司经营业绩则开始下滑。除 1999 年 30 家样本公司因观察期有限而看不出明显趋势外，1997 年 7 家和 1998 年 22 家样本公司的业绩变化趋势大体相当。

以 1997 年样本公司经营业绩变化为例。从反映公司经营目标——股东权益最大化的财务指标即净资产收益率（return on equity, ROE）看，1997 年 7 家样本公司重组前的 1996 年 ROE 为 0.71%，重组当年至 1999 年的 ROE 分别为 4.08%、11.01%和-4.12%，2000 年中期报告公布的 ROE 为-6.06%。从 ROE 变化率看，7 家样本公司重组前的 1996 年为-89.22%，重组后的 1997—99 年分别为 476.94%、169.91%和-137.40%，到 2000 年中期报告时，ROE 较上年同期的变化率为-508.08%（见表 4-12）。

从业务规模指标看，除 1999 年外，1997 年和 1998 年重组当年主营业务收入呈负增长（分别为-1.21%和-11.49%），而在重组后的第二年主营业务增长率分别为 71.34%和 15.93%。重组后的第三年主营业务增长情况则有差异，其中 1997 年 7 家样本公司在重组后的 1999 年主营业务收入呈负增长（-4.43%），而 1998 年 22 家样本公司重组后到 2000 年中期报告显示主营业务收入有较大幅度的增长（34.40%）。

从盈利能力即利润总额和净利润增长率指标看，除 1999 年外，1997 年和 1998 年重组当年两项指标均呈负增长，分别为-8.30%、-19.01%和-66.71%、-75.64%。到第二年两项指标的增长幅度较大，分别为 344.34%、490.00%和 235.54%、308.12%，其中净利润增长率超过总利润增长率，表明重组后税收效率提高了。

总体上看，国有股无偿划拨导致控制权转移的公司重组业绩变化呈现出两个特征：（1）业绩变化具有滞后性，重组当年经营业绩并无改善，明显的经营业绩改善多发生在重组后的第二年，其后业绩增长率开始下降；（2）导致业绩改善的力量来自两个方面，一是主营业务收入的增加，二是税收效率的提高，其中外生因素（税收优惠政策）引起的增长超过内生因素（主营业务增长）带来的增长；（3）不同年份的重组引致的业绩变化的持续性程度不同，如 1998 年重组样本公司的第三年业绩增长幅度较第二年虽有下降，但仍比 1997 年重组样本公司的同期增长率高。这似乎表明，随时间的推移，不同年度的重组效率呈提高趋势。

表 4-12：1997—99 年国有股无偿划拨类的公司业绩变化（%）

1997 年 7 家样本公司业绩变化					
年度	主营业务收入增长率	利润总额增长率	净利润增长率	ROE	ROE 变化率
1996	11.87	10.07	-5.42	0.71	-89.22
1997	-1.21	-8.30	-19.01	4.08	476.94
1998	71.34	344.34	490.00	11.01	169.91
1999	-4.43	-53.60	-60.66	-4.12	-137.40
2000	27.29	38.82	17.89	-6.06	-508.08
1998 年 22 家样本公司业绩变化					
年度	主营业务收入增长率	利润总额增长率	净利润增长率	ROE	ROE 变化率
1997	11.32	-25.00	-24.00	12.15	2.60
1998	-11.49	-66.71	-75.64	-44.27	-464.31
1999	15.93	235.54	308.12	12.07	127.25
2000	34.40	172.36	226.99	3.48	-59.14
1999 年 30 家样本公司业绩变化					
年度	主营业务收入增长率	利润总额增长率	净利润增长率	ROE	ROE 变化率
1998	-1.03	-4.53	-14.76	12.70	-1.93
1999	15.65	4.53	10.87	6.86	-45.97
2000	28.83	35.15	19.86	0.82	-9.34

资料来源：样本公司相关年度和中期财务报告会计数据经计算得到。2000 年为中期财务报告数据。

控制权有偿转移类型的公司经营业绩变化模式与国有股无偿划拨导致的控制权转移类型的公司业绩变化模式有明显差异（见表 4-13），表现为：

（1）重组前，样本公司的经营业绩相对较差。以反映公司目标——股东权益最大化的财务指标 ROE 为例，考察期国有股无偿划拨导致的控制权转移类型的公司在重组前的 1996 年、1997 年和 1998 年样本公司平均 ROE 分别是 0.71%、12.15%和 12.70%。而考察期控制权有偿转移类型的公司，在重组前的 1996 年、1997 年和 1998 年 ROE 分别是 5.57%、5.91%和-2.05%。这种情况似乎表明，接管

者对那些经营效率低的公司有兴趣。仔细分析发现，被接管公司的低效率经营或亏损，在股票价格上的反映是价格较低，接管者真正的兴趣可能在于被接管公司股票价格的低估。

(2) 与国有股无偿划拨导致的控制权转移类型的公司业绩变化模式不同，控制权有偿转移类公司在重组当年业绩就有明显变化，其后则表现出下降趋势。这种业绩变化特征反映在股票市场上是重组当年的市场累积超常收益率大幅度上扬，重组消息公告后的市场累积超常收益率则明显下降，表现出股票市场反应与业绩变化之间的相关性。

分析具体财务指标发现：

(1) 除个别情况外，反映业务规模的指标即主营业务收入的增长幅度远远小于盈利能力指标即总利润、净利润和净资产收益率的增长幅度。1997年16家样本公司、1998年56家样本公司和1999年51家样本公司重组当年的主营收入增长率分别为45.29%、10.32%和5.14%，而当年总利润增长率分别高达512.68%、68.47%和41.41%，净利润增长率高达753.82%、66.07%和58.55%，净资产收益率变化率分别达72.01%、-36.29%和635.24%。主营业务收入增长率远低于利润增长率，在制度环境（如会计制度、税收政策等）相对稳定的情况下，只能有一种解释，即非经常收益（如投资收益、税收节省等）所占比重较大。仔细研究样本公司的年度财务报告，发现有近80%的样本公司投资收益比重在重组当年呈上升现象。

(2) 不同年份重组引致的业绩变化的持续程度，随着时间的推移，表现出与国有股无偿划拨类重组相同的特征，即1998年和1999年样本公司业绩增长的持续性较1997年好。1997年16家样本公司的业绩在经历1997年重组当年的大幅成长后，到1998年和1999年即出现明显下降；1998年56家样本公司和1999年51家样本公司在经历重组当年业绩的大幅上升后，次年年报（或中期报告）显示业绩仍有较好的增长。

(3) 不同年度控制权有偿转移引致的业绩变化幅度差别较大。1997年16家样本公司重组当年的业绩变化幅度大，而1998年和1999年样本公司的业绩变化幅度相对比较平稳。以净利润增长率为例，1997年重组样本公司当年净利润增长率高达753.82%，而1998年和1999年样本公司重组当年净利润增长率为66.07%和58.55%。这种情况体现在重组公司的市场反应上，表现为股票投资的超常收益率逐步由1997年和1998年的较高水平回复到1999年的较为理性的区间内，尤其是1999年重组样本公司的市场反应较1997年和1998年重组样本公司的市场反应要理性得多。

表 4-13: 1997—99 年控制权有偿转移类公司的业绩变化 (%)

1997 年 16 家样本公司业绩变化					
	主业收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化率
1996	-15.16	-46.88	-61.14	5.57	-34.50
1997	45.29	512.68	753.82	9.58	72.01
1998	39.12	7.28	-1.26	12.31	28.50
1999	1.49	0.27	-3.33	-4.67	-137.92
2000	20.62	18.17	14.31	2.80	-26.38
1998 年 56 家样本公司业绩变化					
年度	主业收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化率
1997	9.83	-17.95	-26.67	5.91	-48.41
1998	10.32	68.47	66.07	3.76	-36.29
1999	10.17	27.74	39.89	10.32	174.39
2000	11.08	2.05	2.70	4.35	-17.01
1999 年 51 家样本公司业绩变化					
年度	主业收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化率
1998	3.93	-3.63	-19.15	-2.05	-130.07
1999	5.14	41.41	58.55	10.95	635.24
2000	29.15	57.74	59.75	4.84	83.83

资料来源：根据样本公司各有关年度报告或中期报告经计算得到。2000 年为中期财务报告数据。

(2) 扩张式公司重组的经营业绩变化。

这里将扩张式重组界定为上市公司对外投资、购买资产和并购其它公司，不包括控制权转移类型的上市公司在新控股股东入驻后购买该股东控制的资产的行为（因为这类关联交易是控制权转移的后重组行为，是交易的完整组成部分），但包括购买非关联方资产的行为。扩张式重组活动包括：（1）上市公司横向兼并、纵向兼并和混合兼并上市或非上市公司，其中以兼并非上市公司为主；

(2) 上市公司对外收购经营性资产和进行控制性股权投资；(3) 组建联营公司。

总体上看，扩张式重组对样本公司经营业绩的影响并不明显，尤其是，扩张并没有带来公司盈利能力的明显提高。以 ROE 变化率为例，1997 年 66 家样本公司的平均 ROE 变化率在重组前（1996 年）、重组当年和重组后（1998 年、1999 年和 2000 年中期）分别是-26.00%、-27.39%、-55.31%和-91.10%；1998 年 196 家样本公司在重组前、重组当年、重组后的 1999 年和 2000 年中期，平均 ROE 变化率分别是-29.83%、-8.86%、-21.11%和-16.75%；1999 年 178 家样本公司的业绩变化与前两年的情况稍有差异（见表 4-14）。

表 4-14：1997—99 年扩张式重组的业绩变化（%）

1997 年 66 家样本公司业绩变化					
年度	主业收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化 率
1996	4.32	-9.63	-8.69	17.57	-26.00
1997	16.97	12.48	13.01	12.76	-27.39
1998	8.15	-15.30	-17.45	9.35	-26.73
1999	29.94	3.14	-1.90	4.18	-55.31
2000	36.77	11.21	4.02	0.36	-91.10
1998 年 196 家样本公司业绩变化					
年度	主业收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化 率
1997	13.03	20.66	21.70	12.77	-29.83
1998	17.57	21.75	16.72	11.64	-8.86
1999	27.54	-4.43	-1.14	9.18	-21.11
2000	33.38	15.03	9.57	4.48	-16.75
1999 年 178 家样本公司业绩变化					
年度	主业收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化 率
1998	12.53	20.03	9.15	4.09	-67.69
1999	25.16	10.51	18.02	11.27	175.50
2000	26.42	20.48	18.05	4.98	-23.18

资料来源：根据样本公司各有关年度报告或中期报告经计算得到。2000 年为中

期财务报告数据。

1997—99 年扩张式重组的业绩变化的共同特征是：除个别年份外，各年度重组样本公司平均主营业务收入增长率呈逐步上升趋势。1997 年 66 家样本公司重组前与重组当年及其后的 1998 年、1999 年和 2000 年中期财务报告数据（经计算整理）显示，平均主营业务收入增长率分别为 4.32%、16.97%、8.15%、29.94% 和 36.77%。1998 年 196 家样本公司重组前与重组当年及其后的 1999 年和 2000 年中期，平均主营业务收入增长率分别是 13.03%、17.57%、27.54% 和 33.38%。1999 年 178 家样本公司重组前、重组当年和重组后的 2000 年中期，平均主营业务收入增长率分别为 12.53%、25.16% 和 26.42%（见表 4-14）。这些数据表明，虽然扩张式重组中不乏地方政府干预而将劣质资产注入上市公司（如承债式整体兼并破产或濒临破产的企业）的行为，扩张式重组整体上也未脱离外延式数量扩张倾向，但整体上扩张的结果是公司主营业务收入的持续增长。

与主营业务收入的持续增长相反，盈利能力指标显示的结果并不乐观。1997 年 66 家样本公司重组前的 1996 年平均总利润增长率、平均净利润增长率和 ROE 平均变化率分别是 -9.63%、-8.69% 和 -26.00%；而重组当年上述三项指标值分别为 12.48%、13.01% 和 -27.39%；重组后的 1998 年三项指标分别为 -15.30%、-17.45% 和 -26.73%，1999 年分别是 3.14%、-1.90% 和 -55.31%；2000 年中期情况则有所改善，指标值分别达到 11.21%、4.02% 和 -91.10%。1998 年 196 家样本公司重组前后的业绩变化情况大体类似。

主营业务收入呈稳步增长趋势，而盈利能力指标则呈下降态势，显然只能用管理效率和成本效率未见提高来解释。在理论上，公司扩张的边界决定于公司管理能力是否“过剩”，公司只能在其管理能力边际上决定扩张的边界。

（3）收缩式重组的经营业绩变化

中国上市公司收缩式重组活动，包括：（1）部分经营性或非经营性资产剥离，其中非经营性资产剥离同中国过去“大而全”、“小而全”的企业组织有关；（2）子公司股权剥离；（3）公司股份回购缩股。收缩式重组仅仅限于单纯的资产或股权剥离与回购，资产置换不考虑在内，控制权转移类型的公司剥离资产的行为同样视为该种重组的完整部分，不计入收缩式重组。

从表 4-15 中可以看出，考察期各年度收缩式重组样本公司的经营业绩变化呈现出差异性，其中 1997 年和 1999 年样本公司重组当年的经营业绩有所改善，而 1998 年的公司重组业绩在重组当年有所下降。1997 年重组的公司主营业收入增

长率从上一年的 4.32% 下降到重组当年的 2.91%，但利润指标都大幅度上升，利润总额增长率、净利润增长率和 ROE 分别从上一年的 -6.97%、-4.16% 和 -1.07% 上升到重组当年的 33.48%、36.95% 和 9.85%。1999 年重组的公司业绩则全部上扬，主营业务收入增长率、利润总额增长率、净利润增长率和 ROE 分别从上一年的 -0.84%、-32.49%、-46.91% 和 -5.80% 上升到 20.99%、83.43%、117.00% 和 6.63%。但是，大多数指标在重组次年又开始变坏。

而 1998 年样本公司的业绩在重组当年则有下降，主营业务收入增长率、利润总额增长率、净利润增长率和 ROE 分别从上一年的 13.00%、38.32%、39.83% 和 7.31% 下降到重组当年的 1.82%、-14.09%、-21.57% 和 5.35%。与 1997 年和 1999 年的公司重组不同，这些指标在重组的次年又开始好转，但到第三年又开始下降。因此，这似乎表明，1998 年重组对经营业绩的影响与 1997 和 1999 年两个样本年份的公司重组的影响是一样的，只是在时间上滞后了。因此，总体上看收缩式重组对样本公司当年业绩有一定的正向影响，但并不显著。

表 4-15：1997—99 年收缩式重组的业绩变化 (%)

1997 年 18 家样本公司业绩变化					
年度	主营业务收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化 率
1996	4.32	-6.97	-4.16	-1.07	-109.25
1997	2.91	33.48	36.95	9.85	1016.14
1998	-3.92	-2.44	-39.59	-10.37	-205.29
1999	29.58	-37.00	-4.81	-4.43	57.23
2000	39.88	87.11	88.06	-23.42	-638.86
1998 年 91 家样本公司业绩变化					
年度	主营业务收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化 率
1997	13.00	38.32	39.83	7.31	-26.60
1998	1.82	-14.09	-21.57	5.35	-26.77
1999	16.87	6.55	2.24	3.03	-43.35
2000	14.99	0.81	1.33	-17.24	-1040.13
1999 年 137 家样本公司业绩变化					
年度	主营业务收入	利润总额	净利润增	ROE	ROE 变化

	增长率	增长率	长率		率
1998	-0.84	-32.49	-46.91	-5.80	-155.71
1999	20.99	83.43	117.00	6.63	214.43
2000	33.97	13.84	7.06	2.03	-49.29

资料来源：根据样本公司各有关年度报告或中期报告经计算得到。2000 年为中期财务报告数据。

(4) 内部重组类公司的业绩变化

公司内部业务重整是指重整公司主营业务。公司重整主营业务，包括部分资产置入与置出和整体资产置入与置出。部分资产置入与置出即部分资产置换，方法是：交易双方（通常是关联方，即控股公司和重组目标公司）将经过评估的资产进行等值置换，控股公司置入的资产是优质资产，被重组公司置出的则是劣质资产。整体资产置入与置出即整体资产置换，通常发生在控制权转移类型的公司重组中，或公司主营业务无以维系的公司中。公司内部重组，包括单纯的资产置换和公司内部业务架构调整，控制权转移后发生的资产置换不计入此列。

表 4-16 的数据描述了内部重组类公司的业绩变化。从表中我们看到，（1）除 1997 年重组的公司外，1998 年和 1999 年重组的公司的业绩在重组的当年从所有的指标来看都变好了。1997 年重组的公司规模指标在重组当年改善，但赢利指标在重组当年下降，不过，到了次年所有的指标又得到改善。（2）到了重组的次年，各样本公司的业绩变化并不在所有指标上都一致，基本上都上一些指标上升了，另一些指标下降了，而且这些上升和下降的指标并不相同。

表 4-16：1997—99 年内部重组类公司的业绩变化（%）

1997 年 3 家样本公司业绩变化					
年度	主营业务收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化率
1996	-4.13	-0.81	17.44	11.63	-33.70
1997	-0.71	7.00	4.95	9.61	-5.78
1998	21.53	10.80	9.93	10.01	1.39
1999	15.34	18.87	0.67	9.10	-3.03
2000	7.64	20.21	9.04	3.01	-8.32
1998 年 57 家样本公司业绩变化					

年度	主营业务收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化率
1997	14.53	12.71	5.41	-18.68	-287.14
1998	15.46	22.38	17.08	9.60	151.23
1999	24.01	-2.22	-18.63	10.29	7.19
2000	30.14	22.74	19.25	-20.35	-1063.97
1999 年 41 家样本公司业绩变化					
年度	主营业务收入 增长率	利润总额 增长率	净利润增 长率	ROE	ROE 变化率
1998	4.70	5.63	2.09	6.02	-36.33
1999	17.37	29.06	24.63	-3.05	-150.70
2000	65.75	50.02	27.34	-21.04	-762.45

资料来源：根据样本公司各有关年度报告或中期报告经计算得到。2000 年为中期财务报告数据。

(5) 小结

前面的研究结果清楚地表明，我国上市公司资产重组对上市公司经营业绩并没有产生持续性的有利影响。上市公司重组当年或者重组后的次年一般都出现了明显的正向变化，但随后却出现了下降趋势，表明中国上市公司重组主要是“报表性重组”，重组中的业绩改善有严重的虚假成分，上市公司重组效率还有待提高。

4.4.4 资产重组对上市公司产业结构的影响

我们前面的研究已经对产业结构变迁对上市公司成败的影响进行了深入的分析，并得出了相应的结论。显然，产业结构对上市公司而言是极为重要的。随着经济的发展，产业结构必须进行相应的调整，对于上市公司而言，必须适应整个产业结构的变迁趋势才能始终保持良好的经营业绩，而资产重组在上市公司产业结构调整中发挥着重要的作用。下面我们就资产重组对上市公司产业结构的影响进行分析。

(1) 买壳上市与产业结构调整

买壳上市实质上是在我国目前体制下优胜劣汰机制的一种变换形式。通过

买壳上市，许多高科技企业特别是一些民营高科技企业纷纷成为上市公司。1999年发生的34起买壳上市中，有21家的买壳方属于高科技产业、支柱产业和第三产业，比例为67.65%（表4-17）。这些企业的买壳上市，对上市公司调整产业结构、促进我国产业升级有着重要的意义。主要表现在：首先，通过买壳上市，高科技公司获得了宝贵的直接融资的权利；其次，作为社会公众公司所带来的品牌效应无疑非常有利于高科技企业的发展；再次，高科技公司最初一般规模较小，经营管理不规范，普通存在家长制作风，这些都是其进一步发展的障碍。而成为上市公司后，由于产权结构的变化，将有利于其形成合理的公司治理机构和规范的企业制度，为其未来的发展壮大奠定制度上的保障。

表4-17：买壳上市中买壳方的产业属性

行业	通讯网络	软件	房地产	其他科技	酒类	电子	生化	环保	报业	汽车	其他	合计
数量	5	5	4	2	2	1	1	1	1	1	11	34
比例 (%)	14.71	14.71	11.76	5.88	5.88	2.92	2.94	2.94	2.94	2.94	32.35	100

但是，买壳上市也存在一些严重的问题。长期以来，国内证券市场流行这样一种炒作手法，通过收购一个壳公司，然后注入优质资产，使上市公司改头换面，业绩大幅度提高，导致二级市场股价一飞冲天，最终在二级市场谋得超额利润。如果允许这样的资产重组发展下去，企业就难以安心搞好生产经营，而是一味地追逐二级市场利润，结果必将助长投机风气，对产业结构调整有害无益。

（2）横向并购与产业结构调整

在1999年发生的87起横向并购中，依次集中在医药、建筑材料、纺织服装、电子通讯、交通运输、重工制造等行业。其中，医药、电子通讯属于朝阳产业，建筑材料、纺织服装、交通运输、重工制造属于成熟产业。朝阳产业和成熟产业公司进行横向购并是与这些公司所处的产业生命周期相一致的。由于上市公

司都是我国同行业企业中的佼佼者，通过横向购并，上市公司不仅壮大了自身规模，增加了实力，而且通过输出优势资源，带动了整个行业总体水平的提高。

但上市公司的横向购并也存在以下几个问题，一是关联交易比较多。上市公司收购的多为母公司的资产或子公司，横向购并只是在企业集团内部重新组合，由于母公司与上市公司作为一个企业集团，是一个决策主体，通过关联交易，上市公司的规模是扩大了，但企业集团的总规模并没有扩大。这虽然在一定程度上有利于企业内部组织结构的合理化，但对产业结构的影响微乎其微。二是购并涉及的资产规模都比较小，没有出现真正意义上的战略性的大规模横向购并，减弱了横向购并对产业结构调整促进作用。三是跨区域的横向购并很少。横向购并多是同一地区的内部组合，这样的购并是不可能造就出大企业、大集团的。

(3) 纵向购并与产业结构调整

上市公司的纵向购并基本上都是在同一区域发生的。纵向购并在距离较近的范围进行，是符合企业组织结构合理化的，因为相互有投入产出关系的企业相距较近，可以有效地降低运输成本。

我国企业上市由于过去受到额度的限制，许多上市公司不是一个完整的生产单位，有些企业上市的部分仅仅是一个生产车间，上市后无法摆脱对原有企业的依赖，比如，在能源电力、材料投入、场地占用、销售等方面都要受制于原企业或母公司。上市公司通过收购母公司的相关资产，使企业逐渐成为一个完全独立的生产单位，最终与母公司只有产权上的关系，应该说是有利于我国产业组织结构合理化的，但却难以产生上市公司产业结构优化的效应。

(4) 混合购并与产业结构调整

混合购并是上市公司目前资产重组采取的主要手段，主要集中在综合类、石油化工、轻工制造、商贸旅游、农业牧渔、纺织服装等行业。这类公司基本上都属于成熟行业，面临着激烈的竞争，利润率低下，实施混合购并是为了实现产业转移或寻求新的利润增长点。被收购方多集中在新兴行业和国家积极扶持的行业，由于得到了上市公司在资金、管理和营销等方面的支持，加快了这些新兴行业和国家扶持行业的发展，促进了产业升级。

上市公司的混合购并也存在许多问题。首先，上市公司盲目地进入与本行业无关的高新技术产业领域，而真正能与本行业有关的高新技术成果相结合的购并却很少，未能通过购并获得科学技术的竞争优势，未能提高本企业产品的科技含量和附加值。第二，上市公司纷纷涌入高新技术产业，将会造成重复建设、规

模不经济、无序化发展等不良后果。第三，上市公司实施混合购并很多是为了配合二级市场的炒作。近年来上市公司只要涉及高科技行业，二级市场的股价就会飞涨，这就刺激了上市公司通过购并在二级市场获利的动机。第四，上市公司混合购并的规模较小，难以支持所购并的高科技项目的持续发展，因为高科技行业的发展需要巨额的资金支持。

(5) 资产剥离和资产置换与产业结构调整

资产剥离和资产置换是类似的两种重组形式，资产剥离是非货币资产与货币性资产的交换，而资产置换是非货币资产的双向流动。目前，这两种资产重组在我国多为关联交易，不符合一般市场经济条件下的经济特征。由于上市公司重组并非出于突出主营业务的目的而把与主营业务无关或闲置的资产剥离出去，因此对产业结构的优化作用并不明显，上市公司通过资产置换，把优质资产置入，把劣质资产换出之后，如果不能有效地转换经营机制，改善经营管理，不用多久，优质资产将会再次沦为劣质资产。如果资产剥离或资产置换的目的是为了包装上市公司的业绩，并不考虑产业间的相关性和关联性，反而有可能破坏原本合理的企业组织结构。

当然也不能一概而论。许多上市公司当初上市时，由于受到政府的干预，携带了许多不良资产和非经营性资产，那么对此实施资产剥离和资产置换是有利于上市公司发展的。通过资产置换，把符合产业发展方向的资产注入到上市公司中去，证券市场和上市公司特有的优势无疑有利于被注入资产的迅速发展壮大，这在某种程度上也是一种优胜劣汰，显然是能促进产业结构升级的，但一个重要的前提是上市公司要切实转换经营机制。

(6) 控制权转移与产业结构调整

控制权转移或者称大股东变更实际上就是上市公司被收购，其中相当大部分属于“更换一个国有大股东”，基本上不会影响上市公司的组织结构。比如，国资局把国家股划转给原企业集团，由于最初的国资局只是国家股的名义代表，并没有影响到企业的生产经营，上市公司跟原企业集团本来就是一体的，上市公司的董事长也是改制前企业的领导人，大股东变更只是停留在名义上。因此这种形式的资产重组，既不会壮大企业规模，也不会形成纵向一体化，对产业结构调整毫无意义。

在大股东变更中，有部分买壳方是高科技公司，这是有利于产业升级的。但是也有许多买壳方是投资类公司，买壳上市只是其资本运营的一种手段，目的

就是增值，今天买进，明天就有可能卖出。目前在我国股市，一旦上市公司被收购买壳，股价就会飙升，这类重组有配合二级市场炒作的动机，因此对产业结构调整没有实质意义。

除此之外，收购方与上市公司的产业关联程度很小。购并双方的经营既达不到最佳经济规模，也难以通过协作化生产和加强生产过程各环节配合，达到加速生产流程，缩短生产周期，节约通用设备和费用等目的。购并经验表明，吸收和消化一项完全生疏的业务非常困难，购并后进行产业整合的难度往往非常大，容易造成骑虎难下的局面，使购并最终走向失败。

(7) 小结

总的来看，资产重组活动对上市公司转换产业结构只起到了有限的作用，其中存在着大量的问题，对上市公司持续性发展构成了严重的制约。大量的资产重组涉及到关联交易和二级市场炒作，优化产业结构在重组中并不是重组各方的主要目标。

4.4.5 资产重组对上市公司治理结构的影响

(1) 资产重组对上市公司股权结构的影响

我国现在的股市状况很不利于公司兼并。主要表现在公司股权被严重分割，70%左右的股份不能流动，被不同股东持有的股票同股不同权，同股不同利，阻碍了资产重组和兼并活动。资产重组活动必然带来上市公司股权结构的相应变动，对改善上市公司股权结构有一定的作用。

对1997年发生的所有上市公司资产重组的统计结果表明，资产重组对上市公司股权结构的改善有一定的促进作用。表4-18显示，1998年与1997年相比，第一大股东的平均持股比例略有增加，从41.8%上升到42.1%，但最低的持股比例从6.17%上升到7.38%，说明通过资产重组在一定程度上改善了上市公司的大股东的持股比例。重组两年后（1999年），大股东持股比例开始下降，从41.8%下降到41.01%，同时最高持股比例从原来的80.25%下降到75%，下降了5.25个百分点，是三项统计指标中变动最大的一项。说明资产重组有效促进了上市公司股权高度集中的状况，有助于上市公司治理结构的改善。值得注意的是，通过重组，上市公司第二大股东的最高持股比例从原来的28.61%上升到31%，平均持股比例也从原来的7.6%上升到8.47%，最低的持股比例则没有什么变化，说明通过资产重组，上市公司第二大股东的持股比例普遍得到提高。理论研究表明，上市公司中与第一大股东相牵制的第二大股东力量的加强，是规范上市公司治理结

构，保护中小股东权益。

表 4-18：1997 年发生重组的上市公司前十大股东持股比例变化表

前十大股东 持股比例		第 一	第 二	第 三	第 四	第 五	第 六	第 七	第 八	第 九	第 十
19	平均	41.85	7.60	3.61	2.05	1.55	1.10	0.85	0.65	0.51	0.45
97	最高	80.25	28.61	17.06	11.76	7.65	4.14	3.85	3.02	2.39	1.95
	最低	6.17	0.11	0.09	0.06	0.06	0.05	0	0.04	0.03	0.03
19	平均	42.13	7.46	3.55	2.06	1.49	1.10	0.82	0.63	0.50	0.43
98	最高	80.25	28.61	17.06	11.76	7.65	7.35	3.33	2.39	1.95	1.68
	最低	7.38	0.12	0.08	0.07	0.06	0.06	0.05	0.04	0.04	0
19	平均	41.04	8.47	3.57	2.00	1.39	1.02	0.82	0.63	0.53	0.44
99	最高	75	31	15.54	7	5.9	4.14	3.61	3.01	2.99	2.19
	最低	7.38	0.11	0.1	0.07	0.06	0.05	0.05	0.04	0.03	0.03

就不同的重组类型而言，普遍出现了资产重组一年后大股东的平均持股比例不减反增的情况，经过两年后大股东平均持股比例又开始下降的特征。我们认为这可能与上市公司资产重组在不同阶段的不同重点有关。1997 年是我国证券市场进行大规模资产的第一年，由于认识和经验上的原因，许多上市公司把资产重组看作是加强大股东控股地位的重要手段。但进一步的情况表明，这种思路并不正确。大股东控股地位的加强并不能保证上市公司经营业绩的同步上升。而经营业绩是上市公司和大股东生存和可持续发展的前提，没有了经营业绩，上市公司大股东的地位最终会受到威胁。在这种情况下，上市公司的控股股东开始转换思路，通过持有一部分控股权来促进上市公司经营业绩的提高。

表 4-19：1997 年控制权转移（有偿转让）

前十大股东 持股比例		第 一	第 二	第 三	第 四	第 五	第 六	第 七	第 八	第 九	第 十
1997	平均	29.48	14.59	5.27	3.60	3.09	1.82	1.20	0.97	0.69	0.58
	最高	68.37	28.61	11.76	11.76	7.65	4.05	3	2.35	1.88	1.68
	最低	10.36	4.39	0.37	0.24	0.23	0.22	0	0.17	0.16	0.08
1998	平均	28.46	14.34	5.47	3.97	3.14	2.25	1.35	1.00	0.71	0.58

	最高	68.37	28.61	11.96	11.76	7.65	7.35	3	2.35	1.88	1.68
	最低	11.91	4.7	1.3	0.48	0.37	0.34	0.33	0.2	0.17	0.15
1999	平均	29.10	14.69	5.58	3.54	2.63	1.84	1.38	1.10	0.92	0.77
	最高	68.37	28.61	14.71	7	5.9	4.05	3.61	3.01	2.99	2.19
	最低	11.35	1.12	1.64	1.3	0.49	0.48	0.28	0.26	0.23	0.11

表 4-20: 1997 年扩张式重组

前十大股东 持股比例		第 一	第 二	第 三	第 四	第 五	第 六	第 七	第 八	第 九	第 十
1997	平均	42.90	7.18	3.67	1.81	1.22	0.97	0.83	0.62	0.49	0.42
	最高	75	26.33	17.06	6.43	4.28	4.14	3.85	3.02	2.39	1.95
	最低	6.17	0.16	0.09	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04
1998	平均	42.72	7.19	3.59	1.77	1.13	0.88	0.74	0.57	0.46	0.39
	最高	75	25.83	17.06	6.43	4.28	4.14	3.33	2.39	1.95	1.66
	最低	7.38	0.12	0.1	0.09	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05	0
1999	平均	41.31	8.52	3.57	1.72	1.09	0.87	0.71	0.53	0.45	0.36
	最高	75	31	15.54	7	4.28	4.14	3.33	2.39	2.05	1.56
	最低	7.38	0.11	0.1	0.07	0.06	0.05	0.05	0.04	0.03	0.03

表 4-21: 1997 年收缩式重组

前十大股东 持股比例		第 一	第 二	第 三	第 四	第 五	第 六	第 七	第 八	第 九	第 十
1997	平均	46.75	3.63	2.11	1.49	1.35	0.94	0.70	0.58	0.51	0.48
	最高	80.25	12	7.79	6.23	5.9	3.89	1.95	1.95	1.66	1.56
	最低	10.36	0.11	0.09	0.08	0.07	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04
1998	平均	47.34	3.28	1.84	1.48	1.29	0.94	0.69	0.58	0.49	0.45
	最高	80.25	7.79	7.79	6.23	5.9	3.89	1.95	1.95	1.66	1.56
	最低	11.91	0.15	0.08	0.07	0.06	0.06	0.05	0.04	0.04	0.03
1999	平均	45.94	4.15	1.97	1.62	1.29	0.91	0.74	0.61	0.55	0.46
	最高	74.56	20.07	6.49	6.23	5.9	3.89	3.61	3.01	2.99	1.95
	最低	11.91	0.26	0.11	0.11	0.09	0.07	0.06	0.06	0.05	0.05

表 4-22: 1997 年内部业务重组

前十大股东 持股比例		第 一	第 二	第 三	第 四	第 五	第 六	第 七	第 八	第 九	第 十
1997	平均	51.78	12.56	5.92	2.66	2.32	0.52	0.50	0.16	0.14	0.13
	最高	74.56	25	11.73	5.21	4.53	0.92	0.91	0.23	0.21	0.2
	最低	29	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.08	0.08	0.06	0.06
1998	平均	52.07	12.89	6.07	2.18	1.90	0.30	0.25	0.24	0.23	0.21
	最高	74.56	25.5	11.96	4.25	3.69	0.48	0.39	0.37	0.36	0.33
	最低	29.58	0.28	0.18	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.09	0.08
1999	平均	52.07	12.88	6.04	2.18	1.90	0.30	0.19	0.18	0.16	0.09
	最高	74.56	25.5	11.96	4.25	3.69	0.48	0.28	0.26	0.23	0.11
	最低	29.58	0.26	0.11	0.11	0.11	0.11	0.09	0.09	0.08	0.07

表 4-23：1997 年控制权转移（无偿划拨）

前十大股东 持股比例		第 一	第 二	第 三	第 四	第 五	第 六	第 七	第 八	第 九	第 十
1997	平均	44.84	4.33	2.39	2.03	1.48	1.29	0.78	0.59	0.47	0.39
	最高	65.12	10.07	5.39	5.39	3.06	3.06	1.76	1.13	1.02	0.83
	最低	27.05	0.5	0.11	0.09	0.06	0.05	0.04	0.04	0.03	0.03
1998	平均	51.58	3.49	2.42	1.96	1.44	1.24	0.77	0.60	0.48	0.40
	最高	72.45	6.59	5.39	5.39	2.71	2.71	1.76	1.13	1.05	0.91
	最低	32.06	0.38	0.12	0.12	0.11	0.1	0.09	0.09	0.08	0.07
1999	平均	50.08	3.55	2.35	2.08	1.47	1.15	0.91	0.63	0.58	0.48
	最高	72.45	6.59	5.39	5.39	2.71	2.69	2.22	1.45	1.22	1.13
	最低	23.9	0.37	0.17	0.13	0.12	0.1	0.08	0.07	0.07	0.06

（2）大股东变更与公司治理：一个案例的考察

理论上讲，大股东由国有股东转变为非国有，对于改变上市公司国有股东缺位的不利之处有一定的优化作用。但是，证券市场许多资产重组案例向我们表明，仅仅是控股股东的易手并不能改善上市公司的公司治理结构。恒通集团重组棱光实业，就是一个典型的例子。

棱光实业公司是全国最大的半导体用硅多晶和石英玻璃制品的生产、销售企业，其产品高纯硅多晶和透明石英玻璃坩埚连续多年获国家质量银质奖，在国

内享有较高声誉。1993年2月9日，棱光实业公司在上海证券交易所上市，第一大股东为上海建材集团，它持有棱光实业公司55.62%的国有股。1994年4月28日，恒通集团股份有限公司斥资5160万元，以每股4.3元的价格收购上海建材集团总公司持有的棱光实业公司1200万国有股，占总股本的35.5%，成为棱光实业公司第一大股东，建材集团以持股21.1%退居第二大股东。

应该说，这样的股权转让具有优化上市公司股权结构的积极作用，有助于建立规范的公司治理结构，有助于公司经营业绩的改善。然而，到了1999年6月，棱光实业公司突然披露其为恒通集团子公司担保已达到3.33亿元，而且其中大部分贷款逾期未还，棱光实业公司将承担担保责任。棱光实业公司因为“重大担保事项及重大诉讼事项未及时披露”而成为上海证交所所有史以来第一次“公开谴责”的对象。2000年4月，棱光实业公司因为诉讼案件所涉及或负有赔偿责任的或有赔偿金额已超过公司99年净资产而归入“特别处理”公司行列。

股权结构的优化并不能保证一定带来更好的公司治理结构，棱光实业公司的经历生动地说明了这个道理。从1994年4月恒通集团正式入主棱光实业公司到1999年7月披露恒通集团所质押棱光实业法人股将被拍卖的5年多一点的时间中，恒通集团借助这家目前总资产仅5.8亿元的公司，通过溢价转让资产、担保、股权质押等多种方式，拿走了8个多亿。那么，这一切是怎么发生的呢？

首先，溢价购买大股东资产。

在违背国际惯例，大股东恒通集团没有回避投票的情况下，1995年12月22日，棱光实业公司股东大会通过决议，全额收购恒通集团拥有的恒通电表公司。当时棱光实业公司是一家净资产只有1.08亿元的公司，却要花1.6亿元收购一家净资产8488万元的公司。为了支付首期的8000万元，棱光实业公司大规模向银行借款，1995年报披露的短期借款项目达到8117万元，比年初增加485%。恒通集团在转让之时对恒通电表三年利润作出承诺：恒通电表公司1996—1998年的税后利润以1996年预测的2193万元为基数，每年递增20%。如果1996—1998年之中恒通电表任何一年的税后利润低于2193万元，恒通集团有责任无条件按16000万元的原交易价全额回购转让电表公司的全部股份。

尽管棱光实业公司成为了恒通电表的全资所有者，但该电表厂远在珠海，便采取了由恒通集团托管的方式，棱光实业公司对恒通电表的生产经营几乎毫不过问。1998年1—11月，恒通电表实现税后利润仅仅1102.69万元。在此基础上，棱光实业公司要求恒通集团回购该资产，当年12月恒通集团以24300万元的价格完成回购（恒通电表净资产值为22130.58万元），但恒通集团仅付清1.22亿元，尚有1.21亿元至今未还

第二，以上市公司作为自己子公司的贷款担保和占用上市公司资金。

上交所《上市公司章程指引》第 94 条规定，董事会的职权之一是在股东大会授权范围内，决定本公司的担保事项。但棱光实业公司为恒通集团下属子公司所作担保相当部分根本没有经过董事会讨论，只是由董事长签字就得到法律确认，许多董事甚至不知道对外出具了担保。根据财政部对于关联交易的定义，为大股东的子公司进行担保属于关联交易。按照国际惯例，与关联交易有关的董事会成员应该进行回避。然而，棱光实业公司不仅违背了这一规定，而且公司董事长长期由恒通集团人员兼任，恒通集团总裁就多次同时担任棱光实业公司董事长，在董事会根本不发挥应有作用的情况下，为自己的子公司出具担保函无异于左手为右手担保一般。董事长签字之后，其他部门主管人员既不愿、也无力提出异议。

《上海证券交易所股票上市规则》第四节规定：上市公司的担保涉及金额占公司最近一次经审计净资产的 10% 以上时应立即报告上交所并公告。但棱光实业公司为恒通集团下属各子公司所作担保大部分没有对外披露。1999 年 2 月，在新上任董事长的坚持下，棱光实业董事会作出决定全面清理公司对外担保情况，6 月，棱光实业突然披露为恒通集团子公司担保已达到 3.33 亿元，而且其中大部分贷款逾期未还，棱光实业将承担担保责任。8 月 27 日，棱光实业又公告了涉及公司的几起诉讼，涉及金额近 7450 万元，其中 6 起是由于公司为恒通集团子公司借款进行担保。此外，恒通集团及其子公司还占用棱光实业资金 1.86 亿元。此时的棱光实业公司，已经泥塘深陷，无力自拔了。

第三，以所持上市公司股权作质押向银行贷款。

棱光实业公司 1999 年 7 月 27 日披露，恒通集团以持有的 4400 万股棱光实业公司股权作质押，向浦发银行借款 5000 万元。由于这 5000 万元逾期未还，债权人向法院申请执行，上海拍卖行受法院委托，对质押股权进行拍卖。但经过恒通集团这些年的巧取豪夺，棱光实业公司已经是一个空壳，没有人再敢来接手这一烫手的“山芋”。

通过上述几种方式，恒通集团借助棱光实业公司共获得资金 8.6 亿元，即使除去恒通集团购买棱光实业公司股权花费的 5160 万元，恒通电表当初净资产 8488 万元，以及参加棱光实业公司配股拿出的近 2600 万元，恒通集团也获取了近 7 个亿的资金。恒通集团对棱光实业公司巧取豪夺之时，其自身也陷入困境。恒通集团在房地产领域的投资遭受了严重的损失，公司高层管理人员几乎都因为经济犯罪而入狱。棱光实业公司对恒通集团的债权收回已经几乎无望，重组前景也非常渺茫。

棱光实业公司发展到今天，向我们充分地表明，股权结构的改善并不一定改善公司的治理结构，中国证券市场的资产重组活动对重组上市公司的公司治理结构并不一定起到了改善作用。股权结构的优化是建立规范良好的公司治理结构的前提条件，但股权结构的改善并不是优化公司治理的充分条件。恒通集团受让建材集团持有的棱光实业公司国家股，从而改变了棱光实业公司 55.62% 的股份集中在国有股东手中的局面。应该说，股权转让后的棱光实业公司更有希望建立起有利公司长远发展的公司治理结构。但是，恒通集团获得棱光实业公司控制权后，并不希望改善公司治理结构，而其他股东也并不积极作为，导致棱光实业公司沦为大股东“圈钱”和巧取豪夺的工具。股权结构的改善只是公司治理结构改善的前提，要真正建立起现代公司治理制度，还需要更多的东西，资产重组本身应该是先进的公司治理结构对落后的公司治理结构的重组，而不是同样落后的公司治理结构为了“壳资源”的重组。

表面上看，资产重组通常会降低第二大股东和第一大股东的股权大小差异，但是，如果第二大股东对上市公司的生产经营没有真正的参与权，这样的改善也就没有实质性意义。棱光实业公司的案例让我们困惑的是：在恒通集团对棱光实业公司进行掠夺之时，其他的股东，尤其是第二大股东上海建材集团（现在仍然拥有棱光实业公司 16.61% 的股份），为什么没有进行积极的干预，乃至问题不断恶化最终无法收拾？事实上，第二大股东对棱光实业公司发生的问题是了解的，棱光实业公司的总经理（并曾任过董事长）在组织关系上就隶属该集团，而棱光实业公司的监事长本身还兼任建材集团的财务部长。应该讲，建材集团作为第二大股东，对于棱光实业公司困境的出现也负有一定的责任。正是由于其他股东“不作为”的消极态度，才便利了大股东对其他股东利益的肆意侵害。在恒通集团因为债务缠身、总裁入狱而陷入瘫痪后，建材集团对于来自各方特别是上市公司要求其出面重新组织董事会并推进资产重组的多次要求置之不理，理由是自己“不是第一大股东，没有责任”。如此观点，实在让人难以思议。其实，从根本上讲在于上市公司“一股独大”并利用这种地位损害中小股东利益的局面普遍存在，控股股东我行我素，缺少制约机制所致。从这个角度来讲，在这样的环境下寄希望于资产重组活动来改善上市公司的公司治理结构是不现实的。

(3) 小结

上市公司资产重组在改变上市公司股权结构方面能够起到一定的作用，它通常能够降低上市公司股权的集中度。但是，由于我国资产重组从动因方面便已经存在的先天缺陷，上市公司的资产重组更多地是为了控制“壳资源”，通过新的

“一股独大”为控股股东谋取不正当利益，因此，上市公司资产重组并没有对我国上市公司的公司治理结构带来积极的改善作用。

4.4.6 上市公司资产重组效率低下的原因

(1) 缺乏价值创造

我国资产重组仍有很大的局限性和不足，目前市场上真正以转换经营机制、实现资源优化配置为目的的资产重组还很少，而政府在重组中所起的作用还带有明显的计划经济痕迹。

稍微留意上市公司的资产重组就可以发现，许多重组在本质上就是优质资产由证券市场外部体系向内部体系的流入，这种流入固然增加了相关上市公司的价值，实现了资产重组的“扭亏”或者“产业转型”目标，但却并没有在重组过程中实现价值创造。整个社会经济作为一个整体，并未从重组中得到价值提升。其效果是上市公司资产质量和赢利能力的提高以非上市社会资源的减少为代价，社会资源“从一个口袋到另一个口袋”。

纯粹“置换”意义上的资产重组之所以能大行其道，一方面是由于上市公司和地方经济发展、社会就业等有千丝万缕的联系，上市公司融资功能对地方意义重大，因此地方政府有动用各种资源“保壳”的意愿，有时这种行为甚至来源于“政绩”、“面子”方面的考虑。另一方面，由于制度方面的原因和投资者的不成熟，我国证券市场存在对上市公司价值高估的倾向。某些大股东或机构将赢利高的资产注入上市公司，可以通过二级市场的炒作获得资产价值放大带来的好处。

随着外部监管环境的变化，上市公司资产重组在逐渐由最初的报表重组向实质性重组转化。但纵观现有的资产重组，真正能够实现价值创造的少之又少。无论从监管环境、重组方利益的变化，还是上市公司提高自身素质的角度，“价值创造型”重组都应当是上市公司资本运作方式转变的方向。认清自己的比较优势，选择能够实现优势互补的并购对象，争取“1+1>2”效应，应成为上市公司、投资银行考虑的出发点和动机。只有当重组做大了蛋糕，上市公司才可能从中分得一杯羹，这才是具有可持续性的重组模式。

(2) 市场投机和股价操纵

除了不能实现价值创造，“换血”式重组还往往和其他一些不规范行为联系在一起。一些目的性很强的资产置换常常成为短期行为的手段——通过置换或者“报表重组”，当年或次年实现扭亏，而后却又复亏的例子并非罕见；大股东在资产置换中做出的牺牲往往通过不规范的关联交易从上市公司中找回来；为谋求

二级市场利益，重组信息披露亦真亦幻……。上市公司股东固然可能从资产置换中获得股票升值的好处，但政府从整个社会经济的立场，对这种重组模式进行成本收益分析后，必然会采取各种措施加以约束和规范。

由于“圈钱”成为上市公司重组的主要原动力，许多公司重组竟然沦为市场投机和股价操纵的工具。我们在“上证联合研究计划第一期”研究课题“沪深股票市场公司重组绩效实证研究”中发现，市场对公司控制权有偿转让存在着显著的过度反应：不仅仅存在较强烈的提前反应，而且公告日之后还存在着明显的过度反应特征。这充分向我们表明，上市公司资产重组中存在严重的内幕交易行为。

造成资产重组与二级市场投机联系在一起的重要原因是二级市场投机活动没有得到严格的监管，市场投机和价格操纵行为严重，股票市盈率居高不下，通过资产重组制造虚假的上市公司业绩改善能够在二级市场上获得暴利。

(3) 政府在上市公司重组中的作用

我国上市公司重组迅速发展的原因是多方面的，其中政府的直接介入是重要的一个原因。政府的介入，一方面推动了加快了上市公司资产重组的步伐，推动了证券市场存量的调整；另一方面也给证券市场和上市公司自身的发展带来了一些难以回避的问题和矛盾。政府介入上市公司重组，一般有所有者权益动因、补充市场失灵、补充证券市场功能缺损等动因，参与的目标通常是实现国有资产的保值和增值、促进国有经济布局的战略调整、推动产业结构的优化和调整。但是，政府的介入给证券市场运作带来了严重的计划经济色彩，于是有了政府主导下的“包装上市”，有了政府主导下的“资产重组”，使得我国上市公司资产重组不能建立在市场化的基础上寻求“价值创造”型的模式，而变成了政府主导下的纯粹资产“置换”。这样的资产重组当然很难实现企业的强强联合和资源的合理配置，难以造就真正成功的资产重组。

4.4.7 小结：资产重组对上市公司成败的影响

我国上市公司资产重组整体效率较低，对上市公司的可持续发展而言没有能够起到积极的作用。表现在以下三个方面：

(1) 我国上市公司资产重组对上市公司经营业绩并没有产生持续性的有利影响。上市公司重组当年或者重组后的次年一般都出现了明显的正向变化，但随后却出现了下降趋势，表明中国上市公司重组主要是“报表性重组”，重组中的业绩改善有严重的虚假成分，上市公司重组效率还有待提高。

(2) 资产重组同样没有能够带来上市公司产业结构的优化。大部分的上市

公司资产重组为上市公司与大股东的关联交易，限制了上市公司产业结构的调整；上市公司资产重组的规模都较小，限制了产业结构向高科技产业的转变；相当部分的资产重组与二级市场投机相关联，短期行为严重，即便涉及高科技行业也只是借用产业“概念”而非真正转向高科技产业。

(3) 上市公司资产重组在改变上市公司股权结构方面能够起到一定的作用，它通常能够降低上市公司股权的集中度。但是，由于我国资产重组从动因方面便已经存在的先天缺陷，上市公司的资产重组更多地是控制“壳资源”，通过新的“一股独大”为控股股东谋取不正当利益，因此，上市公司资产重组并没有对我国上市公司的公司治理结构带来积极的改善作用。