



我国证券公司 股权结构理论分析

WOGUO ZHENGQUAN GONGSI GUQUAN JIEGOU LILUN FENXI

朱科敏 著

公司治理与股权结构

股权结构对证券公司治理的作用机制

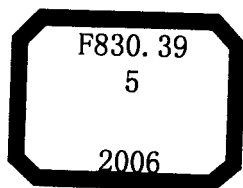
西方国家证券公司股权结构及其治理状况

我国证券公司发展历程、股权结构及其治理状况

我国证券公司股权结构、公司治理与绩效

我国证券公司股权结构优化与外部环境建设

上海财经大学出版社



我国证券公司股权结构理论分析



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国证券公司股权结构理论分析/朱科敏著. —上海:上海财经大学出版社, 2006. 8

ISBN 7-81098-660-0/F · 607

I. 我… II. 朱… III. 证券交易所-股份制-研究-中国
IV. F832.39

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 077479 号

□ 责任编辑 张 健

□ 封面设计 周卫民

WOGUO ZHENGQUAN GONGSI GUOQUAN JIEGOU LILUN FENXI
我国证券公司股权结构理论分析

朱科敏 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

江苏省句容市排印厂印刷装订

2006 年 8 月第 1 版 2006 年 8 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 6.5 印张 163 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 14.00 元

序 一

公司治理作为公司进行管理和控制的系统,起源于公司所有权和经营权分离的条件下,由于所有者利益和经营者利益不一致而产生的委托—代理关系。经过长期以来的不断发展,公司治理逐渐形成了以美国为代表的外部控制模式和以日、德为代表的内部控制模式。中国企业的公司治理问题虽然提出较晚,但转轨经济中的特殊性使我国企业的公司治理包含了更为广泛的内涵和面临更为复杂的治理目标。从内部治理结构架构来看,中国的企业虽然借鉴了美国、德国和日本等西方企业经验设计了世界上最为复杂的公司治理结构框架,但从治理效率上来看,却因存在诸多问题而显得低下。中国的证券公司作为资本市场的参与主体,与非金融企业经历了同样的公司治理发展历程,存在同样的低效问题。

随着近两年证券行业问题的累积和破产倒闭事件不断发生,有关证券公司的治理结构问题逐渐为人们所重视,但由于证券公司在国内发展历程较短,对于证券公司治理问题的学术研究仍然显得较少,大部分研究文献在这一领域仅仅进行了现象的描述和理论性的探讨,并没有从微观的层次上进行深入的研究。翻阅本书,使人耳目一新。我以为本书有以下鲜明特点:首先,本书的体系性和逻辑性比较强。从理论到实证、从委托—代理分析到股东之间利益探索、从券商短期治理模式探索到中长期治理模式展望,一层深入一层,全面剖析了证券公司治理所存在的问题,并提出了自己的建议。其次,本书选题和内容比较新颖。从当前文献看,有

关公司治理的研究并不少见,但涉及证券公司治理的专著少之又少,本书以此为研究对象,并提出了独到的见解,显得富有新意。此外,本书还有许多创新之处,作者通过实证分析得出了全新的观点:其一,作者认为证券公司过度分散的股权结构不利于证券公司治理结构的完善,并提出相对控股更优的观点;其二,作者通过实证得出了证券公司资本民营化并不适合当前环境下的券商,提出了国有相对控股更有利于优化券商公司治理的观点;其三,作者结合证券公司所处的不同发展阶段,提出了短期、中期和长期应当采取的股权结构模式,并提出董事长和总裁合一的观点。这些精辟的见解是作者长期以来在自学和管理工作中,通过不断思考得出的结论,是此前同类研究文献中少见的。

我与作者相识多年,既是师生,又是挚友。长期以来,作者治学严谨,勤于思考。本书是他多年来苦于研读和不断探索的结晶。我相信,本书的出版将会对我国证券公司治理问题的理论探索者提出新的思考,并在实践中对我国券商优化公司治理结构提供借鉴。

邱兆祥

2006年7月

序 二

证券公司是资本市场的参与主体,是企业上市、资金融通和配置金融资源的重要中介机构,也是进行金融风险防范、缓解银行体系危机的重要平台。在开放条件下,面对资本市场的快速发展和投融资主体规模的快速扩张,市场对证券公司的服务内容和业务规范性提出了更高的要求。近几年,证券行业的发展经历了券商前两年的并购重组与民营资本参股等行业整合阶段,但在其后续发展过程中仍然存在很多问题,而且暴露出一些值得重视的弊端,如业务经营不规范、法人治理结构不完善、破产倒闭事件时有发生等。对于证券公司存在的这些问题,国内许多专家学者和行业管理层都进行了深入的探讨。主流的观点认为,证券公司股权结构过度集中和第一大股东的国有股权性质是导致国内券商出现治理危机的根源,并提出了分散股权集中度和民营资本参股券商的新思路。但是,从这两年实际运作的结果看,并不如意,反而出现了股权结构分散的券商和民营券商公司治理状况更加低效的情况。应当说,证券公司的公司治理与普通上市公司的治理具有一定的共性,同样面临着两个问题有待解决:一是代理成本的问题,也就是所有者对经营者的激励和约束问题;二是大股东侵占小股东利益的问题。由于证券公司经营业务的特殊性,以上两个问题都显得十分突出和严重。而证券公司的股权结构能否通过适当的调整,实现经营者与所有者利益的一致性和实现大小股东利益的协调对于改善证券公司治理结构起着至关重要的作用。

该书主要分析了我国证券公司的股权结构对证券公司治理的影响机制,研究思路和框架非常清晰。它既从理论上分析了在不同股权集中度和不同股权特性的情况下股权结构对公司治理的影响,又通过对国内外证券公司进行实证分析,从实践上理解二者之间的关系。在我国近年来,研究证券公司治理结构的文献时有刊载,但对证券公司治理结构进行系统深入具体讨论的著作不多,作者根据他们实际工作经验,密切结合中国现实,对一些热点问题进行研究,进行了有益的探索。作者通过实证分析得出了与他人完全不同的观点,具有一定的创新意义。研究结果认为,证券公司过度分散的股权结构更容易导致内部人控制现象出现,券商民营化则容易导致大股东对小股东利益侵占问题的产生,并最终导致证券公司治理的恶化,这对于当前券商完善公司治理结构和主管当局对券商进行行业规范提供了很强的借鉴意义。该书选题切合实际,特色鲜明;论述条理清楚,逻辑严密;理论观点明确,政策建议适用;具有较强的现实意义和理论价值。

必须指出,公司治理是一个实践性很强的现实性问题。西方证券公司是经过一百多年的发展,并且是在具备良好外部制度环境的情况下,才形成了相对完善的公司治理架构和较为良好的公司治理机制。而中国证券公司发展历史非常短,外部制度环境和市场环境仍然存在重大缺陷,内部机制尚未理顺,因此,改善国内证券公司治理结构和提高治理效率仍然是个长期的过程,不是一蹴而就的。该书对此问题的研究进行了一些有益的探索,但这仅仅是一个开始。完善证券公司的治理结构是当前和今后一段时间内行业整合过程中的一项重要工作,尚需要法律制度建设、外部环境优化、公司体制改革等多方面的配合。

作者长期从事证券公司的管理工作,并具有行业监管的经验,对证券公司存在的问题有许多自己的体会和看法,现将自己积累的认识汇聚起来并著述成书,应当是理论来源于实践的集中表现。

应当说,该书的研究有相当的深度,这是作者长期以来认真写作、严谨治学、积累知识的结果。希望作者以该书出版为新的起点,在以后的工作与研究中,进一步对证券场所存在的问题进行研究,更深入地思考问题,提出更切合我国实际的政策建议,为我国资本市场的健康运行做出更大的贡献。

曾康霖

2006年7月

前 言

证券公司在我国诞生以来,券商行业经历了 10 多年的快速发展时期,一批具有相当规模和实力的证券公司随着资本市场的推进应运而生。但是,伴随着资本市场政策环境和股市环境的变化,众多券商的公司治理缺陷和经营危机逐渐暴露,有的甚至走向破产的边缘。股权结构作为公司治理的重要组成部分,对证券公司治理结构的功能起着重要的影响,并成为当前广大券商优化公司治理结构和化解经营风险所要思考的重要问题。股权结构究竟通过何种机制对公司治理发生作用?我国证券公司股权结构与公司治理及其绩效的相互关系究竟如何?这是本书讨论的重点内容。

股权结构作为利益主体之间关系的制度安排基础,对治理结构的形成起着决定性作用。单委托—代理理论认为,在高度分散的股权结构下,代理人的“经济人”特征和信息不对称容易诱发代理人道德风险的发生,而分散股权结构下股东“搭便车”的意识使代理人缺乏监督机制,因此,建立有效的制衡机制来有效防范代理人对股东利益的侵占成为公司治理的核心内容。双委托—代理理论认为,在股权相对集中或高度集中的公司内部,公司治理不但面临着单委托—代理理论需要解决的问题,同时面临着大股东由于获取控制权收益而侵占小股东利益的问题。

公司治理不但受公司股权集中度的影响,同时也受控股股东性质的影响,不同类型的股东由于利益目标、风险偏好和约束条件不同,对公司治理的影响也存在较大的差异。国有控股股东由

于多层代理和股东主体虚拟等问题容易导致内部人控制的产生；相比较而言，社会法人股股东（尤其是社会法人股股东为民营企业时）则具有较强的监督动力，在公司治理中更具有理性和积极性。因此，股权结构特征的差异性和股东性质的多样性导致了公司治理所要解决的问题具有一定的复杂性。

美国证券公司股权结构具有高度分散和高流动性的特征，这一特征与美国完善的资本市场环境（如有效的经理人市场和法律环境等）相适应，并形成有效的外部治理。同时，美国券商在公司内部构造的激励机制、决策委员会和信息披露制度等则在一定程度上弥补了由于股权分散而容易产生内部人控制的不足。应当说，美国证券公司的股权结构与其内外治理结构形成了有效的相互协调机制。相比较而言，在我国证券公司产生初期，公司股权相对集中，随着证券公司投资主体多元化，国有控股比例有所下降。但是，伴随投资主体的多元化和民营资本参股，我国证券公司的股权结构日益复杂，证券公司治理面临的问题也呈现出更加明显的多样性。

从实证分析结果来看，考虑到我国证券公司目前状况，在短期内，构造“一股独大、相对集中”的股权结构，以及选择国有资本或国有法人资本作为证券公司的第一大股东似乎更加适合当前券商治理结构优化的需要。相反，选择民营资本实现绝对控股，在金融公司运营中将面临更大的道德风险危机，过度分散的股权结构带来的将是内部人控制严重和“搭便车”现象的出现。在中期内，推行所有权与经营权适度相结合的个人合伙制的企业制度更适合我国证券公司中期发展的需要。而从长期来看，随着我国资本市场外部环境的改善和证券行业相关制度建设的完善，相对分散的股权结构和资本民营化将是证券公司股权配置的长期选择。

在对证券公司产权组织形式进行改善的同时，尚需加强我国券商法人治理结构的相关制度环境建设。应当强化董事会制度建

设,尝试董事长与 CEO 合一的治理结构模式,完善激励约束机制,强化法律对行业的规范,完善信息披露机制和培育经理人市场等,这些措施对于构建有效的内外部治理结构具有现实意义。

目 录

序一	(1)
序二	(1)
前言	(1)
第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 文献综述	(4)
第三节 研究的基本出发点、重点和创新	(11)
第四节 研究思路、研究方法 & 结构安排	(13)
第二章 公司治理与股权结构	(16)
第一节 公司治理的内涵	(16)
第二节 股权结构与公司治理的关系	(22)
第三节 股权分散下的单委托—代理理论	(28)
第四节 股权集中下的双重委托—代理理论	(33)
本章小结	(43)
第三章 股权结构对证券公司治理的作用机制	(45)
第一节 公司股权结构的度量及适度性	(45)

第二节	证券公司股东与经营者之间的博弈行为	(51)
第三节	证券公司股东之间的代理与制衡关系	(60)
第四节	股权特性对我国证券公司治理功能的影响	(72)
本章小结		(78)
第四章	西方国家证券公司股权结构及其治理状况	(80)
第一节	西方国家证券公司的发展历程	(80)
第二节	美国证券公司股权结构及治理状况	(87)
本章小结		(101)
第五章	我国证券公司发展历程、股权结构及其治理状况	(103)
第一节	我国证券公司发展历程及其特性	(103)
第二节	我国证券公司股权结构及其治理状况	(117)
本章小结		(125)
第六章	我国证券公司股权结构、公司治理与绩效	(126)
第一节	我国证券公司股权结构与公司治理实证分析	(126)
第二节	我国证券公司股权结构与绩效关系实证分析	(136)
本章小结		(148)
第七章	我国证券公司股权结构优化与外部环境建设	(150)
第一节	证券公司股权结构优化与改善法人治理	(150)
第二节	我国券商优化治理结构的中期选择:个人合伙制	(154)

第三节 我国券商法人治理结构的相关制度环境建设	
.....	(158)
本章小结	(165)
附录 证券公司治理准则(试行)	(167)
参考文献	(181)
后记	(188)

第一章 导 论

随着我国经济的不断发展,国内资本市场的主要参与主体之一——证券公司却陷入了前所未有的经营困境,公司治理结构问题凸现。有关证券公司股权结构与公司治理之间的关系问题,国内专家、学者进行了一定的理论研究,并逐渐成为近两年国内学术界讨论的一个焦点问题。本书旨在对证券公司股权结构与公司治理的关系进行理论上的探讨,并就改善我国证券公司治理结构状况提出一些建议。本章首先简要介绍本书选题的背景,学术界在本领域的主要研究文献,以及本书的写作框架和研究方法。

第一节 问题的提出

我国证券业是改革开放的产物。自 1988 年我国第一家专业证券公司产生至今,只有短短十几年的时间。然而,在这期间,我国证券业既经历了具有跳跃性的高速发展阶段,同时也经历了行业的极度低迷时期。

1990~2001 年上半年,是国内券商迅速发展时期,在市场和政策的推动下,经过兼并重组和增资扩股等行业整合过程,证券公司数量迅速扩张,资产规模大幅度提高,形成了一批具有相当规模的证券公司。但是,自 2001 年下半年至今,我国证券公司受股票市场持续下跌的影响进入了发展中的低潮期,券商业务大幅度萎缩。从行业整体来看,不仅经纪业务因为交易清淡而出现回落,而

且承销业务也因为市场长期低迷、新股发行和再融资速度放慢而出现停滞,券商利润大幅度下降,全行业亏损局面开始出现,从而使部分券商不良资产问题浮出水面,业务风险日益加大,经营状况严重恶化。2003年以来,不少券商陷入被收购兼并的境地,券商之间的重组浪潮逐步展开。

综观我国证券行业发展的历程,10多年来的快速发展虽然造就了一批资本实力雄厚、网点布局完善的证券公司,但却忽略了证券公司治理结构的建设问题,从而引发券商在运作过程中出现诸多非规范现象,各种违法违规现象时有发生,主要表现在:

1. 运作机制不完善

虽然许多券商名义上披上了股份制的外衣,并建立起了股份公司的运作架构,但并没有在实质上形成规范的股份制企业的运行机制,从股权结构、组织形式、法人治理结构到各构成部分之间的关系和运作等方面,都很不完善,很不规范,以致一些券商大股东虚假出资或变相抽逃资本金,或控制或操纵股东会、董事会,监事会形同虚设,内部人控制严重等问题时有发生。

2. 内部管理制度不健全

在内部管理上,券商的不规范现象也十分明显,一些券商没有严格、系统、完善的规章制度和管理办法,或者虽然名义上各种规章制度一应俱全,但缺乏行之有效的实施办法,因而使得这些规章制度成为摆设。有的券商内部管理混乱,铺张浪费严重,一些业务人员甚至利用职务之便侵占公司利益。

3. 经营不规范

在经营活动中,券商的非规范运作现象十分突出。比如,在承销业务中,一些券商为了争取承销项目而不择手段,甚至不顾风险、不计成本承揽项目;有些券商则伙同证券发行公司人为编造或发布不实信息来欺骗投资者;有些券商违反法律法规和规章制度虚假承销股票。在经纪业务中,有些券商盲目扩张经营网点造成

资源严重浪费；有些券商为了争取客户而违规大打佣金战；有些券商则为了争取客户而违规向客户提供融资等等。在自营业务中，有些券商利用其资金和信息优势人为操纵市场，不但没有起到机构投资者稳定市场的作用，反而成为扰乱市场的罪魁祸首；有些券商和上市公司联手炒作去获取非法利益。在资产管理业务中，有些券商违反规定向客户承诺保底收益；有些券商则把代客理财资金与自营资金混合操作，使资产管理业务成为自营业务的组成部分。以上情况说明，运作的非规范性仍然是我国券商发展过程中存在的十分突出的问题。

4. 兼并收购频繁

虽然我国的证券行业历史不长，但业内兼并收购事件时常发生，尤其自 2003 年以来，随着证监会监管力度加大，许多券商存在的问题浮出水面，一些规模较大的券商纷纷倒下，面临被收购兼并的局面，如南方证券、银河证券、华夏证券等。目前，国内券商行业内的整合势在必行，一批内部管理不完善、违规操作频繁和亏损严重的证券公司必将面临被重组的境地。

证券公司出现上述现象与我国券商长期以来未能形成有效的公司治理结构有着极为密切的关系。尽管我国证券公司都设立了股东大会、董事会、监事会等机构，甚至引入了独立董事，但是并没有起到实际的作用，这些机构大多形同虚设，内部治理结构的功能严重弱化，大部分券商存在严重的内部人控制现象。

分析国内券商公司治理存在的问题，究其原因，乃是我国证券公司的股权结构存在重大缺陷。从历史数据发现，高度集中的股权结构（如银河证券）和高度分散的股权结构（如大鹏证券）都容易引致证券公司治理缺陷的产生。在股权高度集中的证券公司内部，往往存在大股东对小股东的利益侵犯；同时，由于我国大股东一般为国家政府，股东主体虚拟，经过多层的委托—代理关系之后，很难形成对代理人的有效约束。在股权较为分散的证券公司