



长江证券
CHANGJIANG
SECURITIES

减持与流通

——
理论分析与政策设计

国有股

主编 李格平

新华出版社

国有股减持与流通

——理论分析与政策设计

主 编：李格平

副主编：史 丹 聂祖荣 黄 斌

新 华 出 版 社

图书在版编目 (CIP) 数据

国有股减持与流通 / 《国有股减持与流通》课题组编著. - 北京: 新华出版社, 2002.5

ISBN 7-5011-5600-X

I. 国… II. 国… III. 国有企业-股票-证券市场-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 004719 号

国有股减持与流通

——理论分析与政策设计

李格平 主编

*

新华出版社出版发行
新华书店经销
武汉大学出版社印刷总厂印刷

*

850 毫米×1168 毫米 32 开本 19.5 印张 470 千字

2002 年 5 月第 1 版 2002 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 7-5011-5600-X / F·807 定价: 28.00 元

导 言

国有股减持与流通作为我国国有经济战略性调整的政策延续，需要重新审视国有企业改制上市时的初始股权结构政策安排，并将其纳入到整个国民经济宏观背景下进行考察。

自中共中央于1993年首次提出国有企业“抓大放小”的战略构想，到1999年《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》中明确提出：“从战略上调整国有经济布局，要同产业结构的优化升级和所有制结构的调整结合起来，坚持有进有退，有所为有所不为。目前，国有经济分布过宽，整体素质不高，资源配置不尽合理，必须着力加以解决。”我国国有经济的战略性调整进入实质性的阶段。从实施的结果来观察，大致呈现出以下几个基本特征，其一，国有经济在小型企业的退出取得较大进展，虽然在小型国有企业的退出过程中曾出现各种问题，但是相对来说是比较成功的。与此相反，国有经济在大中型企业中的进退战略进展相对缓慢，其原因错综复杂。其二，作为战略性改组的目标，在解决国有企业的规模过小的问题上，主要以企业集团的试点与推广为手段。但是企业集团由于产权关系的混乱和国有资产管理体制的改革滞后，使企业集团在解决了规模问题的同时也导致大量资源被浪费。其三，关于解决国有经济的分布过散的问题上，通过关、停、并转的方式在一些行业中如纺织行业取得了较大成就。其四，公司制改造作为实现国有经济战略调整的重要手段，其结果是双重的。大中型国有企业的有进有退、有

所为有所不为主要体现在国家的控制程度方面，主要是在独资和控股之间进行选择。

国有经济有进有退战略是在非国有经济快速增长，国有经济在全部 GDP 的比例下降的背景下提出的。据有关资料统计，在我国工业企业资产结构中，国有工业企业固定资产净值年余额占全社会固定资产净值比重自改革初期的 90% 以上降至 1985 年的 85.4% 和 1999 年的 71.8%，相应地非国有工业企业固定资产净值比值由不足 10% 升至 14.6% 和 28.2%；在全社会固定资产投资结构中，国有企业固定资产投资额占全社会固定资产投资额的比重由 1980 年的 81.9%，降至 1999 年的 53.4%，相应地非国有企业固定资产投资所占比重由 18.1% 上升至 46.6%；在工业总产值中，国有企业工业总产值所占比重自 1978 年的 77.6% 下降至 1999 年的 28.2%，相应地非国有企业工业总产值所占比重由 22.4% 上升至 71.8%。这种所有制结构的变化反映到 GDP 总量方面，则呈现出如下状态：到 20 世纪 90 年代末，在对产业增加值的贡献中，国有经济远低于非国有经济，如 1997 年，在我国第一次产业的增加值中，国有经济的贡献为 2.75%，非国有经济的贡献为 97.25%；在我国第二次产业的增加值中，国有经济的贡献为 27.84%，非国有经济的贡献为 72.16%；在我国第三次产业的增加值中，国有经济的贡献为 28.5%，非国有经济的贡献为 71.5%；加权平均计算，1997 年 GDP 总量中，国有经济的贡献占 37.56%，非国有经济的贡献占 62.44%。

国有经济有进有退的战略意图在于改变国有经济分布过散、规模过小、效率持续下滑、亏损面不断扩大的状况，通过调整国有经济的生产力布局以保持国有经济在国民经济中的带动力和影响力。国有经济的战略调整包括两个大的组成部分，其一是国有经济在中小型国有企业的退出，其二是国有经济在大中型国有企业中的退出。

国有经济的战略调整反映在中小型国有企业的退出上被认为是成功的。中小型国有企业在国有股退出后通常走上私有化的道路或者选择了股份合作制，虽然在退出的过程中产生了诸多问题例如国有资产的流失，但是总体而言并没有产生大的问题，国退民进的步伐基本上按照宏观战略部署有序推进。与此同时国有经济在大中型国有企业中的战略调整相对而言表现得举步维艰，不仅在一些重大的理论问题存在着较大的分歧，同时也受到来自于传统经济体制包括国有资产管理体制和政府行政体制的强有力的抵制与阻碍。

总体而言，国有经济的战略性调整任务还远未完成，国有经济在整个国民经济中的比例仍然过高。有关部门的统计资料显示，目前我国混合经济中公有比重约占三分之一，这部分公有成分占全国经济总量的7个百分点。1996年我国国内生产总值为6.8万亿元，其中公有制经济为5.2万亿元，占76%。这说明，公有制经济在我国就总量来说仍占主体地位。在公有制经济中，国有成分为2.8万亿元，占GDP的40.8%，而且掌握着国民经济的命脉。这组数据一方面表明公有制经济在国内生产总值(GDP)中的比重下降后没有导致公有制在国民经济中的主导地位丧失，同时也表明我国所有制结构的调整和改革尚存在着巨大的空间。此为国有股减持作为我国所有制结构改革和国有经济战略调整的重要举措的第一个宏观背景。

国有股减持的第二个背景是要加快国民经济的所有制改革。从我国所有制结构变化的状态来看，1978年我国国有经济的比重为56%，集体经济的比重为43%，非公有制经济的比重为1%，而到了1997年，国有经济的比重降为41.9%，集体经济降为33.9%，非公有制经济上升到24.2%，发生了很大的变化。但是这种状况并不意味着我国所有制改革的任务已经完成。从国有经济调整的前景来看，我们从改革开放以来国有经济比重的下

降中可以发现，1978年国有经济在我国经济总量（GDP）中的比重为56%，到1997年这一比重为41.9%，年平均下降不到一个百分点，如果按此下降速度计算，到2010年国有经济的比重还将占30%多。当然，国有股减持政策的实施将加快国有经济调整和比例下降的速度，这也意味着改革进程的加快。

国有股减持的第三个背景是国有经济的比重过高直接影响了我国经济发展的质量和资源配置的效率。最近的一项实证研究以1995年全国工业普查的数据大约包括75万家工业企业为大样本，选择各种不同所有制企业能够进行竞争的行业，排除先天资源差异较大的行业、初级加工业和修理业，从而将主要分析集中在制造业，结果是：以国有企业为参照系来比较，大体来说私营个体企业的平均效率最高，大约为国有企业平均效率的2—5倍左右；其次为三资企业，平均效率约为国有企业的2倍左右；再次为股份制企业和集体企业，其平均效率约为国有企业的1—2倍。其中，一直被人们所注重的股份制企业未能取得较好的绩效，就总体平均水平来讲它们只相当于集体企业的平均效率水平，比国有企业有所进步。这说明股份制企业的产权结构还不稳定，产权关系仍比较混乱，改制过程往往波动很大，而且各种官办、民办、国有、私有等等都能够混杂其中，良莠不齐，因而处于某种尚未定型的产权状态。

国有股减持政策的制定需要对我国上市公司初始股权结构设计进行深刻反思。我国现代企业制度的试点是从国有企业开始的，我国的证券市场也基本上是围绕国有企业的改制上市而产生与发展。1996年新股发行制度的改革仍然是将国有企业作为重心。在中国证监会颁布的《关于股票发行工作若干问题的通知》中强调要优先考虑国家确定的1000家特别是其中的300家重点企业，以及100家全国现代企业制度试点企业和56家试点企业集团。

国有企业的股份制改造从一开始就被赋予视为放大国有经济作用的功能，与此相适应，作为一种制度安排，国有企业的改制被作为强化国有经济作用的新的途径和方式。我国国有企业的公司制改造在政策上的定位经历了一些变化。1993年11月14日通过的《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》首次提出转换国有企业经营机制和建立现代企业制度，并强调“实行公司制不是简单更换名称，也不是单纯为了筹集资金，而要着重与转换机制。但是在解决大中型国有企业的问题上政策发生了一些微妙的变化。《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》中对股份制改造的定位是：“国有经济的作用既要通过国有独资企业来实现，更要大力发展股份制，探索通过国有控股和参股企业来实现。”“国有资本通过股份制可以吸引和组织更多的社会资本，放大国有资本的功能，提高国有经济的控制力、影响力和带动力”。

自80年代初城市经济体制改革开始，国有企业经历了一个从缺乏活力到企业亏损、到过高的资产负债率再到银企关系的恶化和企业投融资体制的风险加剧，这是一个螺旋式的上升过程；与此相适应，国有企业由财政拨款的直接投资体制经过“拨改贷”而演变为间接投资体制，再到国有企业的股份制改造和直接上市融资，通过建立股票市场形成更高层次的直接投融资体系，也经历了一个螺旋式的上升过程（刘美平，2000）。可以说，我国股票市场的出现和发展是作为一种解决国有企业不断出现的问题的手段与工具，这些问题先后包括承包制下的负盈不负亏、国有资产流失、效率下降和亏损面的加大；随后出现的是政企不分所引发的国有企业经营机制的问题；资产负债率不断上升的问题；国有企业投融资体系风险积聚的问题；国有企业在许多的行业陷于困境面临大面积破产与倒闭的问题。

从实践的结果看，我国的股票市场在帮助大中型国有企业摆

脱困境方面的确功不可没，其具体表现在三个方面，其一是充实了国有企业的资本金的同时大大地降低了国企的资产负债率，其二是通过股票市场的直接融资规模日益增长，相当程度上化解了银行所隐含的金融风险，其三是帮助大中型国有企业尤其是重点企业实现脱困目标。在1980年，国有工业企业的资产负债率为18.7%，1993年上升至67.5%，1994年再上升至75.04%（刘美平，2000）。1983年“拨改贷”使我国国有企业的融资渠道发生了巨大变化，导致国有企业的资产负债率急剧上升。据1995年10月10日《经济日报》的估计，当时国有企业的资产负债率约为79.3%，而1996年5月9日的《人民日报》公布的国有企业清资核产的统计数据，全国预算内国有企业总资产为7.28余万亿元，其中总负债为5.17万亿元，资产负债率高达71%，另外，国家经贸委1997年一份材料显示，1996年末，国有工业企业资产总额为52757亿元，负债总额为34360亿元，资产负债率为68.21%。与此同时，我国股票市场在帮助大中型国有企业尤其是重点企业实现脱困目标方面也发挥了重要作用。据统计，1997年底，国家确定的512家重点企业中已有186家成为上市公司，100家现代企业制度试点企业中已有40家上市，120家试点企业集团已有59家成为上市公司。

在上述政策目标下，为确保国有经济的绝对支配地位，国有控股的股权结构和禁止流通就成为“解决问题的途径”（张笑雪，2000）。初始的股权结构设计除了强调了国有股的控股地位，更重要的是将多元化的股权结构与有效率的股权结构等同起来。在没有解决一个有效的国有资产委托代理关系和一个满足政企分开的国有资产管理体制的前提下，一股独大的多元化股权结构导致改制公司的治理机制无效，并随着时间的推移开始危及国有经济战略转移的初始目标，即解决国有资源的合理配置问题，并在一个更广泛的范围造成资源配置的低效率。

初始股权结构设计的缺陷还突出表现在我国股票种类的设计上,以及由此导致的“同股不同权,不同股同权”。我国上市公司的股票类型最初的分类见于1992年5月15日国家体改委发布的《股份有限公司规范意见》,其将公司的股份按投资主体分为国家股、法人股、个人股和外资股。在94年11月3日由国资局和体改委发布的《股份有限公司国有股权管理暂行办法》中对国有股进行了更明确的政策表述:“组建股份公司,视投资主体和产权管理主体的不同情况,分别构成‘国家股’和‘国有法人股’。国家股是指有权代表国家投资的机构或部门向股份公司出资形成或依法定程度取得的股份。在股份公司股权登记上记名为该机构或部门持有的股份。国有法人股是指具有法人资格的国有企业、事业及其他单位以其依法占用的法人资产向独立于自己的股份公司出资形成或依法定程序取得的股份。在股份公司股权登记上记名为该国有企业或事业及其他单位持有的股份。国家股和国有法人股统称为国家股权。”。到目前为止,我国上市公司的股份种类有国家股、国有法人股、法人股、境内上市社会公众股(A股)、境内上市外资股(B股)、香港上市外资股(H)、内部职工股、公司职工股、转配股等。按目前是否被准许流通可分为暂不流通和可流通两种类型,其中国有股和法人股以及由放弃配股权产生的转配股均为暂不上市流通股。我国股票种类之所以呈现这种复杂的局面有着特定的历史背景,应该说有一定的历史存在的合理性,如内部职工股的出现。问题不在于股票种类的数量多少,在国外也有普通股与优先股的分类,关键在于股票的分类不能违背同股同权同价和可流通性的股票市场基本法则。截止到1999年,从我国上市公司的总股本结构来考察,流通股占全部总股本的比例为35.2%,国家股与法人股分别占35.1%和27.6%,包括内部职工股和转配股在内的其他股份占2.1%。从流通股与非流通股的分布情况看,流通股所占比例在30%以下

的有 239 家，占总数的 45.1%，在 30%—50% 之间的有 231 家，占总数的 43.6%，非流通股占 50% 以上比例的上市公司有 470 家，占全部上市公司的 88.7%。截止 1999 年 2 月 5 日，沪深两地的 862 家上市公司股票发行总数为 2377.23 亿股，其中流通股占 31.64%，非流通股占 68.36%，流通股比例低于 40% 的有 600 多家（李剑铭，1999）。

上市公司国有股权的高度集中是我国国有企业股份制改造过程中出现的十分突出的问题。一份较早期的实证研究（李格平、黄斌 1998）结果表明，由于历史的原因，我国上市公司在建立现代企业的改制后所形成的股权结构是独特的，既不同于英美式的以机构投资者为主的股权结构，也不同于日德式的以金融机构为核心和企业法人相互参股的股权结构。我国上市公司的股权结构设置的典型特征可归纳为两点：（1）持股结构。国家股在总股份中的份额占据绝对的比重；（2）股权向国家股高度集中而法人股的分散程度低。上市公司的股权结构不合理不仅表现在国有股比例过大的数量方面，与股权对应的资产的质量问题更加突出。陈善昂的分析认为，劣质甚至伪造资产的进入和折股不仅严重影响到上市公司的未来发展，而且对其他股东的权益构成侵犯，国有股折股倍数远低于新股发行溢价倍率，使国有股与公众股的获取成本存在极大的差异，违背了“等量资产拥有等量权利”的原则，没有形成“同股同权同价”的均衡关系。

上市公司形成这种以国有控股为主的股本结构有多方面的原因。除了政策设计方面的原因外，其他的原因来自于企业组织结构的选择、国有资产管理体制的演变和股票发行体制，而上市前的资产重组方式与股份公司设立方式的选择等因素都对股权结构的形成产生程度不同的影响。

特别需要强调的是现行的股本结构与股票发行体制与发起设立方式的关系。我国的新股发行体制实行的是一种传统的国家计

划体制。额度控制和集中审批使各地区将有限的上市资源集中于在当地具有较大社会影响和经济影响的大中型国有企业上，这将不可避免地造成国有股的一股独大。至于发起设立方式与现行股本结构的关系，通常认为股份制改造过程中被广泛采用的发起设立方式与国有股一股独大的股权结构之间存在着某种必然性。在股本结构的初始确定过程中，作为独家或最主要发起人的国有企业，在资产投入、资产评估以及折股过程中拥有强大的控制力，出于各种目的，无论是地方政府还是改制的国有企业均存在着保持国有股在上市公司的控股地位的动机。在某些情况下，甚至出现作为发起人的国有企业存在普遍的投入资产虚增和认为放大国有股的现象。陈善昂对此进行了分析，第一，在资产投入及资产评估过程中容易导致资产价值的不当虚增，资产虚增的情况包括：包装资产、股本资金不到位甚至伪造资产、大量非经营性资产甚至不良资产进入、资产评估行为的不规范导致虚增。第二，发起人投入资产经评估后确定的发行前国有净资产是界定国有股权的基础，但还需除以折股倍率才能界定国有股本，政策仅规定了国有股折股倍率的最高限，为发起人尽可能的选择低的折股倍率提供了可能，从而使在资产可能已经被高估的情况下，进一步使国有股本被人为的放大。

关于企业集团组织形式与股权结构的形成，通常认为，企业集团模式下的分立重组式改制使上市公司的控制权仍然掌握在集团手中，而企业集团通常又是国有资产管理的授权代表，因此，就当时的特定历史条件，国有企业的改制没有产生有效率的股权结构或国有股大比例的退出的现实土壤。企业集团体制作为推动我国国有企业战略性改组的重大举措，试图寻求在不突破国有制的框架内解决国有经济的布局过散和单个国有企业规模不经济的问题。以产权为纽带形成大型企业集团的组织架构以打破中间层级主要是行业主管部门和地方政府事实上拥有的国有股权委托权

为前提，是国有股权管理或国有股权委托—代理链条的扁平化。企业集团体制对国有股权管理与实现国有股权的合理流动与配置方面作出了有益的尝试，也取得了十分显著的成效。但是，由于相应的国有资产管理体制改革的滞后和地方政府的“自私行为”，企业集团体制的构造与发育存在着许多的问题，这些问题将对国有股在上市公司中的退出或减持构成障碍。

1993年《中共中央关于经济体制改革的决定》中提出：“按照现代企业制度的要求，现有全国性行业总公司要逐步改组为控股公司。发展一批以公有制为主体，以产权联结为主要纽带的跨地区、跨行业的大型企业集团，发挥其在促进结构调整，提高规模效益，加快新技术、新产品开发，增强国际竞争能力等方面的重要作用。”。《决定》指出：“要着力培育实力雄厚、竞争力强的大型企业和企业集团，有的可以成为跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团。要发挥这些企业在资本运营、技术创新、市场开拓等方面的优势，使之成为国民经济的支柱和参与国际竞争的主要力量。”。

企业集团的产生在一定程度上促进了国有股权跨行业、跨地区和跨所有制的流动，但是负面的影响在于，企业集团体制在实现了一定程度的国有资产集中的同时，国有股权有重新锁定的倾向，并通过对上市公司产生的超稳定控制导致国有股权再次丧失流动性。企业集团对所属上市公司的超强控制表现在：(1) 拥有绝对的控股权；(2) 企业集团倾向于寻求对下属上市公司国有股权的国家授权经营，这意味着企业集团有着强大的权利欲望，尤其是上市公司是由集团公司的核心经营性资产重组而来的时候，集团公司的空壳性质和背负的历史包袱是这种权利欲望的合理解释；(3) 企业集团对下属上市公司决策层的直接任命甚至干脆是“两块牌子，一套班子”。

企业集团对上市公司的超强控制集中表现在国有股权委托人

与代理人的合一及“所有者缺位”，其结果是出现超强的“内部人控制”现象。企业集团体制的这种弊端将严重影响其控股上市公司的国有股股权在集团外部的合理流动，并构成国有股权在一些行业中的退出或减持的潜在障碍。一份实证研究的结论显示，在以1996年332家拥有国有股的上市公司为样本的考察中，国家股持股主体为集团公司的有106家，占全部样本的31.9%居第一位，其他的持股主体为国资局、国有资产经营公司或国有控股公司、企业主管部门、财政局，分别占全部样本的30.1%、14.2%、6.0%、3.9%，在106家“集团公司”代表国家持股的上市公司中，属于“空壳”持股性质的集团公司有81家，这些企业集团与股份公司基本上合二为一，股份公司的董事会成员、经理班子基本上是“集团公司”的经营班子，而空壳持股意味着上市公司的经营层基本上缺乏股东的约束（何浚，1998）。

关于国有资产管理体制与现行股权结构的关系，我们认为，国有企业改制后形成的多元化股权结构从理论上为建立一个现代企业制度迈出了第一步，但是由于国有资产管理体制改革的滞后使国有企业的公司制改造始终停留在股权结构的表层，在公司治理的深层次的推动举步维艰。虽然在《决定》中明确了国有资产管理的基本原则是“国家所有、分级管理、授权经营、分工监督”，但是在实践中始终没有形成一个有效的和统一的管理资产管理办法，而且由于国有资产的主体不清晰，导致在国有资产管理上的混乱，而这种混乱为国有企业的股份制改造和改制后的企业治理结构留下了隐患。

现行的国有资产管理模式的核心是“授权经营”，按照政策设想，政府通过出资人代表即授权经营机构行使所有者职能，政府与一般拥有国有资产的企业不在发生产权联系，企业的国有资产转换为授权经营机构的“国家股”或“国有法人股”，授权经营机构依照《公司法》行使股东的权利，从而通过割断企业与政

府的产权联系来实现完全意义上的政企分开。授权经营机构与政府的关系被设计为，政府将边界清晰的经营性国有资本委托给授权经营机构经营，授权经营机构作为一个特殊的由政府独家出资的企业法人，以受托国有资本的保值增值为经营目标进行独立运作；授权经营机构不具备政府职能，其对下属全资、控股和参股的企业以“国有法人股东”的身份行使出资人的权利；政府通过一定的程序与考核指标对授权经营机构进行监督与评价。

我国国有企业的公司制改造虽然从法律上构造了企业独立的法人财产权，但是有所有者和经营者的公司合约并没有解决企业的“剩余权”的分享问题。与此同时公司制改造使国有企业在产权上区分了现实营运资本与虚拟资本，并使资本在两个层次上的运作可以分开进行。由于作为国有股权代理人的政府机构即使从企业的现实营运资本的管理中撤出来，从虚拟资本的运营中的撤出却困难重重，其主要的障碍表现在认识上存在着分歧，涉及到对政府管理虚拟资本的效率的诸多争论；另外的障碍存在于操作层面。如果政府可以从国有虚拟资本的营运中撤出，应该采取一种什么样的方式，选择一种什么机制和体制，政府在国有虚拟资本的营运中应该扮演一个什么样的角色。对这个问题的讨论需要我们对国有资产管理体制的设计与实践进行反思与总结。

有观点认为，随着国有大中型企业的公司化改造的全面推开，原本意义上统一的生产资料国家所有权，从法理上被分解为公司法人财产权与国有股权，即现实营运中的资本与虚拟资本两个层次上的两种财产权。因此，关于财产的管理也需要在两个层次上通过两个管理体系、运用两种管理方式进行。公司制改造只是完成了企业经营权、即现实营运中资本管理权与政府行政权利的分离，但却没有完成资本所有权，也即虚拟资本管理权与政府行政权利的分离。而虚拟资本的管理更加不适合政府管理，由政府充当国有股权管理者的国有资本，至少在竞争性领域注定是低

效率的，在这方面，国有经济的改革远未完成（荣兆祥，2001）。

关于股权结构与公司治理，有众多的实证研究成果表明国家绝对控股的股权结构经常意味着公司治理的低效率。在我国，由于国有资产管理体制改革的滞后，国有股权管理的无序使多元股权结构下的公司治理从理论上来说无法摆脱“政企不分”的阴影，“所有者缺位”与“内部人控制”实际上使上市公司的治理问题陷于困境。这种在特定的历史和法律背景下所形成的股权结构不可避免地决定了中国上市公司的治理结构与治理机制的形成具有明显的缺陷。其主要表现在：（1）由于国家股持股主体的行政化因素使公司内部的委托代理关系不是一种财产所有者与法人所有者的关系，即使在国家股持股主体与经营者之间形成了某种形式的契约，但是由于缺乏在二者之间形成契约的法律基础和市场基础，这种契约也是一种形式主义的，同时也是一种政治功利与经济目标的混合物。（2）国家股股东对公司的控制是在经济上趋于“超弱”控制，而在政治上则是一种“超强”控制。这导致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”。（3）虽然国家股股东也可能为经理阶层提供某种激励机制，但是作为激励机制的收入机制不是一个与市场化标准对接，即不是市场选择的结果。因此，经理人员所拥有的“剩余控制权”与其所获得的“剩余索取权”经常性地不对等。（4）作为代理人的经理人由于经常的具有双重的身份和人格，使得对经理人的激励与约束机制并不能导致公司的效益最大化。（5）国家股绝对控股且作为公司唯一的大股东的股权结构设计必然导致“贵族式的甚至君主制式的支配管理倾向”（梅慎实，1997），可能产生的结果是掩盖在“一股一票”的合法外衣下对小股东的歧视。（6）国家股控股的上市公司内部人控制现象普遍，国家股股东与董事会的权利配置与功能构造无法对经理人形成一个有效的约束机制，因此内部人控制并没有被限制在一个合理的空间而导致内

部人控制的权利滥用。

国有股减持与流通问题的提出使我国证券市场面临的极大的发展机遇，同时也面临着巨大的挑战。1984年11月，上海飞乐音响公司改制为股份有限公司，成为我国第一家向公众公开发行的股票的股份公司。1990年12月19日，上海证券交易所正式开业，1991年7月3日，深圳证券交易所成立。两个交易所的成立标志着新中国股票市场开始形成。1992年10月，我国决定将发行股票的试点由上海、深圳等少数地方推广到全国。1999年7月1日实施的《证券法》使我国的证券市场与上市公司的运行有了进一步规范的法律依据。按照“法制、监管、自律、规范”的8字方针，我国证券市场迅速发展，已成为社会主义市场经济的重要组成部分。我国证券市场经过10余年发展，到今天已有相当规模。1991年，我国上市公司数仅有十几家，通过股票筹集的资金仅一二十亿元，每年市场交易额仅有数十亿元。截至2000年11月底，我国证券市场上股票总市值超过4.6万亿元，约为GDP的50%，长期以来我国证券市场的发展始终受困于国有股与法人股的非流通性质。国有股的非流通性导致证券市场的资源配置功能不能正常发挥，极大的限制了国有经济通过股权流动实现其调整布局和优化配置的战略目标。中国证券市场发展到今天，总股本规模约为2846亿股，其中不能流通的国有股和法人股占62%。按2000年5月底收盘时的市值计算，深沪两市国有股的总市值约为22550亿元。国有股的不流通不仅使证券市场的定价功能失真，而且造成一股独大、公司治理结构不完善等问题，也就不能真正实现同股同权的最基本要求，与现代企业制度的要求相距甚远，目前证券市场上存在的许多问题，都与国有股、法人股不流通有很大的关系。更重要的是，国有股的不流通使国有企业无法利用资本市场实现国有资本的正常的合理流动，严重制约了国有企业的战略性重组的宏观目标的实现。