



金苹果·经济学博士文丛

# 香港上市中资公司

## 治理结构研究

刁伟程 著

广东经济出版社



A STUDY OF THE CORPORATE GOVERNANCE OF  
LISTED CHINA AFFILIATED COMPANIES

46

N

香港上市中资公司

治理结构研究

刁伟程

著

广东经济出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

香港上市中资公司治理结构研究/刁伟程著. —广州:  
广东经济出版社, 2003.9

(金苹果·经济学博士文丛)

ISBN 7-80677-541-2

I. 香… II. 刁… III. 上市公司—企业管理—研究  
—香港 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 079451 号

|          |                               |
|----------|-------------------------------|
| 出版<br>发行 | 广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 5 楼) |
| 经销       | 广东新华发行集团                      |
| 印刷       | 广东省肇庆新华印刷有限公司 (广东省肇庆市狮岗)      |
| 开本       | 787 毫米×960 毫米 1/16            |
| 印张       | 15 2 插页                       |
| 字数       | 302 000 字                     |
| 版次       | 2003 年 9 月第 1 版               |
| 印次       | 2003 年 9 月第 1 次               |
| 印数       | 1~3 000 册                     |
| 书号       | ISBN 7-80677-541-2 / F·919    |
| 定价       | 35.00 元                       |

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

发行部地址: 广州市合群一马路 111 号省图批 107 号

电话: (020) 83780718 83790316 邮政编码: 510100

本社网址: [www.sun-book.com](http://www.sun-book.com)

•版权所有 翻印必究•

作为现代企业制度的代表——公司制及其法人治理问题已成为现今理论界和实践者讨论的热点问题。早在 20 世纪 30 年代，A. Berle 和 G. Means 在其 1932 年发表的经典名著《现代公司和私有产权》一书中就提出了分散持股的公司的股东与权力集中的经理之间存在的代理问题——专业化的经理因缺乏所有者的有效监督而损害股东的利益、偏离公司财产所有者的目标。自此以后直至 20 世纪 80 年代中期，相当多的学者致力于这方面的研究，包括 W. Boumol, O. Williamson 和 J. K. Galbraith 等一大批著名学者也提出类似的担心。但西方主流经济学不以为然，认为以美国为代表的基于普通法系的一整套法律和制度能保护投资者的利益，通过发达的资本市场形成广泛的社会持股能实现较好的资源配置和有效率的公司治理。但是，最近美国相继出现的“安然”和“世通”等大公司经理人通过造假欺诈股民和员工事件说明这个问题并没有完全解决。自 90 年代后期开始，以 La Porta 等人为代表的学者通过大量的实证研究发现，除英美等国外，股权相对集中的情况相当普遍。因此，公司治理的问题不再单单是外部股东与内部经理人之间的权力制衡的问题，在很多情况下是控制股东（大股东）与中小股东的权力制衡的问题。我国上市公司普遍存在的“一股独大”的情况也并非中国所特有。但是，作为转轨经济，如何实现国有企业的改制和发展资本市场更无成熟的理论和成功的经验。所幸我国没有采取在俄罗斯实行的主流教科书所建议的休克疗法和凭证式的私有化，而是渐进地通过各种方式实践。20 年间对 A 股、B 股、H 股和海外直接上市等方式进行了全方位的试验，从中摸索适合国情的企业改革和治理之路。本书正是基于这方面的经验和教训总结的考虑，借鉴了国外先进的实证分析方法，系统地分析了内地在香港的红筹股和 H 股公司的股权结构、董事会结构、融资结构、股利政策与公司绩效，并与美国模式、日本模式、东亚模式以及我国沪深上市公司作了一些比较，从中得出了很有意义的结论。这对转轨经济国有企业改革与发展，沪深上市公司治理结构的完善，一定会起到借鉴的作用。

黄渝祥

2003 年 6 月

# 目 录

|                           |        |
|---------------------------|--------|
| 序 .....                   | ( 1 )  |
| 第一章 绪 论 .....             | ( 1 )  |
| 第一节 问题的提出 .....           | ( 3 )  |
| 第二节 研究内容和研究方法 .....       | ( 6 )  |
| 第二章 公司治理结构文献综述 .....      | ( 9 )  |
| 第一节 国内外对公司治理结构问题的研究 ..... | ( 11 ) |
| 一、国内对公司治理结构问题的研究 .....    | ( 11 ) |
| 二、国外对公司治理结构问题的研究 .....    | ( 12 ) |
| 三、转轨经济中的公司治理结构问题研究 .....  | ( 17 ) |
| 第二节 公司治理结构的专题研究 .....     | ( 19 ) |
| 一、股权结构与公司治理 .....         | ( 19 ) |
| 二、融资结构与公司治理 .....         | ( 20 ) |
| 三、董事会结构与公司治理 .....        | ( 21 ) |
| 四、股利政策 .....              | ( 21 ) |
| 五、信息披露 .....              | ( 24 ) |
| 六、法律与公司治理 .....           | ( 29 ) |
| 第三章 香港股市的监管架构与法规体系 .....  | ( 33 ) |
| 第一节 香港股市的历史及其功能作用 .....   | ( 35 ) |
| 第二节 香港股市的监管架构 .....       | ( 38 ) |
| 一、香港联合交易所 .....           | ( 38 ) |
| 二、证券及期货事务监察委员会 .....      | ( 39 ) |

|                         |      |
|-------------------------|------|
| 三、香港股市监管机构对市场的监管 .....  | (40) |
| 第三节 香港股市的监管法律 .....     | (41) |
| 一、证券条例 .....            | (41) |
| 二、证券上市规则 .....          | (41) |
| 三、保障投资人士条例 .....        | (42) |
| 四、证券及期货事务监察委员会条例 .....  | (42) |
| 五、证券披露权益条例 .....        | (43) |
| 六、证券内幕交易条例 .....        | (43) |
| 七、收购及合并守则 .....         | (44) |
| 八、回购本公司股份专则 .....       | (44) |
| 第四节 香港股市监管法律的修订 .....   | (45) |
| 一、对保障股东权益条款的修订 .....    | (45) |
| 二、对董事及董事会准则等条款的修订 ..... | (46) |
| 三、对公司信息披露有关条款的修订 .....  | (47) |

#### 第四章 香港红筹公司治理结构特殊性研究 .....

|                            |      |
|----------------------------|------|
| 第一节 香港红筹公司发展历程回顾 .....     | (51) |
| 一、红筹股概念的由来 .....           | (51) |
| 二、香港红筹股发展历程回顾 .....        | (52) |
| 第二节 香港红筹公司治理结构要素 .....     | (62) |
| 一、香港红筹公司治理结构要素 .....       | (62) |
| 二、H股公司治理结构要素 .....         | (62) |
| 第三节 香港红筹公司治理结构的特殊性 .....   | (66) |
| 一、香港红筹公司治理结构的特殊性 .....     | (66) |
| 二、香港红筹公司的功能作用 .....        | (66) |
| 三、香港红筹公司的运作模式 .....        | (68) |
| 四、国有股权对企业效益的决定性关系 .....    | (69) |
| 五、案例：广东省政府“粤海重组”回顾 .....   | (71) |
| 第四节 香港红筹公司治理结构的问题及对策 ..... | (75) |
| 一、香港红筹公司治理结构存在的问题 .....    | (75) |
| 二、解决治理结构问题的对策 .....        | (77) |

## 第五章 香港上市中资公司股权与绩效的实证研究

|                                  |       |
|----------------------------------|-------|
| .....                            | (79)  |
| 第一节 国内 A 股公司股权与经营绩效的研究成果.....    | (82)  |
| 第二节 香港红筹公司股权结构与绩效的实证分析.....      | (84)  |
| 第三节 香港红筹公司分类研究 .....             | (87)  |
| 一、按公司所处的竞争环境分类分析 .....           | (87)  |
| 二、按公司行政隶属关系分类分析 .....            | (91)  |
| 第四节 H 股公司股权结构与绩效的实证研究 .....      | (95)  |
| 第五节 H 股公司分类研究 .....              | (97)  |
| 一、行业竞争性强 .....                   | (97)  |
| 二、行业竞争性弱 .....                   | (99)  |
| 第六节 红筹公司与 H 股公司股权与绩效实证研究比较 ..... | (100) |
| 一、市场股价与国有股比例 .....               | (100) |
| 二、利益趋同效应和利益侵占效应 .....            | (100) |
| 三、股权结构与经营绩效存在三次方关系 .....         | (101) |
| 四、分类分析结论 .....                   | (102) |

## 第六章 香港上市中资公司融资结构、董事会结构 与经营绩效的实证研究

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| .....                   | (103) |
| 第一节 香港红筹公司融资结构与绩效 ..... | (105) |
| 一、1999—2000 年度 .....    | (106) |
| 二、1998—1999 年度 .....    | (106) |
| 第二节 H 股公司融资结构与绩效 .....  | (108) |
| 一、1999—2000 年度 .....    | (109) |
| 二、1998—1999 年度 .....    | (109) |
| 第三节 董事会结构与经营绩效 .....    | (111) |
| 一、红筹公司董事会结构与经营绩效 .....  | (111) |
| 二、H 股公司董事会结构与经营绩效 ..... | (112) |

|                       |       |
|-----------------------|-------|
| 第四节 结 论 .....         | (115) |
| 一、融资结构与公司绩效 .....     | (115) |
| 二、董事会结构与公司绩效 .....    | (116) |
| 三、市场股价与中资公司治理结构 ..... | (116) |

## 第七章 香港上市中资公司股利政策研究 .....

(117)

|                                |       |
|--------------------------------|-------|
| 第一节 国内 A 股公司的股利政策 .....        | (119) |
| 第二节 香港红筹公司股利政策 .....           | (121) |
| 一、派息与公司盈亏的关系 .....             | (121) |
| 二、股息支付情况 .....                 | (122) |
| 三、股价息率与银行利率 .....              | (122) |
| 第三节 公司治理结构对香港红筹公司股利政策的影响 ..... | (124) |
| 一、股权结构与股利政策 .....              | (124) |
| 二、融资结构与股利政策 .....              | (126) |
| 三、董事会结构与股利政策 .....             | (128) |
| 第四节 香港红筹公司林特模型分析 .....         | (130) |
| 第五节 H 股公司股利政策 .....            | (133) |
| 一、派息与公司盈亏的关系 .....             | (133) |
| 二、股息支付情况 .....                 | (134) |
| 三、股价息率与银行利率 .....              | (134) |
| 第六节 公司治理结构对 H 股公司股利政策的影响 ..... | (136) |
| 一、股权结构与股利政策 .....              | (136) |
| 二、融资结构与股利政策 .....              | (137) |
| 三、董事会结构与股利政策 .....             | (137) |
| 第七节 H 股公司林特模型分析 .....          | (139) |
| 第八节 香港红筹公司与 H 股公司股利政策的比较 ..... | (141) |
| 一、H 股公司较红筹公司更倾向于高股息的股利政策 ..... | (141) |
| 二、股利政策与银行利率 .....              | (141) |
| 三、股权结构与股利政策 .....              | (142) |
| 四、融资结构与股利政策 .....              | (142) |
| 五、董事会结构与股利政策 .....             | (143) |
| 六、盈利水平与股利政策 .....              | (143) |

## 第八章 公司治理结构中的小股东权益保护问题 ..... (145)

## 第一节 美国模式与小股东权益 ..... (147)

一、美国模式出现问题的根源 ..... (147)

二、委托代理机制问题在安然事件中的表现 ..... (148)

三、美国治理模式的反思与变革 ..... (149)

## 第二节 日本模式与利益相关者 ..... (152)

一、以利益相关者为基础的公司治理结构 ..... (152)

二、日本模式的问题及其改革 ..... (155)

三、市场竞争环境变化对日本模式的冲击 ..... (156)

## 第三节 东亚模式与小股东权益 ..... (158)

一、东亚公司治理结构的基本特征 ..... (158)

二、东亚模式的小股东权益 ..... (159)

三、东亚模式的公司控制权与所有权 ..... (160)

## 第四节 中国沪深上市公司的小股东权益 ..... (164)

一、沪深证券市场的初始设计对中小股东的定位 ..... (164)

二、沪深上市公司小股东权益的损失 ..... (165)

三、有效保护投资者权益 ..... (171)

## 第九章 香港红筹公司小股东权益保护问题研究 ..... (173)

## 第一节 香港资本市场对小股东权益的保护 ..... (175)

一、香港法律对小股东权益保护的体现 ..... (175)

二、香港新闻媒介及民众对上市公司的监督作用 ..... (177)

第二节 香港与周边地区资本市场对小股东权益保护的  
比较研究 ..... (178)

## 第三节 香港红筹公司小股东权益保护问题 ..... (183)

一、香港红筹公司小股东权益保护问题 ..... (183)

二、加强香港红筹公司对小股东权益的保护 ..... (184)

第四节 案例：上海实业控股有限公司放弃关联交易回顾  
..... (186)

|                                  |       |
|----------------------------------|-------|
| <b>第十章 中国沪深证券市场国际化与香港上市中资公司</b>  | (189) |
| <b>第一节 中国沪深证券市场的国际化</b>          | (191) |
| 一、证券市场国际化的基本要求                   | (191) |
| 二、我国证券市场国际化发展的现状和问题              | (192) |
| 三、关于沪深证券市场国际化的一些不同观点             | (194) |
| 四、证券市场国际化的原则                     | (195) |
| <b>第二节 香港上市中资企业对沪深证券市场国际化的作用</b> | (198) |
| 一、香港上市中资企业是涉足国际化证券市场的先行者         | (198) |
| 二、香港上市中资企业在我国证券市场国际化中的作用         | (199) |
| <b>第三节 中国预托证券</b>                | (202) |
| 一、中国预托证券(CDR)的提出                 | (202) |
| 二、中国预托证券的意义                      | (203) |
| 三、关于发行中国预托证券的一些不同观点              | (204) |
| 四、借鉴中国预托证券模式,中国联通发行A股            | (206) |
| <b>第四节 合格境内机构投资者制度</b>           | (209) |
| 一、合格境内机构投资者制度(QDII)的提出           | (209) |
| 二、建立QDII制度的意义                    | (209) |
| 三、有关QDII制度的一些不同观点                | (211) |
| 四、实施QDII制度对A股和B股市场的影响            | (212) |
| <b>第五节 合格境外机构投资者制度</b>           | (214) |
| 一、关于合格境外机构投资者制度(QFII)            | (214) |
| 二、我国QFII制度与我国台湾地区QFII制度的比较       | (214) |
| 三、实施QFII的意义和影响                   | (216) |
| <b>第十一章 总 结</b>                  | (219) |
| <b>第一节 主要工作</b>                  | (221) |
| <b>第二节 主要结论</b>                  | (222) |
| 一、香港红筹公司治理结构特殊性研究                | (222) |
| 二、国有股权比例与公司绩效的关系                 | (223) |

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| 三、融资结构、董事会结构与经营绩效的关系 .....    | (224) |
| 四、市场股价与中资公司治理结构 .....         | (225) |
| 五、香港红筹公司与 H 股公司股利政策 .....     | (225) |
| 六、公司治理结构中的小股东权益保护问题 .....     | (226) |
| 七、香港红筹公司小股东权益保护问题 .....       | (226) |
| 八、香港上市中资公司对沪深证券市场国际化的作用 ..... | (226) |
| 跋 .....                       | (227) |
| 参考文献 .....                    | (228) |

# 第一章

## 绪论

公司治理结构问题，是当前理论界和企业界共同探讨的热点问题。研究香港上市中资企业的治理结构问题具有重要意义。本书采取理论分析与实证研究相结合的方法，系统分析了香港红筹公司治理结构的特殊性，对股东结构、董事会结构、融资结构与公司绩效进行了实证分析，同时，对香港上市中资公司的股利政策，进行了分析研究。小股东权益保护问题是上市公司治理问题的重点研究内容，本书系统分析了美国模式、日本模式、东亚模式的上市公司以及我国沪深上市公司小股东权益保护问题，重点研究了香港资本市场和香港红筹公司的小股东权益保护，指出了各种模式在小股东权益保护中的不足与缺陷。我国沪深证券市场国际化是发展必然趋势，本书分析了香港上市中资企业对我国证券市场国际化发展的意义和作用。

## 第一节 问题的提出

研究香港上市中资企业的治理结构问题，对处于转轨经济中的我国国有企业的改革与发展具有重要意义。党的十四届四中全会提出把健全法人治理结构作为建立现代企业制度的核心，十五届五中全会明确，健全法人治理结构是深化国企改革的一项重要任务。十六大又进一步强调要按照现代企业制度的要求，国有大中型企业继续实行规范的公司制改革，完善法人治理结构。国有企业 20 年的改革，在转轨经济环境中不断摸索，走过了一条曲折的道路，当前，国有企业的改革与发展，进入了完善公司治理结构的阶段。

公司治理是一套制度安排，其核心是在法律、法规和惯例的框架下，保证以股东为主体的利益相关者权益为前提的一整套制度。关于治理结构的定义，目前并没有一致的说法，但普遍认为，公司治理的最终目的，是要提高企业的经营绩效。

自 20 世纪以来，由于资本的集中和技术的进步，促进了现代工商业的巨大发展，公司的规模也迅速扩大，股东急剧增加并高度分散化，公司经营也日趋复杂。在这种情况下，股东直接参与公司管理就变得困难了。于是，在公司中所有权和经营权出现了分离。公司治理问题正是在这种所有权和经营权分离条件下产生。

20 世纪 70 年代，西方学者掀起了公司治理研究高潮。这一高潮的实践背景在于，当时美国的许多公司设备更新、产品开发与市场占有等方面，明显落后于日本和德国，企业的国际竞争力也较弱；另一方面，公司经理报酬却急剧上升，而同时期的职工收入水平则趋于下降。不少人认为这可能是由于股东控制权弱化和所有者对经营者失控而引起的，与公司的所有权结构和控制方式有关。继而出现的是遍及全美的兼并浪潮，在这一浪潮中出现了大量的敌意收购、杠杆收购和公司重组等兼并形式。这些兼并实际上代表了股东和所有者对经营者经营责任的一种追究。但在这一过程中出现了经营者对股东利益的背离，他们为了自己的利益往往置股东利益于不顾，设计出种种防御措施来阻挠投标竞争；而许多这样的措施从根本上来讲是以牺牲股东利益为代价的。因此，如何保护股东利益就成了公

公司治理研究的主要内容，一直延续至今。

进入 90 年代，国外公司治理的研究主要集中在机构投资者的兴起、公司社会责任、跨国公司的治理及知识经济下的公司治理等前沿性问题上。特别是 90 年代中后期的亚洲金融危机和随之而来的区域资本市场动荡，更加推动了公司治理研究的深入。

国内公司治理的研究在 20 世纪的 90 年代刚刚开始。在中国经济体制向市场经济转型过程中，建立现代企业已经成为中国国有企业改革的目标选择。然而，在现实中众多的国有企业虽然建立起了法律形式上规范的“现代企业制度”，但是，真正体现市场经济内涵的运作机制并没有形成。决策效率低、资源浪费、经营者失控等问题依然困扰着“改制”后的国有企业。这一切已经成为国有企业发展的羁绊。如何深化国有企业改革，实践的需要呼唤理论的创新，国内学者开始关注并推动了公司治理的研究热潮，发表或出版了许多论文和专著。而且在一些领域，如转轨经济中国有企业法人治理结构的建立等，国内学者取得了一些重要的研究成果。

我国已经加入 WTO，一方面要建立完善的市场经济体系，另一方面要积极培育国有企业的市场竞争力。国有企业必须同其他性质的企业一样，遵循国际通行的市场准则，在市场竞争中生存发展。这需要加强对公司治理结构的研究，指导处于转轨经济的国有企业的改革与发展。在不同的历史时期和经济环境下，公司治理问题的主要内容有所不同，当前研究国有企业治理问题，重点要解决国有企业如何尽快融入国际化市场之中，参与市场竞争。

我国处于完全市场经济环境的国有企业主要集中在香港，香港的国有上市公司严格按照香港上市条例规范运作，研究这类企业，对国企深化改革，适应市场经济竞争，具有重要借鉴意义，这是本书的出发点。

香港上市国有企业分为红筹公司和 H 股公司。所谓红筹公司，是指在香港注册，由内地资金拥有控股股权的在香港联交所上市的公司。H 股公司是指在内地注册，并获得香港联合交易所批准，在香港发行人民币特种股票的公司。这种股票（H 股）以人民币标明面值，以港币认购并进行交易。从国有 A 股公司到 H 股，再到红筹股，是比较典型的企业制度的过渡安排。国有 A 股是国内注册的国有上市公司，经营环境是处于转轨之中的国内市场，H 股公司是国内注册的国有公司，但在香港上市，受香港上市条例的约束，红筹股公司是香港注册的国有上市公司，经营环境是发达成熟的香港市场。因此，就治理结构而言，H 股和红筹股公司，是在成熟的市场经济环境中的国有企业的一种模式，值得深入研究。理论界对国内 A 股公司治理结构问题研究比较多，但对 H 股和红筹股公司则研究较少。本书对红筹公司治理结构的特殊性进行了深入研究，并对治理结构的特殊性所决定的红筹公司功能作用、运作模式进行了全面阐述，深入剖析国有控股股权

在红筹公司治理结构中的核心作用。并用实证方法对红筹公司和 H 股公司的股权和绩效、融资结构、董事会结构与绩效、股利政策等问题进行了分析研究，对上述理论进行验证。

小股东权益保护问题是公司治理问题研究的重要内容。美国模式、日本模式、东亚模式以及我国沪深上市公司均存在侵犯中小股东权益的问题。本书分析了各种模式的特点和不足，指出侵犯小股东权益是一个普遍存在的问题，说明保护小股东权益是资本证券市场健康发展的共同任务。本书对香港红筹公司小股东权益保护问题进行了深入分析。

希望通过上述研究，对转轨经济国有企业改革与发展，沪深上市公司完善治理结构，起到一定借鉴作用。

## 第二节 研究内容和研究方法

本书收集了截止至 2000 年底被香港恒生指数服务有限公司列为红筹指数成份股的全部 48 家公司的资料,同时,收集了香港恒生中国企业指数成份股(H 股公司成份股)全部 52 家企业近三年的资料,对治理结构中股权结构、融资结构、董事会结构对绩效的影响,以及对股利政策的影响进行了实证分析。

本书结构内容安排如下:

第二章 公司治理结构文献综述。对国内外研究公司治理结构问题的主要观点和内容进行了介绍,对有关公司治理结构的专题研究,作了较为详细的说明。

第三章 介绍了香港证券市场的监管架构和法律体系。对香港证券市场的运作及监管、监管机构和人员的组成、各项监管法律的主要内容进行了说明。

第四章 香港红筹公司治理结构特殊性研究,回顾了红筹公司发展的历史,对红筹公司治理结构的特殊性进行了分析,并详细阐述了由于该特殊性所决定的红筹公司的功能作用和运作模式,尤其是提出政府股权对企业效益的决定性关系。最后指出了红筹公司治理结构中的问题和解决问题的对策。

第五章 对红筹公司和 H 股公司政府股权与绩效的相关性进行了实证分析。将公司净资产收益率和市净率指标与政府股权比例进行了回归,得出了政府股权与红筹公司和 H 股公司绩效高度相关的结论。在此基础上,对红筹公司和 H 股公司按行政所属性质和行业所属性质进行了分类,按不同类别对股权与绩效进行了回归分析,详细分析了相关的经济含义。

第六章 对红筹公司和 H 股公司融资结构、董事会结构与公司绩效进行了实证分析。主要是将公司资产负债率,执行董事比例与净资产收益率、市净率进行回归分析。红筹公司净资产收益率与负债率存在相关关系,而 H 股公司融资结构、董事会结构与绩效相关性不显著。

第七章 研究红筹公司与 H 股公司的股利政策。对两类公司 1998 - 2000 年的股利支付情况进行了统计说明,并研究了股价息率与同期银行利率的关系,对两类公司股权结构、融资结构与每股股息、股息支付率进行了回归分析,红筹公