

中国上市公司 股权结构 与公司绩效

Equity ownership structure of listed companies
in China and their performance

苏武康 著



经济科学出版社
Economic Science Press

经济学博士论丛

中国上市公司 股权结构 与公司绩效

苏武康 著



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：王蜀伟

责任校对：王肖楠

版式设计：波视盈通

技术编辑：潘泽新

中国上市公司股权结构与公司绩效

苏武康 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京密兴印刷厂印装

850×1168 32 开 10.25 印张 180000 字

2003 年 11 月第一版 2003 年 11 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-3779-6/F·3083 定价：16.90 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

林 凌

苏武康同志的博士论文即将出版。这是一本研究上市公司股权结构与公司绩效关系的书。苏武康同志以他多年积累的实践经验和读博士学位期间学习掌握的理论知识，对我国上市公司股权结构和公司绩效的关系，从多角度、多层次进行了理论和实践相结合的分析，得出了有见地的结论，是一本对我国上市公司和证券市场的改革都有指导意义的好书。

一、我国是一个从计划经济向社会主义市场经济转型的国家

向市场经济转型，最重要的举措之一就是建立资本市场，而要建立资本市场，就必须要有证券交易所和上市公司。我国的企业绝大多数是国有独资企业，要建立上市公司就必须对国有独资企业进行改组、改造，使之成为股份有限公司。这种改组、改造是一个从思想观念、财产观念、组织形式到建立现代企业制度、真正成为证券市场的主体的变革过程。这种变革是脱胎换骨的变革，很大程度上是自上而下人为的过程，而非资本主义那种自下而上的自发过程，因而改革十分艰巨。本书从我国上市公司的诞生、成长进行了全过程的历史分析和特点描述，使人们对计划经济体制下的中国，如何从国有企业改造成为股份制上市公司的历程有了一个总体的了解，展现出了证券市场的中国特点，阐明了建立证券市场和培育上市公司，对中国建立社会主义市场经济体制、推进经济转型有多么重要的意义。

二、实行股份制，是我国国有企业改革的目标模式

发达资本主义国家的股份制，是由小资本集聚为大资本而形成的；我国的股份制则是引进其他资本、把国有资本分解为多元资本而形成的。在股份制改革初期，一方面认为国有企业改革非走这条路不可，另一方面又担心变成私有制，

因此，国有企业的股份制改革都采取了国家控股的形式。在上市公司中，国有股比重绝大多数都在 50% 以上，有的高达 70%~80%；在证券市场上，规定国有股和法人股不能流通，可流通的社会公众股仅占总市值的 40% 以下。这种格局虽然保持了国有制的主体地位，但却在上市公司中形成国有股一股独大的股权结构，在证券市场上形成 60% 以上的股票不能流通。这种情况虽然经过多次配股和增发新股，经过国有股减持等试点，情况并没有多大改变。

股权的高度集中，在上市公司实际集中在母公司（集团公司）手中，而母公司基本上还是计划经济时代的体制，它在组织上牢牢控制着上市公司，甚至套取上市公司募集的资金和利润，来弥补母公司的亏损，从而导致上市公司绩效不振，以至下滑。

60% 以上的上市股票不能流通，使我国的股市长期处于一种畸形状态——名义市值很高，实际市值很低。从本质上看，是大量资本还是凝固状态的国有资本，而未转化成可流通的社会资本。股票的特性告诉我们，无论私人资本还是国有资本或其他资本，一旦变成股票进入股市，就会在它原有的属性之外增加一个新的属性，即社会属性，就是说原来的资本已变成社会资本。社会资本是在社会上永远流通的资本，是无法还原的。若想还原，使证券形态的股票重新变成货币形态的资本，就必须在股市上把它卖掉，而买你股票的私人或机构又把货币形态的资本变成证券形态的资本，继续

在证券市场上流动。在这样一次转手中，对某个人或某个机构来说，股票的私人、国有或其他所有制属性恢复了，但股票的社会属性仍然没有变。股票在股市上处于频频换手的状态，但它的社会属性永远不会消失，已转换成为社会资本的各种资本，也永远无法取出。由此我们看到，股票有一种扩大社会资本的功能，投资股票市场的资本越多，社会资本就越大，社会资本越大，资本市场融资的功能就越强。现在我国股市有 60% 以上的股票不能流通，说明我国只是把社会公众资本变成社会资本，国有股和法人股尚未变成社会资本，对扩大全社会的资本市场还没有作出贡献，这是造成股市整体绩效低下、甚至呈逐年下降趋势的根源之一。

以上两者，是我国上市公司和证券市场的特征，也是制约我国上市公司和证券市场健康发展的主要障碍。作者在本书中做了深刻的分析，并提出了解决问题的途径，是一个可贵的探索。

三、马克思的所有权和经营权“两权分离”理论和西方经济学家的委托代理理论是建立股份制经济和发展证券市场的理论基础

作者把“两权分离”和委托代理理论作为研究上市公司股权结构和公司绩效的理论指导，是完全正确的。

股份制是自由资本时代产生的资本组织形式。它的集资功能首先引起马克思的关注。马克思说：“假如必须等待积

累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕到今天世界上还没有铁路。但是集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”当股份公司大量出现之后，马克思进一步指出：“实现执行职能的资本家转化为单纯的经理，即别人资本的管理人”，“在股份公司内部，职能已同资本所有权相分离”。马克思这段话讲的是股份制所引起的所有权与经营权分离的革命。当时的企业多是私有独资企业，所有者和经营者是合一的。股份公司出现后，企业的股权结构多元化了，所有者和经营者合一的财政基础不存在了，于是出现了股东会和股东会聘请有才干的人担任经理的新模式，形成了所有权与经营权分离的新格局。这种新模式和新格局使一批批经营管理的精英脱颖而出，形成职业经营者阶层，对企业经营管理理论和实践的创新，对上市公司绩效的提高，起了巨大的作用。两权分离可以说是资本主义企业发展史上的一次革命。但随着现代企业规模的不断扩大和股权的分散，股东对财产的控制越来越困难，许多企业的财产控制权实际落到了经营者手中，又出现了“内部人控制”问题。但这并不意味着两权分离的失效，而是要求改革新的条件下两权分离出现的失衡状态。

在我国，两权分离理论的运用始于实行企业经营承包责任制时期。它是 20 世纪 80 年代初我国国家领导人访问罗马尼亚后提出的一个新观点，并从马克思那里找到了详尽的阐述和有力的理论支撑，在党的十二届三中全会所作的关于经

济体制改革的决定中作出了“所有权与经营权适当分离”的决策。当时我国的企业72%是国有企业，28%是集体企业。所说的“两权分离”主要是对国有企业改革而言的。在计划经济体制下，国有企业都有一个“婆婆”，就是企业的上级政府主管部门。它不但掌握着企业的所有权，而且掌握着企业的经营权，厂长和企业是他们行使所有权和经营权的工具，没有任何自主权力。扩大企业经营自主权的改革，主要是在保持计划经济体制基本不变的前提下，让渡一部分权利和利益给企业，以调动企业职工和厂长（经理）的积极性。

企业经营承包责任制的实施，是试图运用“两权分离”理论把国有独资企业的所有权与经营权放开的一次尝试。企业经营承包责任制明确界定：企业的上级主管部门是所有者代表，厂长（经理）是经营者代表；同时经过清产核资，明确企业资产总量和负债情况。然后又由双方签订经营国有资产的承包协议，根据企业的不同情况，实行不同的利润分成办法。但这种形式的两权分离是政府与企业之间的两权分离，而非企业内部的两权分离；是单一财产权基础上的两权分离，而非多元财产权基础上的两权分离，因此，这种尝试是不成功的。只有在企业实行股份制改造、改组之后，建立在多元财产基础之上的、企业内部的两权分离才逐步形成。但由于我国至今仍然没有突破国有股一股独大的股权结构格局，职业经理阶层尚在孕育之中，许多上市公司所有者代表与经营者一身二任，两权分离实际上并不清晰，经营管理层

的作用尚未真正发挥，这是我国上市公司绩效不佳的重要原因。因此，大力推进两权分离，仍然是我国上市公司面临的重要任务。有些企业由于所有者代表缺位，也出现“内部人控制”现象，应当引起我们的重视，但不是主流。

四、两权分离和股权结构在企业组织上的表现就是企业的法人治理结构

我国企业的法人治理结构，比较而言，上市公司最为规范。治理结构的各种要素，包括股东会、董事会、监事会、独立董事、经理层都比较健全。但不能不看到的是，我国绝大多数上市公司都是把优势的经营性资产集中在一个子公司上市，其余资产（包括非经营性资产和不良经营性资产）则留在原企业，从而在企业组织形式上制造出一个母子公司体系。原企业为母公司，被命名为某某集团公司；上市公司是原企业的独资或控股的子公司，被命名为某某集团股份有限公司。上市公司虽然有独立的法人治理结构，但董事长、总经理都由集团公司任命，经营管理受集团公司制约，集团公司与上市公司之间存在着理不清的关联交易关系。而作为集团子公司的上市公司，由于股权结构中一股独大的格局久未改变，董事会受国有大股东的制约很大，经营管理层不能放手工作，有些企业的法人治理结构实际成为按规定程序走过场的工具，企业管理基本上还沿用着传统的国企管理模式。本书作者把健全和发挥企业法人治理结构的作用与加快

股权结构的改革联系起来进行考察，与提高上市公司绩效联系起来考察，是有重要意义的。

五、建立在两权分离理论基础上的出资人——股东

股东与经营者的关系，与西方经济学中的委托代理理论也是紧密联系在一起的。在股权分散的现代公司制企业中，股东是无法直接参与企业经营活动的，必然要委托一个代理人去经营企业，从而形成委托代理关系。委托人要求于代理人的，是最大限度地维护和扩大委托人的利益；而代理人对委托人的要求是，获得与其经营业绩相联系的独立的经济利益。这种股东利益最大化与经营者利益相应最大化的机制，对企业绩效的提高有着重要的作用。这样的委托代理关系，在西方现代企业中已形成惯例，而在我国尚处在探索阶段。在我国国有企业及其改组的上市公司中，经营者的报酬不是与企业的绩效挂钩，而是与职工工资的平均数相联系，经营者工资仅为职工平均工资的数倍，高者不过十余倍，退休后，按职工社会保障政策领取养老金。

为此，在我国经营者中“五八”、“五九”现象频频发生。侵吞国有资产、贪污受贿等腐败行为肯定是错误的，是要受法律制裁的。但一些为国家贡献很大而又因贪污被判刑的经营者又常常受到人们的同情，说他“该拿的没有拿到，不该拿的拿了。”所谓“该拿的没有拿到”，是指他应该得到的与他的贡献相一致的报酬没有得到；所谓“不该拿的拿

了”，是指他的侵吞或受贿行为。当然二者之间没有必然的因果关系，但是作为一种委托代理关系看待，对经营者的激励和约束就是一个必须认真解决的问题。

现在，理论界和政府决策部门已经提出各种思路，如年薪制、持股制、期权制等，有的已开始试行。期望取得成功。与此同时，经营者损害投资者利益的行为也应受到关注。

我的这个序言实际是对本书某些方面所作的评论。希望作者在理论探索和改革实践中取得更大的成就。

2003 年国庆

内 容 提 要

上市公司绩效不佳已成为影响我国证券市场健康发展的最大障碍之一。近年来，学者、企业、各地政府从理论研究到实践探索，进行了许多尝试。本书在总结已有研究成果和国际比较基础上，从股权结构对公司绩效影响的角度进行讨论。

我国上市公司绩效不佳的原因，与股权结构的特殊性有很大关系。我国上市公司多脱胎于传统企业尤其是国有体制，成长于计划经济向市场经济转型的渐进式改革之中，难免会走一些弯路，难免会存在一些需要不断改革的制度缺陷，这也正是笔者多年亲历并有深刻感受从而选择这一论题的原因。也正是由于这些体

会，本书从马克思两权分离理论和西方经济学委托代理理论出发，从我国上市公司在改革开放过程中成长的特殊背景出发，从股权结构、股权属性、股权集中度、股权流通性、内部人持股等多个层面，通过理论讨论、国际比较、尤其是大量的实证研究和案例分析，讨论上市公司股权结构与绩效问题，并提出改进上市公司股权结构、完善公司治理、提高公司绩效的政策建议。

本书包括以下八个部分：

第一章 问题的提出、研究的主题和内容框架。回顾了我国国有企业改革和上市公司发展历程，指出我国上市公司股权结构的特殊性及其对公司治理和公司绩效的重要影响，并对上市公司股权结构和公司绩效的概念和内涵进行了初步分析，交代本报告主题。

第二章 上市公司股权结构和公司绩效研究的理论基础。首先阐述上市公司股权结构和绩效研究的理论基础，包括马克思两权分离理论、西方经济学相关理论以及委托代理理论等；然后介绍国内外关于上市公司股权结构、公司治理和公司绩效研究的成果。

第三章 股权结构的国际比较。由于社会、经济、文化、市场基础等多方面原因，股权结构在不同国家、不同历史阶段表现出显著的差异性，并以不同的方式对公司绩效、行业发展、产品核心竞争力发生重大影响。考察西方主要发达国家以及东南亚等国家股权结构的差异性、有效性、优劣

性，重点讨论具有典型代表性的英美模式、日德模式、东南亚家族治理模式，并结合我国国情进行国际比较。提出股权结构的差异性具有合理性，不可能存在一种标准模式或经典模式，但借鉴发达国家长期发展中积累的经验教训，对改善我国公司治理结构，提高公司绩效，规范和发展资本市场有重要意义。

第四章 股权属性与公司绩效。以实证研究的方法分析中国上市公司股权属性（即国有股、法人股和社会公众股）对公司绩效的影响。表明在竞争性行业法人持股比例越高，越有助于上市公司绩效的提高。因此，我国应逐步降低国有股持股比例，逐步增加法人股持股比例。

第五章 股权集中度与公司绩效。采用实证研究方法，分析中国上市公司股权集中度对公司绩效的影响。指出：由于中国证券市场外部监管机制不健全，中国上市公司存在控股股东并且保持相对较高的股权集中度有利于公司绩效的提高，但为了防止大股东对中小股东利益的侵害应适当注意股权制衡。

第六章 内部人持股与公司绩效。主要论述中国上市公司内部人持股（即管理层持股和员工持股）对公司绩效的影响。指出：管理层持股和员工持股有利于公司绩效的提高，但应在具体方案上慎重选择，防止管理层对股东利益的侵害和员工持股的福利化倾向。

第七章 股权流通性与公司绩效。论述中国上市公司股

权结构中流通股与非流通股的分割性对公司绩效的影响。指出非流通股的目标函数与流通股的目标函数存在尖锐矛盾。由于非流通大股东追求净资产的最大化而不是公司绩效的提高,必然使公司陷入重筹资、轻使用的怪圈,影响公司绩效的提高,因此,要促使上市公司绩效的提高必须使大股东的利益和公司绩效紧密联系起来,而要从根本上达到这一点就要实现所有股份的全流通。本章对全流通问题进行了初步探讨。

第八章 改进上市公司股权结构、提高公司绩效的对策建议。本章针对我国上市公司股权结构中比较突出的问题,从五个方面提出对策建议。包括:第一,政府在优化上市公司股权结构方面的职能与作用;第二,解决流通股与非流通股分割的矛盾,笔者提出并详细讨论和比较了“追溯原始成本法”和“成本补偿法(成本趋同法)”两类全流通方案和相关措施;第三,积极稳妥推进管理层持股和职工持股,解决上市公司的委托代理和激励问题;第四,讨论如何实现股权集中与股权制衡的均衡以提高公司绩效的对策;第五,讨论利益相关者理论和上市公司社会责任。企业社会责任是现代公司治理理论的最新发展之一,笔者对此进行了简要介绍,并对上市公司社会责任作了尝试性研究。

Abstract

The unsatisfactory performance of listed companies has been the main obstacle to the healthy development of our security market. In recent years, scholars, enterprises, and government have done a lot of useful research in theory and practice. On the basis of previous research and international comparison, this dissertation discusses how equity ownership structure (EOS) affects firm performance. In my opinion, the inefficiency of the listed companies' performances is closely related to the particularity of Chinese listed companies' EOS. The listed companies in China are born out of traditional enterprises, es-