

新 金 融 论 丛

Finance

本书以美国上市公司的股权结构作为研究对象，主要分析了美国上市公司股权结构的特征及这些特征的高效率化过程，从经济效率的激励与约束、政治和社会责任、国际等方面分析了美国上市公司股权结构的利弊得失，对美国上市公司股权结构与公司治理之间的关系进行了较为深入的研究，回答了以外部市场监督与内部董事会治理模式产生的根本原因，对美国上市公司治理模式的有效性进行了评价。在此基础上，本书探讨了我国上市公司股权结构的现状，并从金融的视角对提高上市公司治理效率与市场与股权结构相关问题进行了思考。

上市公司 股权结构与公司治理

金 鑫 著



中国金融出版社



第二辑

上市公司股权结构与 公司治理

金鑫 著



中国金融出版社

责任编辑：郝凤英 毛春明

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司股权结构与公司治理/金鑫著. —北京：中国金融出版社，2004.10

(新金融论丛)

ISBN 7-5049-3535-2

I. 上… II. 金… III. ①上市公司—股份制—对比研究—中国、西方国家②上市公司—企业管理—研究—中国、西方国家 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 105154 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63286832 (010) 63287107 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63365686

读者服务部 (010) 66070833 (010) 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河印务有限公司 (瑞丰)

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 8.5

字数 226 千

版次 2005 年 2 月第 1 版

印次 2005 年 2 月第 1 次印刷

定价 20.00 元

如出现印装错误本社负责调换

当前的社会中对于股票市场存在着过度的迷信,每个人都在梦想着通过股市来赚取财富。然而,这种对股市的过度迷信只会助长金融系统的不稳定。……对股市的过分关注,不可避免地对一些实体经济中的因素缺乏必要的关注。

——摘自:罗伯特·希勒《金融新秩序:21 世纪的风险》

前言

耶鲁大学教授、行为经济学的奠基人罗伯特·希勒(Robert J. Shiller)在2000年美国经济增长、股票市场牛气冲天的时候,出版了对美国资本市场具有相当影响的著作《非理性繁荣》(Irrational Exuberance)。之后不久,即当年的5月,作为新经济代表的NASDAQ股票市场的指数在见顶(5 200点)后,开始了持续3年多时间的大幅下跌,最深跌幅达75%。因为对美国股票市场的警告和准确的预言,罗伯特·希勒名声大噪。2002年,罗伯特·希勒在其新著《金融新秩序:21世纪的风险》中再次向世人警告:“当前的社会对于股票市场存在着过度的迷信,每个人都在梦想着通过股市来赚取财富。然而,这种对股市的过度迷信只会助长金融系统的不稳定。……对股市的过分关注,不可避免地对一些实体经济中的因素缺乏必要的关注。”2003年2月26日,出席在北京召开的“中国金融:走向理性繁荣”研讨会的罗伯特·希勒指出:“中国股票市场是全世界惟一个建立在公有制基础上的市场,非常特别。”我国国民经济的证券化程度还很低,市场规模还很小,市场的功能还不健全,证券市场对整个经济的影响还很有限(影响力已经越来越强)。虽然,我国证券市场尚未出现罗伯特·希勒所警告的那种情况。但是,从发展势头看,如果不加强证券市场的基础建设,譬如,作为证券市场基础的股份公司制度、公司改制上市制度、证券市场交易和投资的法律制度等,我国证券市场的发展将受到极大的限制。

我国证券市场是世界上最年轻的证券市场之一,正处于发展的初期。西方成熟证券市场在其长期发展的过程中曾出现过

的问题,我们也会碰到。但是,我国的证券市场正如罗伯特·希勒所言的是建立在公有制基础上的、非常特别的市场。所以,我国的证券市场又表现出不同于市场发育完善的、发达的证券市场的情况,我们的证券市场已经遇到而且还要继续遇到成熟证券市场未曾遇到过的一系列问题。首先,从股份公司产生的背景看,英美股份公司产生的背景是社会生产力的发展,经济的发展使得企业产生了融资的需求,企业的组织形式相应由业主制企业或合伙制企业发展到现代企业——股份公司(第四章)。我国股份公司产生的背景是国有企业的改革,当初的股份公司并不是产生于企业发展对外部融资的需求,而是产生于国有企业通过股份制改制,建立现代企业制度的需求,即注重的是制度创新功能。后来,股份制以及与之相伴的股票市场在为国企改革服务的过程中,融资功能得以最大限度的发挥(第六章)。第二,从股权结构内容看,英美上市公司的股权结构是按照股权持有者(投资者)的身份进行划分的,我国的上市公司股权结构主要是按照股票的流通性来划分的(第五章、第六章)。如果将我国的上市公司股权结构按照英美上市公司股权结构的口径进行调整,我们会发现二者之间的差异竟是如此之大(第十章)。这些差异产生的原因及后果会对资本市场产生重大的影响。第三,由于证券市场的制度基础不同,成熟市场在股权结构方面的研究范式和研究结果也自然与我国的情况不同。如股权集中度与公司规模之间的关系,英美经济学者的研究表明,上市公司的规模与股权集中度之间的关系呈明显的负相关(第五章)。我国的情况则不同,从单个上市公司长期发展的角度看(纵向),公司的规模与股权集中度之间可能呈某种负相关关系,但是从横向看,上市公司的规模和股权集中度之间毫无关系。在股权集中度与公司绩效关系方面,虽然国外对这一问题的研究尚未得出一致的看法,但是理论上的分析得出的结论(对国外和国内)是不一样的。按委托—代理理论,股权的相对集中有利于减少机会主义和代理成本,有利于公司绩效的提高。由于英美上市公司的大股东是以机

构投资者为主的金融中介机构,这些机构属于价值评估型的投资者,虽然从20世纪80年代以来,机构投资者在公司治理方面趋于活跃,但总体上仍属于被动投资者或财务型投资者,不管是持股多寡,一般均不谋求对上市公司的控制。而我国上市公司的大股东是国家或工商企业法人,上市公司基本上受大股东的控制。英美上市公司大股东和我国上市公司的大股东在公司治理方面的行为也是完全不同的,因而股权结构和公司绩效之间的关系自然也是不一样的(第十一章)。

本书专门探讨上市公司股权结构。由于股权结构和公司治理是一个问题的两个方面,研究股权结构一般都会涉及公司治理,这就是本书取名“上市公司股权结构与公司治理”的原因所在。

本书首先以英美上市公司的股权结构作为研究对象,详细分析了英美上市公司股权结构的特征及这些特征的动态变化过程,从经济发展的纵截面(历史)、政治和社会意识、法律等方面分析了英美上市公司股权结构形成的原因。本书对英美上市公司股权结构与公司治理模式之间的关系也进行了较为深入的研究,回答了以外部市场监督为主的英美公司治理模式产生的根本原因,对英美上市公司治理模式的有效性进行了评价。本书还认为,虽然世界上没有最优治理模式之说,但英美公司治理模式是符合英美证券市场实际,符合英美政治、社会意识和法律制度的一种治理模式,是英美上市公司的最优选择。

沿着对英美上市公司股权结构研究的路线,本书展开了对国内上市公司股权结构的研究,并从全新的角度对我国上市公司和证券市场中与股权结构有关的问题进行了探索。本书认为,我国上市公司的股权结构并不是经济发展的自然选择,而是在国有企业改革的历史背景下,管理层在“既要制度创新,又要筹集资金,但又不丧失对国有经济的控制权”等方针指引下设计出来的。或者说,除了现在这种模式的证券市场之外,当初还有别的选择,即使在大原则方面没有选择,在技术方面还是有其他的

选择。在经济不发达的大背景下,我国特殊的股份公司制度、特殊的证券市场制度安排导致了我国上市公司股权结构的分割。国有经济的强大和证券市场对非公经济的排斥形成了以国有公司为主的证券市场和国有股占多数的股权结构。公司上市前的股份制设立方式和改制重组(主要是部分重组和剥离资产的方式)是产生我国上市公司复杂的组织结构的根本原因,以借壳上市为主的上市公司重组模式进一步加剧了上市公司股权结构和组织结构的复杂化。股权结构和组织结构的复杂化,加剧了证券市场信息的不对称程度,提高了市场的交易成本,降低了市场在资源配置方面的效率。从监管的角度看,组织结构的复杂化加大了监管的难度(第六章、第十二章)。分割的股权结构造成了上市公司投资者之间的利益分割,并形成了不同的利益主体和利益集团,不同利益集团的营利模式不同,进而影响着利益集团的行为方式,如大股东的“隧道行为”和小股东的“搭便车”(第八章)。股票发行制度的计划性(配额制和通道制)造成了上市公司“壳”资源的稀缺性,高溢价发行股票(IPO和再融资)提高了公司排队上市的积极性。“一股独大”本身并不是“祸水”,上市公司“一股独大”为大股东侵害中小股东的权益提供了可能性,监督(包括股东监督、外部监管和市场监管)的不到位才使这种可能性变成了现实。

本书最后对上市公司股权结构、公司治理和公司绩效等进行了较深入的研究。针对国内学者对股权结构和公司治理关系的研究方法(主要是实证研究)和研究成果(各种各样的结果),本书尝试从新的视角对其进行研究,对出现各种各样研究结果的原因进行了分析,并得出判断:股权结构与公司绩效之间不存在线性关系。本书尝试用发生关联交易的几率作为分析上市公司治理的指标,通过对我国上市公司控制类型和公司治理之间的关系的实证分析,本书认为,公司控制类型与公司治理有关,上市公司发生关联交易的几率与公司的控制类型有密切的关系,但尚无证据表明公司控制类型和公司绩效之间具有某种相

关性。

本书对国内上市公司控制类型的分类，以及控制类型和公司治理、公司绩效的分析提出了分析问题的一种新的思路。但由于作者的知识面有限，对所提出问题的分析深度显然不够。希望以后有机会和业内的同仁就书中的有关问题继续讨论，并对本书的不足之处进行批评、指正。更希望本书能起到“抛砖引玉”的效果！

目 录

1/	前 言
1/	第一篇 导 论
3/	第一章 股权结构与公司治理的一般理论
3/	第一节 股权结构的概念及公司治理的界定
9/	第二节 股权结构与公司治理关系的研究成果
21/	第二章 研究方法和可能的贡献
21/	第一节 本书研究方法
23/	第二节 本书可能的贡献
25/	第三章 本书的主要内容
29/	第二篇 股权结构及其成因
31/	第四章 英美等发达国家上市公司股权结构及其成因
31/	第一节 企业组织形式与股权结构情况
38/	第二节 美国上市公司股权结构特点

目 录

50/	第五章 美国上市公司股权结构的形成原因
50/	第一节 经济因素
54/	第二节 政治和法律因素
64/	第三节 社会意识
66/	第四节 最新范本:安然事件与索克斯法案
68/	第六章 我国上市公司股权结构特点及其成因
68/	第一节 我国上市公司股权结构及其特点
79/	第二节 我国上市公司股权结构的形成原因
82/	第三节 我国上市公司组织结构与控制类型
101/	第三篇 股权结构与股东行为分析
103/	第七章 英美上市公司的股东行为分析
103/	第一节 小股东的“搭便车”
105/	第二节 机构投资者的积极化趋势
113/	第八章 我国上市公司的股东行为分析
113/	第一节 我国证券市场的主要特征
125/	第二节 我国上市公司股东的行为特征

目 录

147/	第四篇 上市公司股权结构与公司治理模式的选择
149/	第九章 英美上市公司治理模式的成因及主要特征
149/	第一节 英美股权结构下的公司控制权问题
154/	第二节 英美公司治理模式的成因
157/	第三节 英美公司治理模式的主要特征
163/	第十章 英美公司治理模式之治理效果(有效性分析)
163/	第一节 内部治理的有效性——弱有效性
165/	第二节 外部治理的有效性——有效
170/	第三节 美国的股权结构与公司治理给我们的启示
184/	第十一章 我国上市公司治理模式和治理效果
184/	第一节 我国上市公司治理的模式
188/	第二节 我国上市公司大股东治理模式的主要问题

目 录

192/	第三节 股权结构、公司治理与公司绩效
198/	第十二章 我国上市公司股权结构和公司治理
198/	第一节 公司控制类型与公司治理
202/	第二节 “托宾的蛋”和“大股东的篮子”
207/	第三节 我国上市公司股权结构和公司治理模式的选择
224/	附 表
248/	主要参考文献
254/	后 记

第一篇

导论

第一章 股权结构与公司治理的一般理论

第一节 股权结构的概念及公司治理的界定

一、股权结构的含义与分类

公司的股权结构,也称公司的所有权结构,是指公司股东的构成或公司归哪些人所有。股权结构包括股东的类型以及各种类型股东持有股份的比例,也包括股权的分布状况,即股权的集中程度或分散化程度。就上市公司来说,投资者或股东包括个人、一般工商业企业(也称非金融企业)、非银行金融机构、政府、外国投资者、内部职工和高级管理人员(也可归入个人)等。而非银行金融机构主要是指共同基金、养老基金、保险基金、信托基金等具有资金融通功能的金融中介机构。在有些国家,商业银行也成为上市公司的股东,像德国、日本等国家,商业银行甚至是上市公司的大股东,控制着上市公司;我国在1996年银行证券分业经营之前,商业银行也持有上市公司股权;美国在证券市场发展的初期,银行也曾持有上市公司股权;在2002年,日本的中央银行(日本银行)为了挽救日益萎靡的股票市场,开始大量持有上市公司的股权。成熟证券市场上公司的股权结构反映的正是不同性质的股东所持有的上市公司股权的比例情况。由于我国经济属于计划经济向市场经济过渡的转轨性质的经济,证券市场脱胎于传统的计划经济,是伴随着国有企业改革而

发展起来的。与改革初期的“摸着石头过河”的原则相对应,考虑到国有企业上市后,仍然保持对企业的控制(见本书第六章),在设计股权时特意设置了具有中国特色的非流通股。所以,我国的上市公司股权结构分类比成熟市场上市公司的股权结构更丰富,也更复杂。

按股权的流通性进行分类,股权结构包括流通股和非流通股。

- 4 非流通股又包括国有股、境内法人股、外资法人股(不流通的外国投资者持有的股份)、募集法人股、内部职工股和转配股等。(1)国有股又分为国家股和国有法人股。国家股是指有国有资产管理部門直接持有的股份,如国有资产监督管理委员会、财政局、国有资产经营公司等;国有法人股是指由国有资产管理部門授权经营单位持有的股权,多为国有的集团公司或上市公司的母公司等。(2)境内法人股,是指境内的工商企业法人所持有的股份,有的是非国有的民营公司法人,也有的是混合型的工商企业法人,有的股份来源于发起设立股份公司时就持有的,也有部分是后来从国有股份持有者手中受让的。(3)外资法人股,是指外国公司法人投资者持有的股份,大多是在成立股份公司时就持有的,即中外合资公司 IPO 后出现的。在我国证券市场尚未对外资购并开放的情况下,外国投资者收购上市公司非流通股份形成境外法人股的情况还很难发生(除江铃汽车等几个特殊案例之外)。但可以预见,随着 2003 年国家有关部门颁布的《外国投资者购买国内企业的暂行规定》的实施,境外法人股所占比例会越来越大。(4)募集法人股,是拟上市公司在以募集方式设立股份公司时公司法人所持有的股份,随着募集设立股份公司方式的退出,该性质的股权将不会再出现在股权结构之中。(5)内部职工股,是指内部职工在公司上市前认购的股份,在股票发行实行额度制时比较普遍,但随着发行制度的改革,内部职工股已经停止了。内部职工股一般在公司上市三年以后可以上市流通。在非流通股里还存在发起人股和非发起人股之