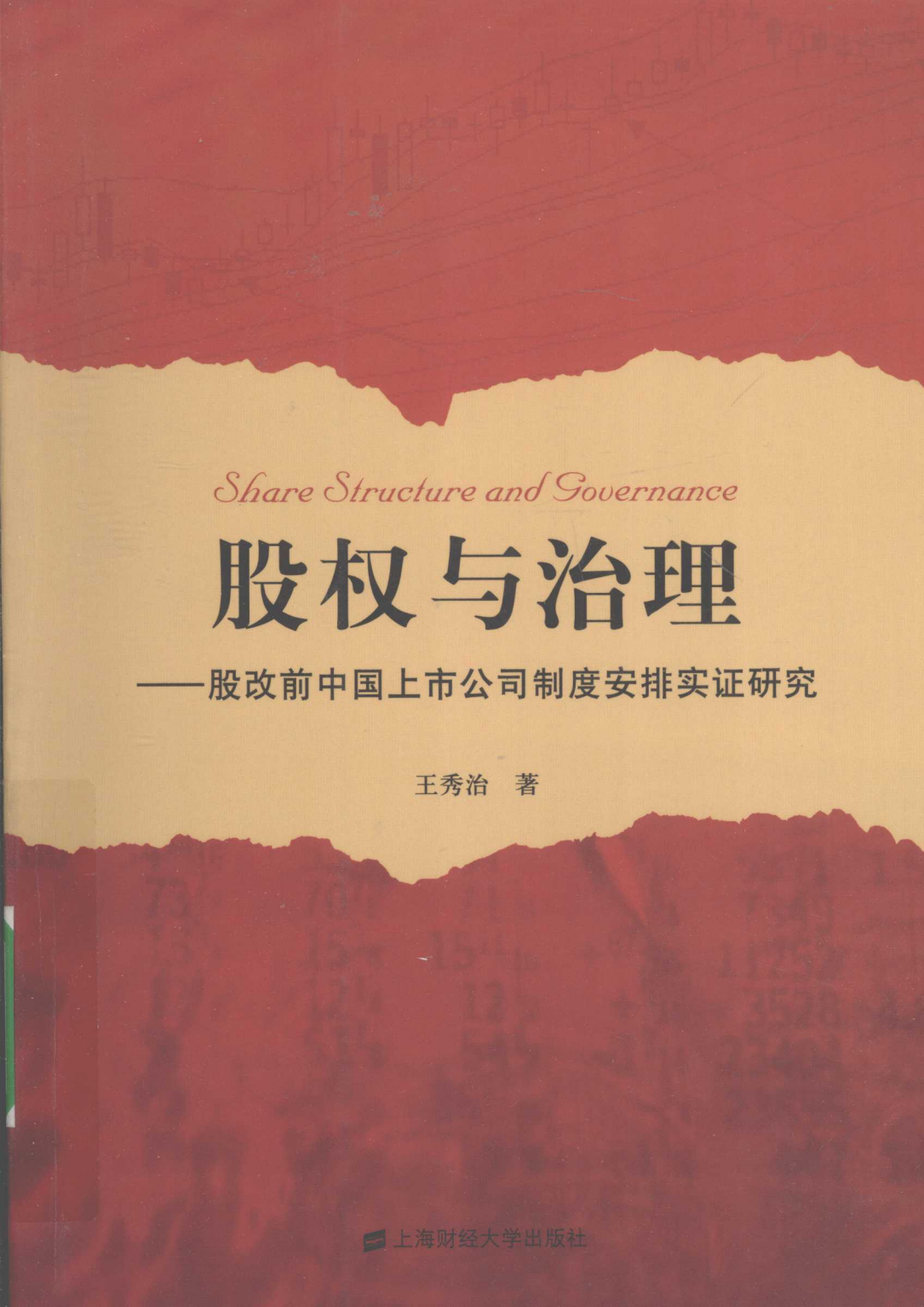




Share Structure and Governance

股权与治理

——股改前中国上市公司制度安排实证研究

王秀治 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

股权与治理:股改前中国上市公司制度安排实证研究/王秀治著.
—上海:上海财经大学出版社,2009.10
ISBN 978-7-5642-0623-9/F·0623

I. 股… II. 王… III. 上市公司-股份制-研究-中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 182442 号

GUQUAN YU ZHILI

股权与治理

——股改前中国上市公司制度安排实证研究

王秀治 著

责任编辑 史亚仙 封面设计 张克瑶

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

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海宝山周巷印刷厂装订

2009 年 10 月第 1 版 2009 年 10 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 9 印张 259 千字
印数:0 001—1 500 定价:20.00 元

序

中国股市从1990年12月19日开市时的100点起步,经历了几个轮回,大起大落的本色依旧未改。最近一次轮回始于2005年6月6日,当天上证指数跌破1000点,最低为998.23点;在两年多之后的2007年10月16日,上证指数站上了6124点的最高位,但之后掉头急跌,于2008年9月初跌破了上一波牛市行情在2001年6月15日创下的2245点历史高位。

《股权与治理——股改前中国上市公司制度安排实证研究》一书是作者的博士论文,完成于2004年。然而,作者有关上市公司业绩及其决定因素的分析,现在读来仍然不觉得过时。

本书就国有企业控股对上市公司绩效的影响进行了仔细的实证分析,认为国有控股上市公司绩效差的原因还可以分解为股权过度集中、非流通股比重过高和“一股独大”。因此,作者明确提出,上市公司国有股减持必然伴随着非流通股的全流通。2005年以后,监管部门推动的上市公司股权分置改革基本上与作者判断的方向是一致的,这在很大程度上解决了非流通股股东正向激励不足的问题。

然而,国有企业在上市公司中的主导地位在最近两年的牛市中不但没有削弱,反而有进一步加强的趋势。在2001年全部的1134家上市公司(剔除了有异常值的26家上市公司)中,有927家上市公司是由国家控股的,占全部上市公司的82%。有统计表明,以2007年上市公司首发融资的结果来看,12大IPO全部为国有企业,共募得资金3829亿元,约占全部123个IPO的85%左右。大型国有银行的上市和海外国企的回归,使得中国股市市值中国有或国有控股企业的市场份额有

了较大的上升,也为上市公司治理机构的完善带来了挑战。

在经历了这一轮的急升急跌之后,重新反思我国资本市场特别是股市的发展,可谓恰逢其时。

这一轮股市的深幅调整的原因错综复杂,美国次贷危机的发生和蔓延对我国出口导向型的增长方式构成了重大的挑战,上市公司盈利前景不彰;股改造成的大小非解禁,进一步助长了市场做空的力量。然而,更深层次的原因是我国资本市场的基础设施建设先天不足。

由于历史的原因,边试边发展的思路加速了股市的发展,但发育不良一直是股市大幅波动的根本原因,难以突破“边发展、边改革和边调整”的恶性循环。

重振我国股市,需要更加注重我国资本市场的基础设施建设。

首先,应解决股市与经济基本面脱节的问题。

去年当股市处在上升阶段的时候,很多人认为中国股市终于可以成为经济的晴雨表,我国经济的快速发展成为很多投资者看多 A 股的主要理由。这一轮的股市调整表明,股市与经济基本面之间的关系是多么脆弱。

要让股市成为中国经济的晴雨表,股市的结构应该与实体经济的结构相匹配,这包括两个方面的结构:所有制结构和企业规模结构。在过去几年中,很多海外上市的国有企业回归 A 股市场,再加上国有商业银行等其他金融机构的加速上市,整个股市市值中国有经济占比有上升的趋势,进一步挤压了通常规模较小的非国有企业的市场空间。股市国有化的结果既带动了股市的蹿升,也与最近的大幅调整有关。国有经济由于其所处的垄断地位和上游行业优势,在经济快速发展的过程中实现了利润的快速增长,导致了国有企业的空前繁荣,但这样的增长速度受制于生产成本的上升和价格控制,其盈利前景受到了严重挑战,打击了市场投资者的信心。

有研究发现,长期来看,国有控股与上市公司绩效呈负相关的关系。股权分置改革也在一定程度上考虑到了非国有股权在股市发展中的积极作用,但国有股权在股市中份额的继续上升与经济基本面不符。

逐步实现上市公司的所有制和规模结构与实体经济结构相一致,是股市与经济同步增长的一个重要内容。

其次,从上市公司自律的角度来看,完善内部治理结构是股市发展一个永恒的话题。

在目前经济和市场波动的大环境下,有三个方面的因素可直接检验上市公司是否自律:

1. 上市公司本身的投资与风险管理。当经济出现波动时,上市公司能否有预见性地作出投资和财务安排,直接关系到其业绩的稳定性。对于上市公司而言,由于其融资成本很低,很有可能出现过度投资,当经济出现滑坡时,流动性不足的问题就很快显现出来。上市公司业绩与经济波动的高度相关性,使得投资者在股市上找不到可以逆经济周期而行的“避风港”。

2. 上市公司无节制的圈钱行为。当股市处于阶段性的高位时,上市公司应该考虑到股东的利益,根据真实投资的需要适度考虑融资规模,而不是在投资项目和投资回报都不明朗的情况下,一味追求融资最大化。

3. 上市公司的低分红策略损害了股市长期投资者的利益,助长了投机行为。投资者投资股市的获利方式无非是分红和股价上涨,在股市调整时,上市公司分红是投资者收益的主要来源。上市公司普遍的低分红策略,使得投资者很难找到真正意义上的“蓝筹股”,剩下的唯一投资激励就是股价上涨,这也是我国股市大起大落的主要原因之一。

再次,资本市场发展的最根本目的是实现资源的有效配置。

资金通过市场机制向能够最有效地利用资金的行业和企业转移,同时,投资者可以通过效率的提高分享上市公司的成长性,增加投资者的财产性收入。

我国股市到目前为止还没有能够真正达到优化资源配置的目的。尽管金融市场改革提升了其整体效率,但现有的信贷、股票和债券市场仍然偏向国有企业,在流动性过剩的大背景下,大量廉价的资金流向国有企业。仅以2007年上市公司首发融资的结果来看,12大IPO全部

为国有企业，共募得资金 3 829 亿元，约占全部 123 个 IPO 的 85% 左右。

最后，培育理性的投资者。

由于国内投资渠道单一，再加上我国上市公司分红普遍稀少，投资者投资股市的唯一获利方式是股价上涨，而过分追逐股价容易滋生投机行为，是股市大起大落的重要原因之一。因此，应培育理性的投资者，要求上市公司树立起平稳收益增长的长期目标，为长期投资者带来切实的利益。

事实上，每一次股市波动的结果都是资金在投资者与上市公司之间的一次再分配。如果上市公司一味追求融资的最大化而不考虑回馈投资者，一方面很难培育长期投资者，另一方面更谈不上股市在增加居民财产性收入方面的贡献，不利于刺激内需。

对我国股市基础设施建设的反思一直在进行着，但除非有制度和政策层面的根本性的变化，否则，中国股市的健康发展还有很长的路要走。

全国政协副主席、博士生导师

万元畏

2008 年 12 月

前言

我国证券市场的发展不仅为企业直接融资开辟了一条重要的渠道,更为监督和激励企业家的行为提供了一种制度安排。由于我国企业特别是国有企业制度设计上的缺陷,其激励与约束很不相称,企业经营者中存在着严重的道德风险,投资者面临高昂的代理人成本。针对这一问题,人们普遍认为,改革国有企业的根本出路在于建立现代企业制度,而企业上市被认为是建立现代企业制度的最佳选择,于是,股市设计者把国有企业改革与证券市场的发展直接联系起来。其初衷有三点:(1)国有企业上市解决了国有企业的融资问题;(2)国有企业上市可以建立现代企业制度,通过制度的约束来提高企业的绩效;(3)国有企业上市更增加了流通股股东的监督,国有企业经理层的道德风险将会得到抑制,国有企业的绩效将会随之提高。基于这样的设计,我国的上市公司大部分是国有企业通过改制上市的。当时的股市设计者认为,如果建立一个全流通的股票市场,有可能造成国有资产的大量流失,丧失国有资本对国民经济的控制权,因此,当时的股票市场采取了一个折衷的方案,上市公司的股本被划分为国有股、法人股(含国有和非国有)和境内流通 A 股,以及职工股、境外流通股等,其中,国有股和法人股为非流通股,可流通部分包括 A 股、B 股和 H 股等。这一设计开创了有中国特色的上市公司和股票市场:(1)上市公司中国有股占有相当大的比重。(2)上市公司拥有大量的非流通股,境内流通的人民币普通股(A 股)只占一个很小的份额。(3)上市公司股权集中度较高。这样的股权结构安排自第一家上市公司发行股票开始至股改前没有太大的变化。

股权结构是我国上市公司制度安排的一个重要部分,不同的股权结构下上市公司的治理结构也有所不同。因为股权结构决定了企业所有者的组成和股东会,进而决定了董事会、监事会和经理人员的组成,而股东会、董事会、监事会和经理人员是公司治理结构中的四大利益主体,所以,股权结构是决定公司治理效率的重要因素。在股权结构中,谁掌握公司控制权,谁就能赢得主动权,尽管世界各国都有比较完备的公司法规,但实践中利益的天平总是向着公司的控制方倾斜。随着东南亚金融风暴的爆发和美国大公司接二连三的丑闻的曝光,人们开始回过头来重新审视股权结构的设计和公司治理的效率,股权结构和公司治理开始引起人们的高度重视。

中国股票市场发展 20 多年来,大批国有企业通过改制上市,获得了大量的发展资金,成为国民经济中最活跃、发展最快、影响面最广的企业群体,到 2003 年底,上市公司已有 1 287 家,其市值占 GDP 的 36.38%。但是,从总体上来说,上市公司的绩效与人们的预期相去甚远,特别是国有控股上市公司的表现与人们的期待大相径庭,国有企业上市不但不是国有企业改革的终点站,而是再次成了新一轮改革的对象。一个明显的标志是国有股减持的呼声日益高涨,国有持股似乎成了中国股市发展的顽疾,而国有股减持则成了救市的特效药。多年来,国有股减持一直是我国股市发展的一个热门话题。国有股之所以需要减持,其中隐含着三个可能:一是由国有产权本身的特点决定的,国有持股必然效率低下,因此需要减持;二是由于国有股通常是非流通股,国有持股效率低下可能是因为其非流通的特点引起的,因此,股票全流通比国有股减持更重要;三是国有股和非流通股同是我国上市公司绩效低下的顽疾,只有国有股减持和股票全流通双管齐下才能治本。

那么,国有持股的问题在哪里?国有上市公司的低效率是由于现代企业制度没有完全建立,还是即使建立了现代企业制度也不能拯救国有企业?要回答这些问题既必须考虑我国国有上市公司的基本特点,同时,也需要对我国股市的基本特点进行分析,这样才能判断是国有企业自身的因素,还是股市设计的缺陷,抑或我国股市发展初级阶段

所固有的一些因素影响了国有企业的绩效。对这些问题的不同答案,其政策含义可能有天壤之别。如果国家控股是上市公司效率低下的主因,那么,国有股减持的主要目的应该是降低国家控股的比例,甚至将国有上市公司私有化;如果是我国的股市设计不合理(如存在大量的非流通股)影响了国有上市公司的绩效,那么国有股减持的目的应该是通过推动我国上市公司股票全流通来提高国有上市公司的效率。当然,也不排除两者互相影响、互相掣肘的情况。在很大的程度上,这是一个实证问题,而不是单纯的理论问题。

国外上市公司的股份一般为全流通,不存在股权流通结构对企业绩效的影响问题;即使在我国,关于股权流通结构的研究也很少见。现有中国上市公司的研究往往只考察所有权结构与股权集中度对上市公司绩效的影响,较少考虑两者之间的相互关系,而对具有中国特色的股权流通结构对上市公司经营业绩的影响的分析就更少了。一般的结论是股权集中度与公司业绩正相关,国有股比重与企业绩效负相关,法人股比重与企业绩效正相关,流通股比例与企业绩效不相关或负相关。但是,只要不能排除股权流通结构对企业绩效的影响,在忽略股权流通结构对企业表现的关系的情况下,大部分的分析都会因为缺失变量而产生估计上的偏差,从而影响实证分析的可信度。这可能也是现有的研究得出的结论不尽相同的原因。同时,由于国家控股公司的非流通股比重往往较高,很难区分国有上市公司的绩效由所有权结构决定还是由股权流通结构决定。

为了从实证上区分国有股和非流通股这两个因素对上市公司绩效的影响,本书将股权结构分为所有权结构、股权集中度和股权流通结构三个方面。所有权结构主要区分国有股、社会法人股和流通股,或者该上市公司是由国有控股还是非国有控股。在国外,人们更多地关注股权集中度和所有权结构问题,所有权结构主要指大股东与小股东之间的关系、权益投资者与债权投资者之间的关系,以及经理人员内部持股等对企业绩效的影响等。在我国,除了股权集中度之外,所有权结构和股权流通结构也会对上市公司的绩效产生影响,特别是后者,是中国特

色股票市场的一个基本特征。鉴于此,本书综合考虑了股权结构各因素及其交互作用对企业绩效的影响,以防止回归分析中常见的缺失变量问题。

关于公司治理与绩效关系的研究,国内外许多学者考虑了影响公司治理的众多因素,譬如,董事会的规模与行为、独立董事比例、董事长与总经理是否两职合一、高管持股比例等对公司绩效的影响,进行了大量的实证研究。国外学者较多地从公司治理的外部机制(譬如,公司控制市场、并购市场、经理市场、产品市场等)入手,研究这些因素对绩效的影响。由于我国外部市场发育严重不足,在现阶段这些因素不能形成对经理层的约束,因而国内学者较多地从公司治理的内部机制来研究。问题是:不同的股权结构下上市公司的治理结构有什么差别?这些差别是否能够解释上市公司绩效的不同?

本书从股权结构与企业绩效、治理结构与企业绩效的关系入手,对上市公司进行了剖析,对这些问题的回答有助于认清我国证券市场发展中制度安排的有效性,通过对上市公司绩效的分析理解我国证券市场的演进过程和下一步发展的方向,为上市公司全流通和国有股减持的合理性以及提高我国证券市场的效率提供实证支持和政策建议,具有较大的现实意义。同时,中国特有的证券市场和上市公司的制度安排也为验证公司金融理论、合约理论、企业理论和制度经济学的一些理论假说提供了一个独特的视角,具有较重要的学术价值。

围绕着本书提出的研究问题 and 研究目的,本书从以下三个方面展开论述:我国证券市场的发展与演进、中美证券市场比较和我国上市公司绩效的实证分析研究。本书共分八章:第一章是绪论,阐明了选题的背景和意义,提出了研究目的和研究范围,介绍了研究方法和本书的框架结构。第二章对与上市公司行为密切相关的中国证券市场进行了分析,概括了证券市场发展的过程及特征。第三章运用叙述与统计分析相结合的方法,对上市公司的发展过程、股权结构、治理结构及绩效进行了归纳和分析。第四章运用比较分析的方法,对中国与美国证券市场进行了比较分析,以加深对股权结构、治理结构与绩效关系的理解,

也为建立适合我国上市公司特点的绩效分析框架服务。第五章概述了本书研究的数据来源及现有文献综述。第六章提出了适合我国上市公司实际的理论分析框架,选取了1999年至2001年沪深两市所有A股上市公司的面板数据,运用合并最小二乘法和固定效应法进行实证分析,以验证股权结构与绩效关系的假说,并对分析结果进行稳健性检验。第七章是治理结构与绩效的实证研究,本章利用与第六章相同的面板数据,对公司治理结构的内部各因素与绩效进行了回归分析,验证了提出的假说。第八章归纳了本书的研究结论和发现,分析了这些结论的政策含义,提出了相关的政策建议。

本书是在我的博士论文基础上修改完成的,在选题、体系设计和修改定稿期间,我的导师厉无畏研究员给予了悉心的指导。他那敏捷的思维、广博的学识、豁达大度的为人和乐观开朗的性格使我受到莫大的启发和教育。在此,谨向厉无畏研究员表示崇高的敬意!对院所领导给予的大力支持表示由衷的谢意!对所有关心、帮助过我的亲人、同学、朋友表示衷心的感谢!

由于水平有限,书中不足和谬误,敬请读者和同行批评指正。

作者

2009年6月

目 录

序	1
前言	1
第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究目的	4
第三节 研究范围	7
第四节 研究方法与特点	11
第五节 章节结构安排	15
第二章 中国证券市场的发展	19
第一节 中国证券市场的诞生	20
第二节 中国证券市场的发展过程	22
第三节 证券市场的作用	31
第四节 中国证券市场的特征	38
第三章 中国上市公司	50
第一节 中国上市公司的成长	50
第二节 中国上市公司的主要特征	57
第三节 大股东与小股东的利益冲突	75
第四节 上市公司绩效状况	79

第四章 中美证券市场比较	87
第一节 美国证券市场的发展	87
第二节 中美证券市场功能定位比较	97
第三节 证券发行制度及上市标准比较	99
第四节 监管体制比较	106
第五节 信息披露制度比较	111
第六节 股权结构比较	115
第七节 治理结构比较	122
第五章 实证研究与数据	128
第一节 问题的提出	128
第二节 样本和数据	130
第三节 现有实证研究	134
第六章 股权结构与上市公司绩效:面板数据分析	149
第一节 引言	149
第二节 国有控股公司与非国有控股公司比较	154
第三节 理论与分析框架	161
第四节 股权结构与上市公司绩效:交叉分析	170
第五节 多元回归分析及其实证结果	175
第六节 结论	189
第七章 治理结构与公司绩效:实证研究	191
第一节 引言	191
第二节 我国上市公司的治理结构特征:统计性描述	194
第三节 理论与分析框架	206
第四节 治理结构与企业绩效:交叉分析	218
第五节 计量检验与结果	224

第八章 结论、政策含义和后续研究的问题	244
第一节 基本结论	244
第二节 关于国有股减持的建议	246
第三节 关于完善治理结构的建议	251
第四节 关于培育机构投资者	256
第五节 后续研究的问题	258
主要参考文献	262

绪 论

在我国,传统的企业制度是在多年的计划经济的基础上建立起来的,企业特别是国有企业主要是依靠行政的方式,而不是以规范的制度和有效运行的市场机制为基础运作的。无论是国有企业还是较大规模的非国有企业,都或多或少地存在着制度设计上的缺陷,企业的成败更多地取决于少数的企业家。具体地,我国的企业表现为激励与约束的不相称:第一,大多数企业特别是国有企业存在着严重的预算软约束;第二,政府干预企业运行的现象十分普遍,企业的利润最大化目标往往受制于其他非经济的目标(如就业、税收等);第三,由于社会保障体系

不健全,不少本应由社会分担的成本内生化为企业的成本,企业负担沉重;第四,用企业家的自律取代激励;第五,由于历史的原因,不少企业产权不清,投资者和经营者的责任与收益不对称;第六,受传统的赶超战略的影响,宏观经济政策的扭曲使得企业特别是国有企业不能很好地发挥资源的比较优势。由于受这些因素的影响,企业经营者中存在着严重的道德风险,投资者面临高昂的代理人成本,而企业上市就自然而然地成为克服这些障碍的不二选择,希望借制度和市场的力量提升企业的质量和经营绩效。

上市公司的制度安排是围绕如何建立一个激励与约束相称的企业制度展开的。在现代企业制度下,所有权与经营权分离的现象十分普遍,如何既能保证企业经营者有足够的经营自主权、适度的激励,又能够防止企业经营者的道德风险,减少代理人成本,这是企业是否有活力、投资者的利益能否得到保障的关键。上市公司的薪酬制度,董事会的设立,信息披露制度的制定,股票上市和股票价格的自由波动,上市公司的收购、重组与退市等,都是为了激励和约束经营者行为而进行的一系列制度安排。这些制度安排相互制约、相互补充,在不同的领域、以不同的方式发挥着各自的作用,构成了现代企业制度的高楼大厦。

我国大部分上市公司是在原国有企业的基础上改制上市的,因而其股权结构具有十分明显的特征。与发达国家的上市公司相比,我国上市公司具有如下的特点:第一,我国上市公司存在着大量的非流通股,约占上市公司总股份的60%;第二,我国上市公司大多为国有控股(国家控股和国有法人控股的统称),国有控股的上市公司占全部上市公司的比重在80%以上;第三,我国上市公司的股权十分集中,第一大股东的平均持股比例在45%左右。这些因素结合在一起形成了有中国特色的上市公司和证券市场,形成了不可流通的国有股、法人股和可流通的社会公众股并存以及国有股“一股独大”的独特的股权结构特征。根据我国上市公司的特点,本书将上市公司的股权结构分为所有权结构、股权集中度和股权流通结构三个部分,它们之间的相互作用直接影响了上市公司的绩效甚至我国股市的运行效率。据中国证监会统