

屈年增 主编

中国证券市场 专题研究

经济管理出版社

ECONOMIC MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国证券市场专题研究

屈年增 主编

经济管理出版社

责任编辑 张 马 文 心
版式设计 张 马
责任校对 孟赤平

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场专题研究/屈年增主编. - 北京: 经济管理出版社, 2001

ISBN 7-80162-256-1

I. 中 ... II. 屈 ... III. 证券交易—资本市场—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 062185 号

中国证券市场专题研究

屈年增 主编

出版: 经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编: 100035)

发行: 经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷: 北京市银祥福利印刷厂

850×1168 毫米 1/32 11.5 印张 290 千字
2001 年 10 月第 1 版 2001 年 10 月北京第 1 次印刷
印数: 1—4000 册

ISBN 7-80162-256-1/F·244

定价: 23.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社发行部负责调换。

通讯地址: 北京阜外月坛北小街 2 号 邮编: 100836

联系电话: (010) 68022974

责任编辑·张 马 文 心
封面设计·郑 虹

目 录

实业是根 (序一)	刘冀生 (1)
造就核心竞争力 (序二)	陈云贤 (3)
国有股减持对上市公司治理结构的影响分析	张鸿羽 (1)
股熵理论	屈乐伟 (17)
投资银行风险管理的新方法	
——风险价值模型	张孟友 (43)
经纪业务创新金融工具方案设计	
——现金管理账户的开发与应用	秦永恒 (55)
我国证券经纪业务的电子商务战略	陈伟安 (63)
论信息技术在证券经纪业务中的应用及前景	唐 凯 (77)
证券营业部市场营销策略研究	蒋序标 罗满生 (91)
论股票市场中的积极投资	何 震 (120)
证券市场的开放与对冲基金的监管	陈 晖 (138)
我国发展开放式基金的若干问题与对策	徐洪才 (148)

股指期货交易运作模式的比较与选择	周惠亮 (165)
------------------------	-----------

试论风险投资的运作及我国风险投资业的发展思路

.....	陈宇杰 (178)
我国国有企业购并业务研究	罗荣春 (207)
我国上市公司重组行为研究	徐学林 (229)
对 B 股市场的几点思考	景 旻 (254)
对我国企业债券市场发展的思考	姜绪荣 (267)
证券市场异常波动初论	屈年增 (277)
我国证券税收体系的现状及其优化	张鸿羽 (288)
证券经营机构的经营风险与防范	李 荣 (305)
证券公司人力资源管理	刘正周 (328)
ERP 与证券公司的资源整合	汪良忠 (343)

后记	屈年增 (359)
----------	-----------

国有股减持对上市公司治理 结构的影响分析

张 鸿 羽

经过 10 年的规范发展我国资本市场已初具规模。截止 2000 年底沪深两市的上市公司总数达到了 1211 家，总市值占 GDP 的比重也接近 50%。下一步资本市场能否健康发展，市场化进程能否顺利推进，将取决于上市公司质地能否得到根本的改善。目前制约上市公司提高经营业绩的因素很多，而其中非流通国有股所占比重过高则是诸多问题的关键。要提高上市公司的经营业绩必先改善公司的治理结构，要想改善公司治理结构必先优化公司股权结构，而优化上市公司股权结构的必经之路就是国有股减持。因此，国有股减持不能简单地理解为国有资产的变现和保值增值，更重要的是，国有股减持对上市公司治理结构的深层次影响将关系到国有企业改革的深化、资本市场的健康发展乃至整个国民经济的稳定增长。

本文以沪深上市公司为目标样本，通过对多家上市公司股权结构、董事会构成和经理行为的统计分析，试图回答国有股减持对上市公司治理结构和经营业绩所产生的影响。

一、减持国有股是优化上市公司治理结构的必经之路

世界上的大多数国家在不同历史时期都曾经历过国有资本从国有企业中逐步退出的过程，不同的国家采取了不同的方式。一种是以强化市场竞争为主的方式；另一种是以改革股权结构为主的方式。前一种方式认为，只要产品市场、生产资料市场和企业管理者市场都建立起来并引入竞争，国企改革并不需要所有制的彻底改革。后一种方式则认为，企业私有化是企业提高效率的必要条件。笔者以为，在国有企业改革的过程中，竞争的引入和股权结构的改革应该是相辅相成的。单纯地培育产品、生产资料和企业经理市场并不能达到资源的最优配置，国有股减持促使上市公司股权多元化，才是从根本上改善上市公司治理结构，提升公司质地的关键所在。国有股减持在公司内部有利于股权结构改革，在公司外部有利于竞争市场环境的培育，是上市公司优化治理结构的必然途径。

（一）从上市公司内部股权结构改革看国有股减持的必要性

从目前上市公司的股权结构来看，一方面国有股“一股独大”，而另一方面国有股的代表主体和利益主体又界定不清，国有资产管理公司、国有控股公司多头管理。在缺乏利益激励和产权约束的情况下，企业的经济目标与政府的社会目标相互交叉；政府对企业行政上的“硬约束”与财务上的“软约束”并存；国有股“所有者虚位”与“内部人控制”相伴而生，严重削弱了公司所有者与经营者之间的制衡机制和有效的激励与监督机制。因此，上市公司内部的股权结构改革势在必行。上市公司内部股权结构改革的核心就是在股权多元化的基础上，形成明确的资产收

益关系。只有资产具有明确的利益主体和具有排他性的收益权之后，才能够激发企业股权持有人对资产的关切，而达到这一目的的唯一条件是企业资产所有权的多元化。鉴于产权多元化对企业拥有者的激励作用，上市公司的股权结构中应适当引入非国有产权成分，这包括社会法人股东的引入和社会公众股东的引入。国有股东持股比例过高而产生的低效率促使国有股减持成为改善公司股权结构的突破口。国有股减持其实质就是要打破国有股东、社会法人股东和社会个人股东原有的力量对比关系，构造一个有利于企业改善经营业绩的新的股权结构和利益平衡体。新的利益平衡体以国有股东持股比重下降，社会法人投资者和社会个人投资者的持股比重上升为标志。国有股减持所引致的上市公司股权结构的变化，其对上市公司经营业绩的影响将通过董事会席位的调整作用于经理人员的经营决策上而实现（见图1）。以上分析表明，上市公司经营业绩的提升必然要求对上市公司的股权结构进行调整，而在上市公司国有股一股独大的情况下，减持国有股就是一种必然的选择。当然，减持国有股的方式可多种多样。例如，将国有股转给大型的投资公司，将国有股转给国有股投资基金等。但不管是哪一种方式减持，都可以实现上市公司的股权多元化。只要股权结构的调整比较充分，就必然促进上市公司经营行为的转变和经营业绩的提升。即使国有股的受让主体仍然是国有公司，但是在股权多元化基础之上形成的运作模式仍然可以在一定程度上减轻政府对上市公司的行政干预。如国有投资公司通过对企业实施资产重组、股权再转让等资本运作，将从深层次改变公司治理结构，提升公司的资产质量，而资产质量的提高有利于企业通过资本市场进行进一步的资本运作，从而引入更多的投资主体参与企业的经营管理。

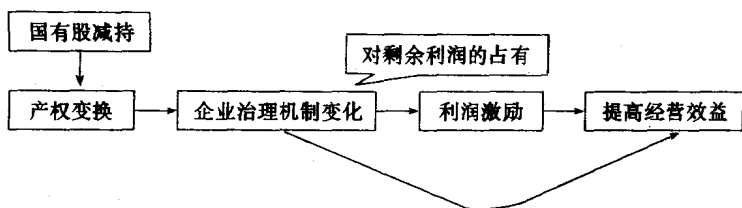


图1 国有股减持影响上市公司经营绩效的传导过程

(二) 从培育竞争市场环境看国有股减持的必要性

上市公司作为资本市场的重要组成部分，充分竞争的市场环境是其改善经营业绩的动因和土壤。对于上市公司而言，竞争的市场环境主要体现在三个方面：一是企业间的资本运作，如并购重组；二是职业经理市场的存在；三是企业产品市场的竞争。而前两个方面的竞争性市场环境的形成，与公司的股权结构密切相关。在目前的市场状况下，要营造充分的市场竞争环境有赖于国有股的减持（国有股减持对建立竞争市场环境的作用机制见图2）。

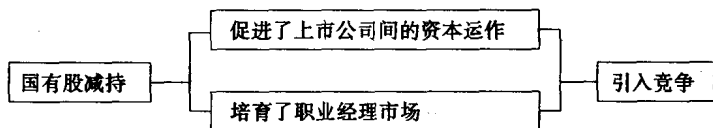


图2 国有股减持对建立竞争市场环境的作用机制

首先，国有股减持有利于加速企业间的资本运作，优化资源的合理配置。目前我国企业之间的并购重组很少是完全意义上的市场行为，原因很简单，大量的非流通国有股无法通过资本市场

实现资本运作。在企业的并购重组过程中，国有股东作为多家上市公司的大股东，发挥了市场“指挥员”的作用，往往将旗下的优质企业和亏损企业“撮合”在一起，或将集团公司的优质资产通过并购的方式注入上市公司，以达到做高利润、保证配股资格等目的。不仅如此，由于国有股东多头管理和条块分割，使得不同行业、不同地区的上市公司在没有获得行业或地区有关管理部门认可的情况下，几乎不可能实现跨行业或跨地区的并购行为。这些非市场化的行政干预严重影响了企业间的资本运作。长期的行业保护和地区壁垒孳生了上市公司的惰性，削弱了市场竞争对企业的激励作用。而国有股减持降低了上市公司中非流通国有股的比重，限制了政府权力的扩散，为上市公司间通过资本市场进行并购重组行为提供了可能。

其次，国有股减持有利于职业经理市场的培育。依据我国公司法的规定，公司在申请上市前都要经过股份制改造。对于目前的上市公司而言，在其改制过程中都设立了“三会”，既股东大会、董事会、监事会。但由于国有股在公司处于绝对控股地位，很多上市公司的董事长、经理就是原国有企业的领导，企业的经营思路 and 理念仍延续了国有企业的行政管理思想。因此，单纯的制度规定并不能从本质上改变经理人员的角色定位，只有存在后备的职业经理队伍，对现任经理的位置构成了潜在的威胁，才能真正触动经理人员关心企业经营业绩的神经。而这种职业经理队伍的存在和现任经理被替换的潜在可能都依赖于企业控制权的多元化。国有股股东与经理之间的内部人控制问题将会随着国有股减持和其他投资主体的引入而得到解决。多方利益主体，特别是法人投资者可以通过其在董事会中的席位影响经理人员的决策，必要时有决定经理任免的权力。“有才者居之”的管理理念使得职业经理市场的存在成为可能。

二、国有股减持影响上市公司 治理结构的传导机制

依据现代公司理论，一个有效的公司治理结构通常由三个主要部分组成：股东、董事会和经理。股东作为企业所有者，对公司拥有剩余索取权和控制权。股东通过股东大会决定董事会的构成及人员的任免。董事会是在股东大会授权范围内公司财产的托管人，董事会有进行战略决策和任免经理的权利。经理受聘于董事会，是公司日常事务的执行人员，向董事会负责并接受监督。因此，公司治理结构本质上表现为一种双层的“嵌套”关系：第一层是股东通过股东大会与董事会之间的“信任托管”关系；第二层是董事会与经理人员之间的“委托代理”关系。一个完整的公司治理结构就是由三方“主体”、两层“关系”构成（见图3）。要建立一套规范有效的公司治理结构从根本上讲就是要在三方利益主体之间建立起顺畅的激励约束机制。从图3的公司治理结构框架中，我们可以看到：第一，所有者必须“在位”，对于国有上市公司而言就是要避免国有股东“虚位”问题，切实从经济主体的利益出发，有效监督企业的经营管理，提高经营效益。第二，上市公司股权结构应该实现多元化，引入多方利益主体，包括社会法人股东和社会公众股东。第三，避免企业所有者（国有股东）对公司经理的直接授权，充分保障董事会在企业所有者和执行经理之间的监督约束作用。第四，董事会中内部董事和外部董事的人数应合理分配，保证董事会工作的相对独立性，自觉维护广大股东利益，避免“内部人控制”。第五，通过经理人市场，形成对公司经理人员有效的激励约束机制，防止道德风险。

国有股减持对上市公司治理结构的改善是通过一系列传导机

制来完成的。在股东层次，国有股减持并相应引入社会法人投资者和社会个人投资者，在一定程度上丰富了股东构成，使得股权结构趋向多样化。社会法人股东的引入直接通过董事会，以“用手投票”的方式影响企业的经营决策；社会公众股东虽没有集合投票的权力，但可以通过资本市场“用脚投票”的方式，表达其对公司经营业绩的支持或否定态度。股票价格的波动间接作用于董事会决策及经理行为。在董事会层次，多方投资主体的引入调整了董事会席位的分布，国有股东席位减少，而社会法人股东席位增加，增强了外部独立董事在公司经营决策中的发言权。经验数据表明，当社会法人股东在上市公司总股本中所占比重较低时，其倾向于急功近利的短期行为；而当法人股东持股比重达到30%（单个股东）时，其对公司业绩的关心则与大多数社会投资者一样，以企业价值最大化为目标。在经理层次，国有股减持将相应降低政府对企业经理行为的干预，彻底改变政府官员有选择经营者的权力却不必为其选择承担后果的“廉价投票”状况，企业经营者的选择将更加鲜明地体现剩余索取权与控制权对应的特征，尽量做到使真正有才能的人成为经理人员，在企业价值最大化的目标下，培育职业经理市场，提升企业经营业绩。

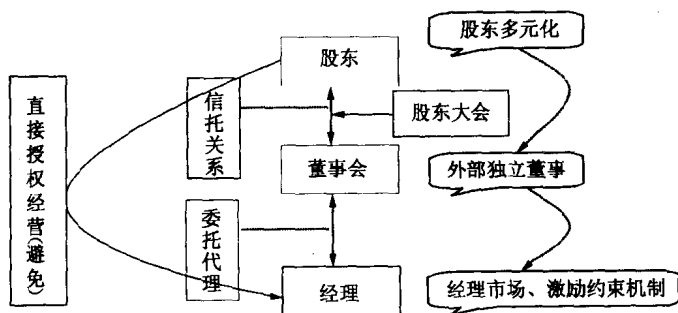


图3 国有股减持改善公司治理结构的传导机制

三、国有股减持对于国有上市公司治理结构的影响分析

(一) 国有股减持对上市公司股权结构和经营业绩的影响分析 (股东层次)

1. 我国目前上市公司股权结构的基本状况

我国上市公司股权结构比较复杂,主要有三类股东:国家、社会法人(或机构投资者)及个人。其中,国家股、法人股不能在证券市场上流通。我国目前的非流通股本约为 2046 亿,市值接近 2.65 万亿,其中的绝大部分是国有股(包括国有法人股)。

表 1 我国上市公司股权结构情况

股 本	1992 年 12 月 31 日		1999 年 12 月 31 日	
	股份数额(亿股)	所占比例(%)	股份数额(亿股)	所占比例(%)
1. 未流通股	47.69	69.24	1664.85	53.90
国家股	28.50	41.38	1116.07	36.13
境内法人股	9.05	13.14	590.51	19.12
外资法人股	2.80	4.07	40.51	1.31
募集法人股	6.49	9.42	190.10	6.15
内部职工股	0.85	1.23	36.71	1.19
其他(转配股)			33.20	1.07
2. 流通股	21.18	30.75	1079.64	34.95
A 股	10.93	15.87	813.18	26.32
B 股	10.25	14.88	141.92	4.59
H 股			124.54	4.03
3. 股份总数	68.87	100.00	3088.95	100.00

资料来源:《中国证券期货年鉴(2000)》第 186 页、第 189 页。

从表 1 的统计数据中，我们可以看出上市公司股权结构的历史趋势和结构特征。

从历史趋势来看，国有股在公司总股本中所占的比重有所下降，但仍占绝对优势，社会法人股比例基本持平，流通股份略有上升。1992 年，国有股在上市公司总股本中的比例为 41.38%，比整个国有企业中国有股的比重 62% 略低，到 1999 年，国有股在上市公司总股本中的比重降到 36.13%，但绝对数已上升到 1116.07 亿股，相当于 1992 年国有股规模的 39 倍，在各利益股东中仍占据绝对优势。各类法人所持股份之和（境内法人股、外资法人股和募集法人股之和）占公司总股本的比例基本保持不变，1992 年为 26.63%，1999 年为 26.58%。流通股份在公司总股本中的比例基本保持在 30% 左右，其中可流通 A 股在 1999 年约占总股本的 26.32%。

从结构特征来看，三类主要股东的持股情况为：国家股约占 36%、社会法人股占 26%、个人股约占 26%，而其中，社会法人股、个人股的股权又分散到不同的经济主体，相比而言，国有股权的集中度占有绝对优势。内部职工股和 B 股在上市公司的股权结构中并不普遍，且所占比重较小，因此，这两类股份不作为本文研究的重点。

另一份统计数据显示了我国上市公司股权集中度及其分布情况。该统计是以 2000 年初沪深两市 980 多家上市公司为样本，计算了上市公司前 5 位股东的股权集中度系数 CR_5 （ CR_5 为公司前 5 位股东股权比重之和）和反映前 5 位股东股权分布均衡状况的指标 H_5 。统计结果表明，我国上市公司 CR_5 的平均水平为 59%，高出美国 1 倍多，比最高的德国还高出 17%。我国有将近 70% 的上市公司前 5 位股东已掌握了公司的绝大部分股权，还有 4.7% 的公司前 5 位股东几乎掌握了公司的全部股权。我国上市公司前 5 位股东 H_5 指数的平均水平为 0.25，中值为 0.22，分别

为最适宜水平 0.1 的 2.5 倍和 2.2 倍, H_3 的最高值达到了 0.78。从这些数据我们大致可以得出这样的结论:我国目前上市公司的股权具有高度集中性,特别是高度集中在前 5 位股东手里,而在前 5 位股东中,国有股股东又是“一股独大”。

2. 国有股减持对上市公司经营业绩的影响分析

对于上市公司的股权结构来说,国有股减持使得国有股东的持股比例降低,而社会法人股东和社会公众股东的持股比例相应提高。股权变动的作用结果表现在三个方面:首先,在一定程度上降低了上市公司的股权集中度,特别是削弱了国有股的控制权;其次,社会法人投资者在公司经营决策中的地位提升,持股比例的提高使得法人投资者更加关心企业长远利益;再次,市场流通股增加,有利于社会公众股东行使其“用脚投票”权,充分保障了中小投资者的利益。

在国有股减持的作用下,变化了的股权结构是否提升了公司的经营业绩?要回答这个问题,我们首先必须对国家股、社会法人股和社会公众股对企业绩效的影响做一简单分析。如果以 CR 代表所有权集中程度,用市值与账面值之比 (MER)、股权回报率 (ROE) 和资产回报率 (ROA) 来衡量公司的经营业绩,并引入国家股、社会法人股和可交易 A 股占总股本的比重三个变量,来考察各类股权在总股本中所占比重与公司经营业绩之间的关系,回归结果表明:国家股所占比重与公司业绩有负相关关系,且在 ROE 和 ROA 的回归中显著;社会法人股所占比重与公司业绩正相关,且比重越大对公司业绩的贡献度越大, t -比率在 ROE 和 ROA 的回归中较高;个人持有的 A 股比重在 MER 回归中为显著的负相关关系,但在 ROE 和 ROA 回归中系数为 0 (不显著)。

以上各类股权在总股本中所占比重与公司业绩的相关性,从实证分析上描述了三类股东对公司业绩的贡献度。(1) 国家股份

的低效率使得国家股占的比重越高，劳动生产率越低。(2) 机构投资者对公司治理结构的改善有一定的积极作用。(3) 个人股东对公司业绩无显著影响。鉴于以上分析结果，笔者以为，国有股减持对上市公司经营业绩的贡献集中体现在三个方面：首先，国有股比重的下降有利于减少政府对企业经营的行政干预，改变企业剩余索取权（国家）和控制权（政府官员）相脱节的状况；其次，社会法人投资者持股比例的上升，有利于激发多方利益主体对公司经营业绩的关心，充分调动经理人员的主观能动性，最终实现上市公司质地的根本改善；再次，个人股东对上市公司业绩的贡献往往通过资本市场对公司董事会和经理行为的影响间接发生作用。虽然在回归分析中看到个人股东持股比例对公司业绩无显著影响，但这一结论是在国家股在公司总股本中占绝对优势的前提下得到的。政府对上市公司的实质性控制削弱了个人股东对公司经营业绩的关心。因此，我国目前资本市场个人投资者通常表现出短期行为，股票换手率极高。但随着国有股比例的逐步降低，分散化的股权结构和社会公众投资意识的加强，将会促使个人投资者从赚取差价的投机者向关注上市公司质地的投资者转变，资本市场的逐步规范和成熟将激发社会公众股东行使其“用脚投票”权。“用脚投票”体现了广大中小投资者对上市公司经营业绩的关心和态度，这将间接作用于上市公司的经营决策。

(二) 国有股减持对上市公司董事会构成及其运作效率的影响分析（董事会层次）

1. 我国目前上市公司董事会构成的基本情况

一份研究资料显示，在对 1995 年底 154 个上市公司董事会成员构成的研究中发现，国有股东在董事会中所占的席位达到 50% 以上，大大高于他们拥有的 30% 的股份。经理人员参加董事会的比率也很高，约占上市公司的 50%。个人股东拥有总股