



张育军 主编

刘世安 胡汝银 副主编

上海证券交易所联合研究报告

2010

张育军 主编

刘世安 胡汝银 副主编

上海证券交易所联合研究报告

2010

图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所联合研究报告. 2010/张育军主编.
—上海:上海人民出版社,2010
ISBN 978-7-208-09649-3

I. ①上… II. ①张… III. ①资本市场-研究报告-
世界-2010 IV. ①F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 220328 号

责任编辑 王舒娟

封面装帧 王小阳

上海证券交易所联合研究报告 2010

张育军 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 19 插页 4 字数 334,000

2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-09649-3/F·2005

定价 48.00 元

目录

1	国资管理与央企控股上市公司治理结构优化研究
40	上市公司大股东占款抑制机制研究
81	上市公司整体上市模式及绩效分析
115	上市公司独立董事角色定位、职责与责任（节选）
168	上市公司高管激励制度设计
191	我国发展跨境 ETF 产品设计研究
237	境外反向与杠杆型 ETF 研究及我国的创新设想
266	合格投资者制度比较研究

国资管理与央企控股上市公司治理结构优化研究

浙江财经学院、上海中大经济研究院、上海证券交易所联合课题组*

内容提要

跨国公司对中国央企官员进行“洋贿赂”的事件越来越多；中央企业在金融衍生品领域的投资也常发生巨额经济损失；大型特型商业贿赂案件也常被公之于众，腐败成了摆在央企治理面前的一个重大问题。本文对上述问题进行了讨论，指出央企治理的深层问题是信息透明度问题。要解决央企深层的公司治理问题，就要围绕如何提高透明度和在此基础上建立问责机制展开。同时，本文从不同角度追溯了央企信息不透明的根源，实证分析了我国央企的特征、透明度及其影响因素，为提出优化央企治理结构方案提供了可靠的依据。最后，本文提出增加信息透明度的新方法，以达到优化国资委管理与央企控股上市公司治理的目的。

第一节

问题的提出：信息透明度与公司治理

央企的公司治理一直是理论与实务界所关注的重要课题，如何正确认识央企公司治理的深层问题，并能在不改变既有所有权结构条件下，提出优化公司治理结构的建议显得尤为重要和迫切。为此，本文从央企暴露于公众的一些负面新闻出发，通过深入剖析央企问题的根源，引出我们对央企公司治理问题的重新认识。我

* 课题负责人：益智、刘逖、张卫东；课题研究员：栾天虹、张为群、方霞、李小忠、倪彩龄、袁天琳、汪菁。

们将从理论和实证两方面的论证展开。

一、 央企的问题

（一）“洋贿赂”

近年来,以跨国公司为主体的“洋贿赂”事件越来越多。所谓“洋贿赂”是指跨国公司打入市场的手段不是通过研发、服务等公平竞争理念,而是通过对“关键部门和人员”的贿赂来达到。有报道显示,跨国公司的“实践”结论是,后者的投入将会事半功倍地提升中国市场业绩。跨国企业在华行贿的事件近 10 年来一直上升,中国在 10 年内至少调查了 50 万件腐败案件,其中 64% 与国际贸易和外商有关。继“沃尔玛案”、“朗讯案”、“德普案”、“IBM 案”、“西门子案”、“大摩案”之后,2009 年美国不干胶巨头艾利·丹尼森公司、国际矿业巨头力拓公司、美国控制组件有限公司(CCI)先后被披露向中国官员和央企行贿,其中 CCI 案卷入了中国 9 家企业。据《21 世纪经济报道》消息,CCI 仅对中石油员工的贿赂金额就高达 166 万元人民币左右。贿赂的形式主要是回扣。

（二）衍生品投资

中央企业近来在投资金融衍生品领域投资发生巨额经济损失,使我们不得不中央金融衍生品交易给予较多的关注。例如,仅以航空企业为例,截止到 2008 年 12 月 31 日,中国国航燃油套期保值合约公允价值损失为人民币 68 亿元,上海航空航油套期保值合约公允价值损失约为人民币 1.7 亿元,东方航空航油套期保值合约公允价值损失约为人民币 62 亿元,总计损失人民币 131.7 亿元。事实上,央企衍生品交易早有先例,株冶冶炼厂事件、中储棉事件、国储铜事件和中航油事件的重大损失仍让人们记忆犹新。20 世纪 90 年代起,国务院就陆续发文,明确要求各期货经纪公司均不得从事境外期货业务。一面是相关规定的陆续出台、有关部门的严加监管,一面却是中央企业的屡次冒险、经济损失的不断扩大。人们不禁要问:中央企业为什么在衍生品业务上不断铤而走险? 中央企业为什么在衍生品业务中频频遭受损失?

（三）腐败

2005 年,中央企业效能监察立项 17 597 个,查出违纪金额 16.2 亿元,挽回经济损失 20.5 亿元。2006 年中央企业查处商业贿赂案件已结案 76 件,涉案金额

1 800 万元,涉案人员 106 人,刑事处理 66 人,纪律处分 28 人。央企中出现了一批诸如中石化陈同海和中航油陈久霖的大要案。例如中石化原总经理、董事长陈同海受贿 1.957 3 亿元,日均挥霍 4 万元,怎能不引起公众对央企腐败的关注。2009 年,中纪委查办了知名国企古井集团的高管腐败窝案。已查办的古井集团高管人员案件中,有的受贿高达近千万元,有的达百余万元,有的几十万元。

二、理论解释

上述的一系列问题,正是央企内部人控制的一些表现。由于央企的内部成员(如厂长、经理或工人),即直接参与企业的战略决策以及从事具体生产经营决策的各个主体掌握了企业的实际控制权,通过对公司的控制,追求自身利益,损害委托人的利益。实际上,委托代理产生问题的根源乃是信息不对称,即委托人与代理人之间信息不透明。我们认为主要是以下几个问题:

其一,产权问题是央企控股上市公司的最大症结。央企产权关系的模糊性不适应市场经济产权边界清楚化的要求。没有明晰的产权、清楚的委托人,公司治理结构的固有缺陷就无法克服;在非国企里面,更多体现的是大股东通过信息不透明侵害中小股东利益,而央企信息不透明表现为高管的腐败和国有资产流失。

其二,行业竞争程度越高,信息披露质量越高。在一个竞争较激烈的行业,处于竞争劣势的公司更有动机提高信息披露质量。由此可见,增加市场竞争可以看成是增加信息透明度的一种有效方法。然而由于对大多数央企而言,其所处的行业和规模都决定了无法做到充分的竞争,因此,无法通过竞争达到披露信息的目的,信息透明度降低。

其三,国有资产并非国资委和上市公司高管人员的个人财产,没有强烈的激励约束机制去保证国有资产的保值、增值。作为代理人的外部人能产生利用其行使委托人权利而谋求个人利益的行为,其根源在于作为代理委托人的外部人行为缺少约束和规范。全民委托人与代理人之间的信息不对称,也是信息透明度不高的表现。委托人虚位导致信息不对称现象更为严重,从而导致国有资产的代理人——国资委和上市公司的高管人员的道德风险行为。以上“洋贿赂”、“腐败”和衍生品交易的行为很大程度上源于国企决策过程和必要交易信息不透明。为此,央企治理的深层问题,是信息透明度问题。解决央企深层的公司治理问题,就要围绕如何提高透明度和在此基础上的问责机制展开。

第二节

央企信息不透明根源

——基于信息需求者角度的理论分析

信息透明度很大程度上取决于信息是如何被生产的,而信息的生产又依赖于信息的供给和需求。与其他产品的生产不同,信息怎样被生产,即其是否被真实、及时、可靠披露出来的重要决定因素是信息需求者,具体包括信息需求者与供给者的谈判力量,以及信息需求者之间的力量对比。从已有研究来看,学者们的研究集中于上市公司与监管当局、大股东与管理者或者大股东与小股东的信息披露博弈分析,从支付矩阵分析两者关于信息披露的成本收益,然后确定各自的选择,这样的分析虽然顾及了供求两方的博弈行为,却忽略了对供求两方有关信息披露的内在行为动机和激励的分析。本节拟从信息需求角度分析信息透明与否的影响因素。下一节我们将从激励角度分析供给者的信息披露动机。

一、利益相关者与信息的供求分析

企业信息的内部利益相关者主要包括信息的提供者和信息利用者,具体而言,大致包括:投资者、债权人、管理当局以及企业职工。不同的利益相关者具有不同的决策类型,且在利益上也存在一定的冲突(很明显,在大股东与小股东,全体股东与债权人,投资者和职工之间的利益是不完全一致的,甚至在某些决策上还存在冲突),因此,对信息的需求和利用上(包括侧重点不同,含量不同等)是不同的,统一的信息披露和提供可能会使一部分利益相关者因此受益,而另一部分则因此受损,出于攫取个人效用最大化的目的出发,也是为了降低决策中面临的不确定,改进决策效用,不同的利益相关者必然会围绕信息的供求展开博弈,并希冀能够获得对己有利的信息供给。在参加博弈的利益相关者中,具有较强力量的人,尤其是大股东,拥有首先行动的权利,能够要求企业提供对自己有利的信息,因此造成了信息不对称或不透明。

二、央企控股公司的利益相关者与信息供求

与一般企业不同的是,央企的所有者,尤其是大股东是国家,代表国家行使股

东职能的国资委官员充其量只是国有资本的一个代理人。他们拥有企业的核心控制权,却不享有企业的剩余索取权,也不承担风险。因此,他们缺乏根本的利益机制的激励,不可能像私人资本所有者那样追求利润和规避风险,也就缺乏发现和激励优秀经理人员的动力。而且,由于国有资产管理机构往往管理数家甚至数十家上市公司,无论从时间精力或者专业知识来说,那些官员都是难以对上市公司进行有效地监管。内部人往往有更多的机会操控信息的报告过程,以达到隐秘攫取私有收益的目的,这种自利性的操纵很可能会损害到信息质量。另外,由于央企剩余索取权的不可转让性,行政权经常干涉央企的经营权,这势必导致央企的信息并不是反映一个财务状况、经营成果的恰当变量。因为,此时只有政策性盈利或亏损,在市场经济条件下,独立经营、自负盈亏的主体所应该承担和独立核算的盈亏概念在央企中已经失去了其应有的意义,因此,经营成果指标的应有作用自然消失了。

另一方面,央企控股的企业债权人以国有银行为主体。国有银行作为债权人缺乏追求真实信息的动力。这是因为,一是国有公司的债务更多地体现出软约束的特点。在改革早期,国家通过控制国有银行来支持央企的改革,国有银行对央企的贷款往往带有很强的政策性色彩。随着政策性银行的成立和银行体制改革的深化,国家出于战略需要对银行的干预逐渐淡化,但是思维并没有彻底改变。二是从银行自身激励的角度来看,国有银行同样存在央企的通病,比如,股东职能虚化,政府行为严重,尤其由于银行的经理人员薪酬制度不科学,导致国有银行的经理只关心银行资产的账面值而非公允价值,经理的职位和个人利益(如奖金)都取决于资产的账面值而非公允价值。当上市公司报告经营亏损、导致无法偿还银行贷款时,国有银行经理人员的自身利益也会受到损害。因此,在这种情况下,国有银行不仅不需要真实的信息,还有可能鼓励债务人提供夸大盈利的虚假财务报告。

三、行政委托代理链条与信息透明

央企信息不透明的另一个重要原因是国企形成多层委托代理链条。政府官员虽拥有委托权,但其也是代理人,并不拥有央企的剩余索取权,那么其委托权就演变成为一种廉价投票权,无法保证其与央企业管理当局进行信息产权博弈的基本动力;而且更糟糕的情况在于,由于可能孳生政府官员和央企业管理当局合谋或政府官员创租、管理当局寻租的现象,不合格的政府官员拥有剩余控制权就成为企业信息不透明的“催化剂”,因为政府官员与管理当局的合谋等不当行为需要最终必将落脚

到通过信息加以掩饰。再次,由于企业经营目标的多元化,甚至盈利不是企业最主要的目标,这使得央企的业绩缺乏一个基本的、可比性的评价体系,那么若最终央企经营状况恶化,就无法确切地判断到底是政策导致的亏损还是因管理当局自身的经营不善导致的亏损,这为央企的信息不透明埋下了“隐患”。

四、 多层控股（金字塔结构）与信息的供求

央企通过金字塔控股,加长了对下属公司的控制链条。如果链条(或者说层级)较少的话,可能会起到减少行政干预的作用,但是如果链条太长,将使得下层公司经理人员毋庸置疑的会比终极控制人以及其他处于较高层级企业管理人拥有更多的信息。信息的优势使得金字塔内部处于较低层级公司经理人员成为了这些公司经营决策的真实制定人,在整个企业内部沟通这些信息并作出有利于企业的决策,其成本非常高昂。另外,央企是一个特殊主体,尽管国家高度控股,然而在某种程度上企业的代理问题与股权高度分散的美国企业类似。由于企业经理人员往往不在企业中持有股份,现金收益权与控制权分离的问题更加严重。在缺乏有效的监督与约束的情况下,金字塔下层企业经理人有与民营企业一样的动机,较少企业信息透明度,以此获取控制权私利。

第三节

央企信息不透明的根源

——基于供给者激励角度的理论分析

在了解需求者对信息透明的利益需求以后,我们将注意力集中于信息的供给者——企业的高管层。与以往研究不同,我们从管理者激励角度考虑信息透明问题,信息透明度与高管层激励存在相互作用,信息透明程度较高有利于激励机制发挥正向作用,而不同的激励机制设计会影响管理者披露信息的意愿和动机。我们对高管供给信息动机的关注,主要是基于公司治理角度,即仅集中于管理者与股东之间的矛盾对管理者信息披露激励的影响,不考虑其他因素,如商业秘密、披露成本等等。

一、我国央企激励机制与信息透明度

目前央企激励形式仍存在一些大的问题。一是激励力度不足,央企管理者的收入没有很好地体现出企业管理者所承担的责任和风险,管理者对企业激励机制和自己的经济地位不满意。二是激励结构失衡,主要是我国国企通常重短期激励而轻长期激励,重物质激励而轻精神激励,名义与货币性收入较为规范而实际与非货币性收入疏于管理,在职待遇较多而离退后的福利较少,管理者的后顾之忧没有得到妥善的解决。三是分配不公,由于我国国企特殊的代理结构导致其激励与业绩不挂钩,分配存在苦乐不均,有的企业管理者收入一直很低,哪怕企业经营业绩很好,而有的企业管理者收入却很高,但企业业绩却不一定好。以上各种状况造成了央企管理者对自己地位和事业的不满,以及“身在曹营心在汉”的精神状态,这些都会影响到央企经营效率的提高。

二、扭曲的代理行为

在中国,央企由于所有者缺位,没有形成规范的法人治理结构对经理人控制权进行动态调整的权力约束。而且市场体系不完善,不存在经理市场,也不存在资本市场对企业家行为的有效竞争约束,经理人偏离所有者利益最大化的行为得不到有效的监督制约。因此,可以断定的是控制权机制的激励是扭曲的。

首先表现在对控制权收益的过度追求上。其一,通过各种途径(包括非法途径)获取隐性控制权收益,例如前面提到的洋贿赂、商业腐败等等。其二,在合法途径内扩大可获得的确定性控制权收益的规模,例如大幅度地提高在职消费。其三,央企经理人员为了保住官位和不失去权力,不愿意被别人兼并,致使一些在私人企业间很容易实现的增强效率的兼并,在央企之间很难进行。其四,央企经理人员为了提高行政级别和支配更多的国有资产,获得更多的控制权收益,总是想方设法扩大规模,从而使过度进入和重复建设变得日益严重。其五,还有一种获取控制权收益的方式在央企就是合谋,这在央企中是一个普遍问题。部分企业通过私设小金库,共同控制企业的决策与生产经营,建假账对付委托人的财务检查和审计工作,欺上瞒下,采用各种不正当手段,私下侵吞国有资产,造成国有资产的流失。

其次表现在对控制权的争夺和捍卫上。控股权的恶性争夺是控制权争夺在证券市场上的表现,较高的控制权私人收益诱使上市公司的经理人为获取私人收益往往不愿与其他股东分享控制权,因此,为争夺获取控制权收益的控制权地位,通

常表现为上市公司控股权的恶性竞争。这种频繁的控股权之争不仅不利于公司的长期发展和稳定,而且会加剧证券市场的投机活动。

再次表现在经理人薪酬机制失效上。在控制权监督约束机制不健全或不存在的条件下,不仅扭曲了控制权机制的激励作用(激励负效应),同时,也降低了其他报酬机制对经理的激励作用,因为这时只有更高的报酬才能对经理人产生在监督约束机制较好的情况下较低报酬所具有的激励作用。在控制权机制的扭曲激励条件下,经理人追求的是畸高的控制权收益,而畸高控制权收益的间接后果就是经理人其他报酬激励的失效。

第四节

央企的特征与透明度

——基于比较视角的实证分析

本节将从央企的独特性出发来考察相对于民营企业、地方政府控制企业而言,央企本身的特性及其信息透明度。影响企业信息透明程度的因素有很多,其中企业本身的特征是个十分重要的因素。基于以往的研究,我们重点从企业所处的行业、规模、股权结构和债权结构等几个角度展开比较分析。

一、样本的选择

我们以 2008 年底最终控制人的性质来界定该上市公司是央企控制还是民营控制或者地方政府控制。其中,央企部分是由中央企业和国资委控制的上市公司组成,地方政府部分是由各地方政府控制的上市公司组成,而民营部分是由公司、自然人、境内法人等控制的上市公司组成。基于研究设计的需要,文中剔除了被 ST 和 PT 的上市公司,最后得到样本数共计 542 家上市公司(见表 1)。

表 1 不同性质控制上市公司样本数量

	央企控制上市公司	地方政府控制上市公司	私人控制上市公司
数 量	206	88	248

二、行业和规模的比较分析

一个公司所处的行业和规模往往可以反映其所面临的市场竞争情况,如果公司规模较大或者是处于垄断行业,那么它面临的竞争会较少,因而其通过竞争披露的信息自然就较少。因而这样的国企大公司,其重大决策更需要信息透明。从一般意义上可以认为,处于垄断行业和较大规模公司的透明度更为重要,但是由于缺乏竞争,其透明的途径,却比竞争性行业和规模小的公司要少。

(一) 公司的行业分布比较

从所处行业的竞争性和特殊性角度,我们将上市公司所处行业划分为三大类。(1)关系国家经济命脉及经济安全的上市公司。关系国家经济命脉及经济安全的上市公司,可称做Ⅰ类上市公司。其主要分布在军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运七大行业,包括军工、石油和天然气等重要资源开发及电网、电信等基础设施。(2)涉及基础设施及公用事业类的上市公司。一些涉及基础设施及公用事业的上市公司可称做Ⅱ类上市公司。其中涉及基础设施的上市公司主要集中在铁路、公路、港口、机场、大坝和水库等领域。(3)市场竞争类的上市公司。除了以上两类上市公司外,还包括可以完全充分参与国际、国内市场竞争的上市公司,这些可称做Ⅲ类上市公司。这类上市公司是国家经济发展不可或缺的重要组成部分。Ⅲ类上市公司中有一部分涉及国家支柱产业,大部分集中在一些非支柱产业,如一些劳动密集型的建筑行业、家电制造行业、批发零售行业、食品饮料行业、快销品行业以及通讯设备等行业。

表2具体描述三类不同性质控制上市公司的行业分布情况。央企控制的上市公司主要分布在关系国家经济命脉及经济安全的行业,按照国家经济安全论,央企控制的上市公司确实需要控制关系国计民生的支柱性产业;相对来说,央企控制的上市公司在第二类公司的占比甚少,地方政府控制的上市公司所占比例相对较大。这也比较合理,因为地方性基础建设和公共设施服务通常是所在地方的政府所管辖,以致地方政府控制的上市公司对相关行业涉及面较广。三类不同性质控制的上市公司所属第三类公司比例相当高,尤其是私人控制的上市公司,其次是地方政府。这是由于私人控制的上市公司其经营的目标是利润最大化,而其所在的位置限制它进入垄断行业,只能处在竞争性行业里,尤其是制造业。

表 2 不同性质控制上市公司的行业分布 单位：%

公司分类	具体行业	央 企	地方政府	私 人
I	航运	4.85	0	0
	军工	16.77	1.9	1.52
	电力煤炭	12.92	8.27	2.89
	石油化工	12.53	8.36	11.14
II	基础设施	1.38	11.91	1.52
	社会服务业	3.69	7.36	2.72
III	制造业	26.77	18.54	54.6
	金属、非金属	3.31	9.18	7.53
	医药	4.08	9.18	9.25
	其他	13.7	25.3	8.83

从以上的数据来看,央企控制的上市公司主要分布在垄断行业,而地方政府控制的上市公司行业分布相对均匀,私人控制的上市公司主要集中在完全竞争行业或是部分垄断行业。在欧美发达国家国企都是公共产品的提供者,在经济中所占权重低,且不以营利为目的,很少把触角深入到医药、房地产、能源等竞争性领域,因此处于市场体系之外,在国会的严格监督下特殊处理。反观中国,央企控制的上市公司数量虽然越来越少,拥有的资源和利润却越来越多,享有了廉价的社会资源以垄断经营的方式发展起来,在竞争性市场上处处出击。本来央企控制的上市公司受政府的特殊照顾,应有利于民,而事实上其常与民争利,凭借自身优势如规模等跟民企在竞争性行业中争宠。

(二) 公司的规模比较

目前对公司规模的衡量,主要有三项指标:从业人员数、销售额和资产总额。考虑到中国的公司大部分是投资推动型的,因此,本文选用了公司总资产的对数值作为公司规模的衡量指标。

表 3 上市公司规模的统计描述

	平 均	标准误差	中位数	标准差	最小值	最大值
私 人	2.008 18	0.002 813	2.008 259	0.067 811	0.456 67	2.426 921
地方政府	0.303 873	0.000 801	0.302 705	0.008 282	0.301 03	0.385 056
央 企	1.985 135	0.009 869	2.008 686	0.161 568	0.579 886	2.074 882

从表 3 中看出,私人控制的上市公司和央企控制的上市公司规模远远大于地

方政府控制的上市公司,规模相差 6 倍左右。央企控制的上市公司和私人控制的上市公司规模分布相对较广,从最小值 0.579 886 到最大值 2.074 882 和最小值 0.456 67 到最大值 2.426 921。

表 4 从公司规模单因素方差分析看,规模的离差平方总和为 283.403 1,如果仅考虑最终控制人性质对公司的影响度,则规模总变差(283.403 1)中最终控制人性质可解释的变差为 273.759,抽样误差所引起的变差为 9.644 123,它们的方差分别为 136.879 5 和 0.010 12,相除所得的 F 统计量为 3.005 169, P 值近似为 0。在显著性水平为 0.05 情况下,可拒绝原假设,说明三类不同性质控制的上市公司在规模上的差异是显著的。

表 4 上市公司规模单因素方差分析

差异源	SS	df	MS	F	P-value	F crit
组 间	273.759	2	136.879 5	13 525.97	0	3.005 169
组 内	9.644 123	953	0.010 12			
总 计	283.403 1	955				

为进一步考察三类企业的规模差异,我们重新对处于竞争性行业的三类企业(私人 221 家、地方政府 78 家和央企 124 家)进行了统计分析,结果见表 5。

表 5 竞争性行业三类企业规模的描述性统计

	平 均	标准误差	中位数	标准差	最小值	最大值
私 人	266 978.07	25 156.50	154 290.0	373 131.22	18 224.1	3 163 166.61
地方政府	1 802 695.37	1 327 340.1	192 992.0	11 647 362.44	34 606.4	102 089 882.4
央 企	22 315 863.2	11 462 839.0	274 666.0	127 129 043.2	36 393.4	975 765 400.0

从表中数据我们可以清晰地看到,央企规模远大于民企,对于同样处于竞争领域的两类企业而言,央企的规模显然有利于其在竞争中处于一定的优势地位。这也验证了我们所提出的,央企规模在一定意义上要超过相应的其他企业。

通过以上行业和规模的比较,我们可以发现,中央企业和国资委控制的上市公司多数处于关系国家经济命脉及经济安全的行业,且规模较大,这一比较结果表明央企部分的上市公司在信息透明度方面更需要提高和增强。因为,我们看到的信息披露(第五节我们会给出信息披露的量化指标)只是让我们知道公司披露了多少信息,公司之间的比较也是就披露出来的信息而言,却没有给出公司实际上应该有多少信息披露出来,相对而言,非竞争性行业、规模较大的公司有更多的信息需要

披露,更需要较高的透明度。^①

三、 股权结构比较

股权结构和性质往往代表一个公司的权力结构和安排,因为不同的权力结构会形成不同的信息需求,自然就会影响公司的信息透明程度。这里我们利用样本公司的股权结构数据,分析央企股权结构的特殊性及其对透明度可能的影响,在接下来的第五节,我们将从样本回归角度做进一步分析。本文对股权结构的分析,主要利用以下指标:第一大股东持股比例、股权集中度、股权制衡、控制层级数,具体解释见表 6。

表 6 变量定义表

指 标	指 标 解 释
第一大股东持股比例	上市公司最终控制人的比例
股权集中度	第一大股东至第五大股东持股比例之和
股权制衡	第一大股东持股比例/第二大股东至第五大股东持股比例之和
控制层级数	从最终控制人到上市公司控制链条最长的数值

与其他新兴市场和转型经济国家中以私有产权为主的股权结构相比,我国上市公司中被地方政府、国资委和中央控制的比例还是较高的。截至 2008 年底,上海证券交易所和深圳证券交易所全部 1 621 家上市公司中,共有 268 家上市公司是由国资委和中央国有企业所控制的,占公司总数的 17%。其中,控制权比例超过 30%和 50%的公司分别有 151 家和 69 家,占公司总数的 9%和 4%。

根据本文选取的样本,国资委和中央国有企业控制的上市公司与地方政府和私人所控制的上市公司相比,第一大股东的持股比例分布有所不同(见表 7)。

表 7 第一大股东持股比例 单位: %

	0—20	20—40	40—60	60—80
央 企	8	40	43	9
地方政府	31	27	32	10
私 人	20	50	23	7

^① 所以仅就披露了的信息对上市公司信息透明度进行比较有些欠妥。不过,因为有很多信息透明程度问题无法量化,所以我们在接下来的实证分析当中也只能就公司披露的信息进行量化比较,不过这里我们要提出的只是一个次优的方法。

从表 7 可以看出,三类不同性质所控制的上市公司的第一大股东持股比例主要落在 20%—60% 区间。央企控制的上市公司大部分集中于 40%—60% 区间内,从样本数据看主要落在 50% 左右,充分体现了我国央企上市公司“一股独大”的股权结构特点。相对来说,地方政府所控制的上市公司,第一大股东持股比例分散相对比较平均。而私人控制的上市公司的第一大股东持股比例主要集中在 20%—40% 区间,占样本总数的 50%,其次是落在 40%—60% 之间,占 23%。

国资委和央企所控制的上市公司第一大股东持股比例平均为 38.19%,这一比例高于私人 and 地方政府所控制的上市公司第一大股东持股比例 33.27% 和 33.83%。由于大股东之间存在力量差异时,控股股东的控制程度明显与否对上市公司运作及市场表现会有较大的影响,为了界定控股股东对公司的控制能力,采用计算控股股东与第二大股东至第五大股东持股比例之和的比值,结果显示,国资委和央企所控制的上市公司为 8.54,而地方政府和私人控制的上市公司分别为 6.42 和 5.30,显示出地方政府和私人所控制的上市公司在股权结构上面控制力相对分散、均匀,这样有利于形成有效的股权制衡结构。

表 8 不同类别上市公司的股权结构

		Mean	Std. Deviation	Std. Error	Minimum	Maximum
第一大股东持股比例	央企	0.381 9	0.164 93	0.001 647 9	0.05	0.76
	地方政府	0.332 7	0.159 35	0.017 08	0.06	0.78
	私人	0.328 3	0.151 33	0.009 61	0.04	0.78
股权集中度	央企	0.568 0	0.283 7	0.020 01	0.216 5	0.76
	地方政府	0.458 9	0.160 01	0.017 16	0.12	0.82
	私人	0.477 2	0.141 60	0.008 99	0.11	0.85
股权制衡	央企	8.543 9	14.498	1.002 2	0.131 7	113.91
	地方政府	6.416 5	9.509 10	1.019 48	0.41	63.35
	私人	5.299 0	8.077 22	0.512 90	0.31	68.01
控制层级数	央企	2.858 5	1.117 81	0.078 07	0.00	8.00
	地方政府	2.430 2	0.833 71	0.089 90	1.00	6.00
	私人	2.612 4	1.205 98	0.076 58	0.88	9.00

另一方面,从股权控制的层级角度看,国资委和中央国有企业控制的上市公司的控制链条大多呈金字塔结构,最少的层级数为 2,最多的层级数为 5。三类不同性质所控制的上市公司在控制层级数上的差异不大,平均值分别为 2.85、2.43、2.61。但从分布角度,央企控制的上市公司相对平缓,而地方政府和私人控制的上市公司较陡峭,尾部较长(见图 1)。