

中国上市公司 股权结构及其优化

李 华 著



2

復旦大學出版社

CHINA'S LISTED COMPANIES' OWNERSHIP STRUCTURE AND IT'S OPTIMIZATION

中国上市公司股权 结构及其优化

李 华 著

復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司股权结构及其优化/李华著. —上海:
复旦大学出版社, 2004. 12
ISBN 7-309-04258-1

I. 中... II. 李... 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(2004)第 115774 号

中国上市公司股权结构及其优化

李华 著

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编:200433

86-21-65118853(发行部); 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 徐惠平

装帧设计 陈萍

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印刷 句容市排印厂

开本 850×1168 1/32

印张 6.625

字数 163 千

版次 2004 年 12 月第一版第一次印刷

书号 ISBN 7-309-04258-1/F·941

定价 15.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

全书通过对中国上市公司特殊股权结构的成因以及特点的分析,股权结构对公司治理影响的分析,各类股东行为模式的博弈分析以及股权结构对上市公司业绩影响的实证分析,解答了一些中国证券市场的热点和实际问题,如国有股减持、全流通、发展机构投资者、保护中小股东权益、制止股市过度投机等。同时通过这些分析证明中国的特殊的国有股“一股独大”的部分流通的股权结构是造成中国证券市场种种弊端的根源。最终要解决这些问题,最根本的办法是完善和优化中国上市公司的股权结构,最后就如何完善和优化中国上市公司的股权结构提出了政策建议。

目 录

导论	1
第一节 研究思路、内容及创新	1
第二节 现有文献研究评述	9
第一章 中国上市公司股权结构的形成	17
第一节 国有企业改革与多元股权结构的形成	17
第二节 中国上市公司股权结构的形成	26
第二章 中国上市公司股权结构的特点及国际比较	32
第一节 西方国家上市公司的股权结构	32
第二节 中国上市公司股权结构的定量分析	40
第三节 中西方股权结构的比较	47
第三章 股权结构与公司治理	50
第一节 公司治理的含义与意义	50
第二节 公司治理的内部机制和外部机制	51
第三节 股权结构影响公司治理的机制	54
第四章 股权结构中各股东行为的博弈分析	74
第一节 上市公司各股东博弈策略	74
第二节 各股东行为的博弈模型与求解	85
第三节 股权结构导致博弈投机解的实证分析	99
第五章 股权结构与公司绩效关系实证研究	103
第一节 内部人持股与公司绩效关系理论与 实证研究	103

第二节	股权集中度与公司绩效关系的实证研究·····	114
第三节	大股东与公司绩效关系的实证研究·····	120
第六章	股权结构影响公司绩效实证研究·····	124
第一节	国有股与公司绩效关系的实证研究·····	124
第二节	法人股与公司绩效关系的实证研究·····	129
第三节	流通股与公司绩效关系理论模型与 实证研究·····	138
第四节	小结·····	149
第七章	股权结构优化之一	
——	国有股减持与法人股扩充·····	151
第一节	股权结构优化的必要性和思路·····	151
第二节	国有股减持·····	157
第三节	企业法人和银行持股·····	164
第四节	流通国有股、法人股·····	168
第八章	股权结构优化之二	
——	流通股结构优化·····	171
第一节	规范发展机构投资者——兼论 QFII·····	171
第二节	发展内部人持股——兼论 MBO·····	180
第三节	建立独立董事制度,组合中小投资者力量·····	189
结语	·····	191
参考文献	·····	193
后记	·····	204

导 论

第一节 研究思路、内容及创新

一、选题的意义

2001年6月起,有关国有股减持暂行办法的讨论以及初步方案的出台使得上证指数由2200多点猛跌到1300多点,对证券市场的投资者形成了巨大的打击,最终政府相关部门不得不暂时中止通过证券市场减持国有股。那么,国有股究竟是否应该减持?应该通过何种形式减持?

大部分国有股、法人股不流通是中国股市的特色,但是全流通意味着证券市场股票的超量供应。股指大幅度下跌与其说是对国有股减持的恐惧,不如说是对减持后股票流通的恐惧,那么中国股市究竟是否应该实行全流通?

理论界曾经提出仿效日韩模式,大力发展企业法人相互持股,形成集团公司,发挥银行在公司治理中的作用,但是随着东南亚金融危机爆发,法人持股的模式被人们所淡忘,这一种模式的利弊究竟如何?对于中国上市公司的治理模式有何借鉴意义?

大力发展机构投资者政策推出以来,各种基金纷纷成立。但是据《基金黑幕》一文^①报道,在中国的特殊市场环境下,机构投资

^① 参见张志雄:《基金黑幕——关于基金行为的研究报告解析》,《财经》杂志2000年10月。

者不是股市的稳定器,而是股市投机的助推器,那么大力发展机构投资者是否正确?

保护投资者特别是中小投资者利益的原因和意义何在?

在中国爆出了做假账的“中科系”、“蓝田股份”事件以后,许多投资者对上市公司做假报表有了进一步的认识,事实上,报表重组也就是假的资产重组,是中国证券市场投机过度的原因之一。报表重组、概念炒作、操纵内幕消息、控制上市公司股价现象频繁发生,其背后的根源是什么?

QFII(境外合格投资者制度)、MBO(管理层收购)实施的意义是什么?影响是什么?它们与国有股减持、发展机构投资者有何联系?

要解答这些问题,揭开种种表象,最后露出来的是中国上市公司特殊的股权结构。本书通过对中国上市公司特殊股权结构的成因以及特点的分析、对股权结构影响公司治理的分析、对各类股东行为模式的博弈分析以及股权结构影响上市公司业绩的实证分析,证明了中国的特殊的国有股“一股独大”和部分流通的股权结构是造成中国证券市场种种弊端的根源。要克服中国证券市场的种种弊端,促进总体经济的健康发展,最根本的办法是完善和优化中国上市公司的股权结构,因此选择中国上市公司的股权结构及其优化作为研究课题意义正在于此。

二、本书的研究对象与研究思路

股权结构是指公司的股票被各类股东所持有的比例,包括两个方面:一是指公司的股份由哪些股东所持有,二是指各股东所持有的股份占公司总股份的比重有多大。前者是说明股份持有者的特性,是股权结构质的体现,而后者则是说明股权集中或分散的程度,是股权结构量的体现。因此,股权结构体现公司的所有制形式,进而决定公司的治理方式和成效。

中国的股权结构与西方国家有很大不同,由于中国的上市公司是从国有企业改制改组而来,不流通的国有股、法人股占大多数,社会流通股居于少数。在国外的相关文献讨论股权结构对公司治理以及绩效的影响的时候,主要考虑内部人持股比例、股权集中度、大股东持股、机构投资者持股比例等股权结构变量,这些结构变量是研究中国股权结构时必须考虑的,而在中国由于不流通的国有股和法人股的存在,还需要考虑国有股和法人股的比例。有人把国有股、法人股、流通股的比例称为股东构成,这也是具有中国特色的股权结构。因此本书首先要研究的是中国上市公司包括股东构成在内的股权结构。

股权结构对上市公司业绩的影响是通过股权结构影响公司治理这一途径实现的。所以,股权结构对公司治理的影响也是本书的研究内容。各股东都有一定的策略选择,例如专心于提高上市公司产品和服务在市场上的核心竞争力,创造社会财富而获得投资收益,这一种策略被称为投资策略;但如果有可能,某些股东会利用自己的垄断(“一股独大”)优势或者经理层会利用自己信息优势(内部人控制)通过假报表、控制信息传递等方法掠夺弱势股东,这一种策略被称为投机策略。各个股东在策略集中的选择所构成的博弈行为将直接影响上市公司的经营业绩,因此股权结构中股东的博弈行为也是本书的研究对象之一。

无论是通过公司的治理结构还是通过博弈行为,最终股权结构对上市公司业绩影响是本书研究的核心。在实证分析中获得了股权结构中各变量对上市公司业绩影响的数据以及某些股权结构变量的最优值后,现有的股权结构与这些最优值的差别就构成了股权结构优化的方向。股权结构的优化问题也是本书要研究的内容。其中包括国有股减持的数量和方式、法人股在未来治理结构中的地位、全流通的时机和策略、机构投资者的作用和发展模式、内部人持股和保护中小投资者利益模式等。

本书的研究思路是：

首先通过中国特殊股权结构的成因的分析，从制度变迁的路径依赖角度理解为什么国有股在上市公司治理结构中具有许多如政企不分等中国股权结构中特有的问题。通过与西方股权结构的比较、中国上市公司股权结构纵向十几年发展数据比较，以及最新数据各个上市公司横向比较，对中国上市公司股权结构有了定量的把握，并明确了中国股权结构的特点。这些内容体现在第一章和第二章中，它是后续分析基础。

股权结构要对上市公司业绩构成影响必定要通过一定的机制和途径。股权结构通过影响公司治理从而影响公司业绩是第一条途径，其机制是：股权结构在内部通过影响股东大会、董事会从而影响到经理层决策和经营，在外部通过控制权市场、代理权竞争从而影响到经理层决策和经营，股东的不同性质导致不同股东在公司治理中行为的差异从而影响了经理层的挑选。这些因素最终影响上市公司业绩。这正是第三章的内容。股权结构通过影响各股东博弈行为和结果从而影响公司业绩是第二条途径：中国特殊的股权结构和市场环境容易导致投机的出现，表现在上市公司业绩上，容易出现假报表做出来的虚假业绩。这是第四章的内容。这两条途径是相互联系的。

上面所述股权结构影响业绩的两条途径以及对业绩的最终影响需要通过实证数据来证明和计算。这就形成了第五章和第六章的内容。第五章中计算了国际通用的股权结构变量如内部人持股比例、股权集中度、大股东持股比例对上市公司业绩影响；第六章计算了中国特有的国有股和法人股以及流通股比例对上市公司业绩影响的数据，得出国有股和法人股比例的最优值为 30% 和 36%—42%。

以实证数据作为支持，本书在第七章和第八章提出了优化股权结构的政策建议：国有股适当非流通减持为法人股，甚至可以

放弃第一大股东的地位。之所以非流通减持,主要是考虑流通减持对市场的巨大冲击。非流通的法人股可以适当增加甚至可以获得第一大股东的地位,法人股非流通可以在一定程度上促使其为公司长远发展考虑,抑制短期投机行为。要把大力发展机构投资者的口号改为规范发展投资型机构投资者,进行 QFII 的尝试;发展内部人持股,尝试 MBO,但要防止不公平交易;发展独立董事制度和中小股民联盟。最终分期逐步实现股份全流通。

三、主要内容及主要结论

本书第一章分析了中国国有企业制度变迁的历程,特别是改革开放以来,从放开和搞活企业出发所进行的企业制度改革,中国的上市公司股权结构是国有企业改革进入股份制改造和建立现代企业制度阶段随着证券市场建立和发展形成的。国有股法人股不流通有其特殊的历史原因,是渐进式改革的必然结果。

第二章首先分析了国外的三种股权结构模式即日德模式、英美模式和东亚模式;而后对股权结构从纵向角度分析各股东比例十几年来变化的情况,从横向角度以 2002 年上市公司数据为依据分析股权结构在各个上市公司中的分布情况;最后对中外股权结构进行了对比,指出了中国股权结构的特色。

第三章在对上市公司的内外治理机制进行了论述以后,相继分析了股权集中度特别是股权过于集中的代表一股独大,以及股权过于分散的结果内部人控制对公司治理影响,讨论了具有中国特色的国有股大股东代理人的内部人控制;还分析了不同的股东如经理层持股、国有股、法人股、机构持股、个人股由于其自身的特性对公司治理的独特影响;最后分析了中国股权结构中部分股本不流通对公司治理的影响。

第四章构造了一个各股东博弈的多方博弈模型,在这一框架下,股权结构中各股东出于自身利益极大化的目标,作出了博弈决

策。在中国特殊的股权结构和市场环境下,博弈解比较容易达成不利于社会效用极大化的投机解。在该投机解中不流通的国有股大股东倾向于与控制流通股股价的机构投资者合作掠夺中小股东,法人股的存在有利于减少这种投机发生。而后用实证数据及模型表明中国股市确实存在过度投机。

第五章运用实证数据相继分析了经理层持股、职工持股、股权集中度,一股独大对上市公司净资产收益率和每股收益的影响。考虑到为了保配保壳上市公司极有可能在年报的数据中作假,实证分析采用了2002年中报数据,以区别于前人以年报为基础的研究。结果表明,经理层持股和职工持股有利于上市公司业绩的提升。股权集中、一股独大有利于账面收益的提升,却不利于主营收益的提升,而账面收益与主营收益之差正好是虚假的报表重组所带来的收益,这一个结果从侧面反映了第四章国有股大股东通过报表重组掠夺中小股东的真实性,证实了第三章股权过于集中以及“一股独大”不利于上市公司提高经营业绩的理论分析结果。通过对比文献发现,引入主营收益变量进行实证分析并将其与账面收益实证分析结果对比是本书的创新之一。

第六章首先实证分析了股权结构中国有股比例对上市公司账面收益以及主营收益的影响。发现国有股比例越高账面收益越大,但是国有股比例与主营收益却呈现倒U型的一元二次函数关系,能够使主营收益最大的国有股比例为30%。发现法人股比例越高账面收益越小,但是发现法人股比例与主营收益却呈现倒U型的一元二次函数关系,能够使主营收益最大的法人股比例为36%。每股收益与法人股比例成正U型的一元二次函数关系,能够使账面每股收益最小的法人比例为42%。上述分析中账面收益与国有股、法人股比例的相关性与第三章第四章中的理论分析不符,但是主营收益与国有股、法人股比例的关系却正好与第三章第四章中的理论分析符合。这正好说明第三章第四章中的理论分

析得到了实证的支持,做假账的投机行为确实存在。在第六章中还构建了流通股比例影响上市公司业绩的数学模型,认为流通股比例的提高有利于提高上市公司业绩,然而,用实证数据验证该模型时发现流通股比例对上市公司业绩并没有明显影响,本书分析了造成这种结果的原因。

第七章依据第五章和第六章的实证分析得到的最优股权结构结果,对比第一章和第二章现有股权结构的数据,提出了优化股权结构的思路,并把它形象化地描述为股权结构优化流程图。国有股比例应当下降为30%左右,甚至可以考虑放弃作为第一大股东,而成为具有强监控能力的第二大股东,这一章还总结了十大国有股减持方法并进行了分析。法人股比例应当上升到36%—42%之间,实现这一目标的方法是国有股以非流通方式减持转化为法人股,这样还可以减少对市场的冲击。由于第一章中所讨论的国有企业制度改革中“拨改贷”以后,国有企业与银行的特殊关系以及国有企业欠银行大量资金的现实,认为适当允许银行持有由债转股而变成的法人股,不仅有利于解决坏账问题,还可以优化股权结构。关于全流通问题,由于需要流通的股票数量巨大,集中在短期之内上市会给股市带来毁灭性打击,应当在相当长的时间内,随着证券市场配套制度的完善,逐步实现全流通。

第八章首先分析了规范发展机构投资者的必要性,认为可以通过发展证券投资基金,将中小股民的力量集成机构投资者力量,通过机构投资者参与公司治理,实现公司核心竞争力提高和业绩改善。发展境外合格机构投资者QFII,其目的不仅在于在人民币不能自由兑换的情况下引进外资提高证券市场的资金供应,还在于引入境外机构投资者较为成熟的投资理念和方法,改善对中国上市公司的治理。其次,由于实证分析中明确了内部人持股对提高公司业绩的意义,该章分析了提高经理层持股比例和职工股比例的可行方式,包括经营者股票期权、经理层收购(MBO)、职

工持股会等形式。由于上市公司经理层掌握上市公司的内部信息以及部分控制权,提高经理层持股比例过程中要特别防止不公正交易的发生。发展独立董事制度和中小股东联盟、完善股东诉讼制度是保护中小投资者利益的有效举措。单个中小投资者力量虽然弱小,但是所有中小投资者的力量是证券市场中最根本的力量。

四、本书的主要创新

第四章运用多方博弈模型分析各股东博弈行为,将各股东的策略分为投机策略和投资策略,通过计算求解该多方博弈模型,得出影响投资解和投机解的各种因素,认为虽然投资解有利于整个社会福利的提高,但是在中国特殊的股权结构和市场环境下容易得到投机解,并设计实证模型证明了这一情况。到目前为止没有发现相关文献做了类似的工作,这是本书的一个创新。

由于国外不存在非流通股的问题,国内目前也没有非流通股比例对上市公司业绩的影响的数学模型。本书第六章构建了一个数学模型从外部治理和内部治理两个角度定量分析了流通股比例对上市公司业绩的影响,并用实证数据进行验证,这是本书的另一个创新点。

在以往的国内外文献中大多数以净资产收益率、“托宾的Q”^①等指标作为衡量上市公司业绩的指标来计算股权结构对其影响。正因为中国的股权结构比较特殊,非流通股占很大比例,而“托宾的Q”计算严重依赖被扭曲的股价,年报净资产收益率由于保配保壳因素会失真,本书采用最新(2002)中报数据所得到的结果可以说是对以前研究的一种补充,研究结果也可以说是本书的

^① 托宾的Q值是经济学家托宾提出的一个衡量公司绩效的参数,它等于公司的市场价值与公司资产的重置价值之比。公司的市场价值可用公司股票的市值与公司发行的债券市值来计算。公司资产的重置价值计算,则因缺乏各类旧货市场而比较困难。

一个创新点。

正因为考虑到部分公司业绩数据可能失真,另外通过第四章博弈分析,大股东倾向于采取报表重组的方法操纵业绩,搞投机行为,本书引入了主营业绩的衡量指标——主营净资产收益率,将这一指标与股权结构中各变量进行相关分析,并与净资产收益率与股权结构中各变量相关分析结果进行对比,可以真实地揭示出股权结构对上市公司业绩的影响,还可以揭示出股权结构中各种股东操纵公司业绩的行为。现有文献中并没有相似的研究方法,这是本书的创新点。

依据实证分析结果所计算出来的最优国有股比例以及最优法人股比例,本书提出国有股非流通减持为法人股的股权结构优化策略,这一方案考虑到了前一段时间流通减持对于证券市场的巨大打击,又可以有利于公司治理;依据最优比例,国有股并不一定要完全退出,国家可以放弃第一大股东的位置,作为具有较强监控力的第二大股东。本书还提出规范发展投资型机构投资者。这些与现有的文献相比也是本书的一个创新点。

第二节 现有文献研究评述

一、股权结构与公司治理

关于公司治理的机制已经有一套相对比较成熟的理论,在国外,代表性的观点有 Easterbrook 等(1984)提出的通过资本市场传送信号机制实现公司治理,Fama(1980)提出的通过经理市场的压力实现公司治理以及 Martin 和 Mc Connell(1991)、Shleifer 和 Vishny(1997)提出的通过外部接管的威胁实现公司治理。在国内,任冷(1999)研究了公司的内部治理机制和公司的外部治理机制。

在以股权集中度来衡量的股权结构对公司治理以及公司业绩的影响方面,国外代表性的观点主要有: Berle 和 Means(1932)认为,股权过于分散导致无人能够或愿意去监督经营者, Grossman 和 Hart(1980)认为监督是要付出成本的,由于存在“搭便车”问题,因而分散的小股东就没有动力去监督经理人员, Shleifer 和 Vishny(1986)认为大股东的存在部分解决了小股东的“搭便车”问题。但 Stulz(1988)认为拥有绝对控股股东的公司,被成功接管的可能性比较小从而影响了治理效率。在国内,孙永祥、黄祖辉(1999),张银杰(2002),肖继明(2002),姜冰雨等(2000)都认为股权过于集中,大股东很可能利用手中的控制权掠夺其他中小股东,不利于上市公司治理效率的提高和上市公司业绩的改进;股权过于分散,所有股东持股量少,容易形成搭便车机制,导致对管理层的监控失效,形成管理层内部人控制,同样不利于上市公司治理效率的提高和上市公司业绩的改进;相对而言股权有一定集中度,形成几个大股东相互监控的格局比较有利于公司治理效率的提高和上市公司业绩的改进。

在国有股“一股独大”以及国有股控股公司内部人控制方面,青木昌彦(1995)和费方域(1996)认为,对转轨经济来说,存在内部人控制现象。徐莉萍(2002)认为“政府行政干预下的内部人控制”是我国企业法人治理结构存在的主要问题,问题的形成有股权结构、融资体制、国有资产管理体制等多方面的原因。叶祥松(2002)认为我国国有公司产生内部人控制问题的原因既有发达国家的共性,也有其他转轨国家的特性,更主要的是我国经济转轨过程中的股权结构不合理、缺乏现代公司治理观念以及政府对企业在行政上的“超强控制”和在产权上的“超弱控制”等特殊原因。王永顺(2002)认为国有股“一股独大”的股权结构与内部人控制是导致公司治理结构失效、资本所有者权益受损的深层原因。

Jensen 和 Meckling(1976)认为,经理人员持股比例的增加,

经理人员利益最大化与公司价值最大化趋于一致,并据此推断,公司绩效与管理人员持股数量正相关。张银杰(2002)从理论上分析了股东身份对公司治理的影响,认为国有股比例过高不利于公司治理,法人股比例提高有利于公司治理,机构投资者比个人股东更有利于公司治理。张绍焱、徐军玲(2001)从治理结构的各个层面上分析了国有股非流通性的影响。

本书在综合现有文献资料的基础上,从上市公司内部治理机制和外部治理机制两个方面构建股权结构影响公司治理从而影响上市公司业绩的理论框架,并把该作用机制概括为系统形象的流程图,这是后面股权结构影响上市公司业绩实证分析的理论基础。

二、股权结构中各股东博弈行为的特点

现有的文献中,尽管有将博弈分析用于股市研究的文章,但是,运用多方博弈模型分析股权结构中国家股东、法人股东、机构投资者、中小股民之间的博弈行为,并没有人尝试过,这是本书作者在已发表的成果基础上深化而成的创新点。

在本书多方博弈模型中,各股东都有投资和投机两种策略。国有股东的投机策略也就是虚假的资产重组策略,在这方面现有的文献资料比较丰富。于春明(2002)对上市公司资产重组过程进行了历史回顾和综合评价,并在《中国上市公司资产重组现状的调查与思考》^①一文中指出实质性重组比例太小,虚假性重组频繁出现;自我交易和非等价交易普遍存在,中小投资者和债权人的利益难以保障;上市公司资产重组动机不纯,部分上市公司想通过资产重组达到圈钱、转移资产、套现乃至操纵股价的目的。陈维政,王红(2002)指出上市公司控制型资产重组的问题表现在报表重组,

^① 于春明:“中国上市公司资产重组现状的调查与思考”,《济南大学学报》2002年第12卷第2期。