



股权分置改革前沿研究

股权流动性抑制与 公司治理绩效研究

G Q L D X Y Z Y G S Z L J X Y J

罗丹程 著



東北大學出版社
Northeastern University Press

股权分置改革前沿研究

股权流动性抑制与 公司治理绩效研究

罗丹程 著

东北大学出版社

• 沈阳 •

© 罗丹程 2005

图书在版编目 (CIP) 数据

股权流动性抑制与公司治理绩效研究 / 罗丹程著. — 沈阳 :
东北大学出版社, 2005.12

(股权分置改革前沿研究)

ISBN 7-81102-218-4

I. 股… II. 罗… III. ①公司一股份制—研究—中国 ②公司
—企业管理—研究—中国 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 141015 号

出版者: 东北大学出版社

地址: 沈阳市和平区文化路 3 号巷 11 号

邮编: 110004

电话: 024—83687331 (市场部) 83680267 (社务室)

传真: 024—83680180 (市场部) 83680265 (社务室)

E-mail: neuph @ neupress.com

http: // www. neupress. com

印刷者: 沈阳市第六印刷厂

发行者: 新华书店总店北京发行所

幅面尺寸: 140mm × 203mm

字数: 367 千字

印张: 13.625

出版时间: 2005 年 12 月第 1 版

印刷时间: 2005 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 刘宗玉 张德喜

封面设计: 唐敏智

责任校对: 云帆

责任出版: 杨华宁

定 价: 40.00 元

前言

股权分置问题被认为是中国股市上的“头号难题”。由于历史原因，我国股市上三分之二的股权不能流通，导致股市先天不足，制度存在重大缺陷，目前已经成为完善证券市场基础制度的重大障碍。解决股权分置问题，不仅可以为资本市场功能的全面发挥创造条件，而且还能从根本上推动证券市场的彻底变革，从而有效增强投资者信心，恢复股市本来面目。启动股权分置改革不仅是中国股市转折的开始，也是股市真正市场化的开始。当然，也应看到，我国目前正在进行的股权分置改革既无先例可循，也无海外经验可借鉴，是“摸着石头过河”。本套丛书选择了股权分置改革中的若干问题进行理论与实证分析，以期在中国股市转折大潮中贡献一己之见。

本套丛书共分为如下四部。

《股权流动性抑制与公司治理绩效研究》：从结构和功能上看，中国资本市场长期以来都处在一种不正常的状态中。那么资本市场的这种结构和功能上的失衡状态，已经成为中国资本市场发展最主要的障碍，而这种障碍的最根本的制度性原因是股权流动性抑制，它也对我国上市公司的公司治理造成了严重的危害。本书通过理论与描述性分析的方法，从股权结构的视角，分析了股权流动性抑制与公司治理绩效的关系，阐述了股权流动性抑制对公司治理的危害，同时，本书对解决股权流动性抑制的方案作了详细的介绍与评析，指出全流通并不

等于国有股减持，二者不能混为一谈。最后，本书对影响公司治理绩效的另一因素——资本——结构——也作了分析，提出了改善股权、债权融资效应的相应办法，进而提高公司治理绩效。

《股权市场非流通股全流通方案研究》：国有股减持与全流通既不同又有着紧密的关系，国有股减持实质上就是让非流通股流通到市场上去，进行流动性变革就是为了能够给国有股减持提供一个资本市场的平台，减持必须在市场流通的基础上进行。因此，本书详细地分析与研究了迄今为止出现的 20 种国有股减持与全流通方案，并对每种方法的优、缺点，适用情况等内容加以分析比较。在非流通股全流通的过程中，众多的利益相关者需要选择不同的全流通方案，具体问题需具体分析。我们所研究的全流通问题，在国外没有现成的经验，国有股减持与全流通有着内在的联系，讨论了外国国有股减持的一些做法以资借鉴。用指标来解读全流通方案的优劣，期待用完善的全流通方案解决股市痼疾，开创中国股市后股权分置时代的新篇章。

《股权分置改革中国有股流通问题研究》：本书在深入分析中国特色股权设置的历史背景基础上，全面阐述股权分置的弊端，突出国有股减持的必要性，以法律的视角分析原有国有股减持的法律缺陷与需要改进之处，较为全面地阐述了国有股减持的法律制度设计；同时，

将国有股减持的历程和七大类国有股减持方案相结合，从一个全新的角度来分析我国国有股减持历经几次失败的原因，并对七大类国有股减持方案中回购和配售的方案进行全面的分析；最后提出了国有股全流通的未来设想，探索了多元化的国有股减持思路 and 工具创新。

《全流通中的并购问题研究》：随着我国股权分置改革紧锣密鼓地进行，在今后没有了非流通股的全流通市场中，并购操作在证券市场将变得更为容易和更加频繁。本书以未来全流通市场为背景，围绕着并购这个热点话题，就并购相关的一些问题展开。全书以前人有关并购的理论为基础，结合我国近期一些法规的修订以及规定的颁布，深入剖析了全流通中企业并购的特征、动因、融资方式、协同效应以及并购的绩效，对并购涉及到的目标企业的估价、并购后的财务整合一系列的重要问题进行了全方位的探讨，总结了我国全流通中并购应该注意的问题，并在最后提出了建设性的对策。本书从理论性和实践性出发，充分借鉴了西方发达国家全流通市场中并购的理论和实践的有益成分，相信会推动我国全流通中并购活动的有序进行。

作者

2005年12月

目 录

第1章 导 论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 相关概念的界定	6
1.3 本书研究的主要内容	19
1.4 本书的研究方法和研究意义	25
第2章 股权结构的国际比较	28
2.1 西方国家股权结构的演进	29
2.2 英美模式股权结构	32
2.3 德日模式股权结构	56
2.4 东南亚家族治理模式	62
2.5 中国上市公司的股权结构	67
2.6 中外上市公司股权流动性差异及对大股东行为的影响	79
第3章 英美公司治理模式及绩效分析	81
3.1 英美股权结构下的公司控制权问题	81
3.2 英美公司内部治理结构的基本特征	87
3.3 英美公司治理模式的成因	94
3.4 英美公司治理绩效的分析	97
3.5 英美的股权结构与公司治理给我们的启示	104

第4章 德日公司治理模式及绩效分析	113
4.1 德日公司治理概述	113
4.2 德日的治理模式的特征及成因	117
4.3 德日内部治理绩效分析	127
4.4 公司治理两种模式的比较	132
第5章 中国公司治理模式的选择	141
5.1 我国国有企业公司治理模式的选择	141
5.2 不能回避的产权改革——国有资产管理体制改革	145
5.3 内部治理的完善	149
5.4 外部治理的完善	154
5.5 共同治理	158
第6章 股权结构与公司治理绩效的关系	161
6.1 股权结构与公司治理绩效的理论研究	162
6.2 股权结构与公司治理绩效的相关性分析	167
6.3 我国上市公司股权结构对公司治理绩效的影响	177
6.4 国内外学者关于公司股权结构与公司治理绩效的探索	182
第7章 中国上市公司股权流动性抑制的现状、制度起点和 历史由来	187
7.1 中国上市公司股权流动性抑制的现状	187
7.2 中国上市公司股权流动性抑制的由来	192
7.3 股权流动性抑制的制度起点	201
7.4 中国历史上为解决股权流动性抑制的几次努力	206

第 8 章 中国上市公司股权流动性抑制对公司治理绩效的影响	212
8.1 股权流动性抑制与公司治理绩效的关系	212
8.2 股权流动性抑制对公司治理的危害	212
第 9 章 股权流动性抑制下上市公司治理行为分析	220
9.1 上市公司的治理结构	230
9.2 上市公司的目标定位	230
9.3 上市公司产业选择的特征	241
9.4 上市公司的有关竞争策略	245
第 10 章 股权流动性变革	248
10.1 股权流动性变革的必要性	251
10.2 股权流动性变革的观点	251
10.3 股权流动性变革的方案介绍及评析	261
第 11 章 全流通方案涉及的原则与思路	270
11.1 流动性变革方案设计的原则和思路	300
11.2 积极推动流动性变革	311
第 12 章 改善资本结构, 提高我国公司治理绩效和股权流动性	326
12.1 融资结构思想与治理理论回顾	327
12.2 我国上市公司的融资现状	333
12.3 改善上市公司股权融资的治理效应	337
12.4 改善上市公司债权融资的治理效应	368

附录一：上市股权分置改革管理办法.....	385
附录二：上市公司股权分置改革方案.....	394
参考文献.....	417
后 记.....	422

第1章

导论

1.1 问题的提出

从结构和功能上看，中国资本市场长期以来都处在一种不正常的状态中。这种结构和功能上的不正常，在发展初期会被市场快速的规模扩张所掩盖。最近几年，随着资本市场的市场化改革和国际化进程，这种被市场发展初期单纯的规模扩张掩盖的结构和功能的失衡状态正在日益显现，并已经成为中国资本市场发展最主要的障碍。中国资本市场这种结构和功能上的失衡或不正常，最根本的制度性原因是股权的流动性抑制，它也对我国上市公司的

公司治理造成了严重的危害，其中，最重要的是导致非流通股股东与流通股股东之间利益关系的不协调甚至对立。

同市场经济国家的股票市场相比，我国的股票市场在股权结构上具有鲜明的特色，目前最明显的特点是：国家股和法人股高度集中并且不能流通，可流通的社会公众股只占总股本的很小比重。这一独特的股权流动性抑制现象的形成有着历史的合理性，同时也是中国股票市场在高度集中的计划经济体制和国有经济框架下发展的必然选择。当中国的经济体制改革走到今天，当中国的股票市场发展到今天，股权流动性抑制已经成为中国公司治理绩效低下的原因，也是中国股票市场众多问题的根源，是制约中国股票市场进一步发展的最大障碍。

从2001年开始，以国有股减持为导火索，股市从暴跌后一蹶不振，步入了成交清淡、股价萎靡、投资者信心涣散、筹资功能减弱的“漫漫熊途”。我们认为，这一切恰恰是由中国股市股权流动性抑制这一制度性缺陷所造成的。

众所周知，作为转轨经济过程中引入的制度安排，中国上市公司的出现并不是古典企业制度发展的自然结果，而主要是在否定、改造计划经济企业制度的过程中被嫁接到企业中去，并被赋予了改革国有企业的使命。为了不动摇公有制的主导地位，在股权结构安排上引入了国有股、法人股和公众流通股，并对国有股和法人股作出了明确的规定，即，要保证国家股和国有法人股的控股地位。为了保持上市公司的国家控制权，做出了国有股暂不上市流通的初步制度安排。

不可否认，这种制度安排保证了国有股的控股地位，但也造成了股权流动性抑制这一中国独有的现象。这种相互割裂的股权结构使得治理结构呈现出“一股独大”、中小股东权力薄弱的特征。由于大多数国有控股采取由授权投资机构(如控股公司、国有资产经营公司、集团公司等)全权行使国有股权的办法，授权投资机构就

有着对上市公司的绝对控制权。

但是，以国有股权全权代表身份出现的授权投资机构可能运用国有股的控制权追求自身利益，从而出现授权投资机构的“代理风险”或“内部人控制”问题。在公司未上市前，控股高层总是千方百计地对公司进行财务包装，以取得上市资格并筹集巨额资金；在上市之后，又千方百计地调节甚至操纵利润，以取得配股或增发新股的资格，尽可能多地利用股权融资渠道向公众投资者再融资；而且，国有股股东还不断放弃配股权，充分占有“免费圈钱”的收益。此外，控股股东还采用其他方式来获取控制权私有收益。

而作为上市公司的控股股东，由于其仅仅相当于国有股权的代理人。根据委托—代理理论，虽然所有权与经营权的分离在一定程度上能够使委托和代理双方各负其责、互相制衡，但是职业经理人的效用目标往往与所有者(股东)的利益不一致。所有者追求股票价值最大化，而经理人员则追求各种物质和非物质报酬。

由于委托人(股东)与代理人(经理人员)信息不对称，经理人员就可以利用所有者的不完全信息、所有者为其提供的地位和权力，根据自身利益而不是股东利益做出机会主义选择，在最大限度地增进自身效用时可能做出不利于委托人的行为。表现在上市公司的融资行为上：一是资金需求拉动。上市公司表现出强烈的投资冲动，由于缺乏合理的约束机制，一些企业不是从经济方面的实际需求和可能出发，而是盲目地上项目、搞投资，企业不同程度地出现了“资金饥渴症”。二是融资风险、融资成本意识淡薄。上市公司国有股持有股东往往认为企业是国家的，经营效益的好坏也是由国家承担，而没有融资风险与成本的意识。那么在现实中，尽可能多地获取资金也就自然成为控股股东的目标。

同时，上市公司控股股东的股份基本上都是限制流通的，这就决定了他们与可流通的社会公众股股东利益最大化行为的差别，各股东的目标利益出现分离。一方面，流通股股东纷纷追求投资回报

的最大化,而非流通股股东及上市公司则追求融资的最大化。从而,在股权流动性抑制的基础上,公司治理的核心就不仅包括管理层和股东之间的利益冲突。尽管国内学者已从多个层面上对上述问题进行了分析。比如,何浚(1998)从描述性统计的角度对我国上市公司的股权结构,以及由此产生的国家持股主体缺位、内部人控制等问题进行了分析;李格平和黄斌(1999)以1997年内发生国家股转让的25家公司为研究对象进行分析,结果表明这些公司在治理主体、董事会构成及内部人控制方面都有显著的改善。但在已有文献中,关于股权流动性抑制基础上的各利益主体冲突的文献很少,本书将在第7章详细叙述国有股股东和控股股东的冲突以及非流通股股东和流通股股东的冲突。

从上面的叙述上,我们可以看出,我国上市公司中的流通股与非流通股并存,缘于我国上市公司产生的历史过程。我国上市公司通常是原国有企业通过剥离非经营性资产及劣质资产后,将优质的生产性经营资产经过资产评估后,作价折股,再在此基础上向社会公开发行可流通股组合而后形成的股份有限公司。原国有股及发起人法人股一般作为惯例是非流通股,这就产生了我国上市公司群体中普遍存在的非流通股与流通股并存的现象。

越来越多的人认为,中国上市公司治理中不规范的行为,大多缘于非流通股与流通股并存的问题,在某种程度上,正是由于股权流动性抑制,使得非流通股与流通股产权主体之间目标函数明显的不一致,两类股东目标函数的差异,导致股东之间不能形成合力,股东内部的力量相互抵消,降低了上市公司的治理绩效。

我们目前的主要做法是在不触及非流通股与流通股分割的体制下,通过非流通股向外资、民营企业的转移来优化股权结构。不可否认,这种做法既是解决国有经济战略性调整的措施,也是改变国有股“一股独大”、降低国有股对上市公司的持股比例、引进外国资本及民营资本来优化上市公司的股权结构并进而提升上市公司治

理绩效的措施。股权属性的改变有利于提升公司的治理绩效，但这毕竟没有解决非流通股与流通股之间的股权流通属性的分割问题。这种在非流通股与流通股各自的边界范围内所实现的股权结构调整，事实上形成上市公司股权流通的两个不同的市场，一个是交易所市场，一个是交易所以外的场外交易市场。这两个市场之间能和谐共处吗？

交易所市场与场外市场所交易的股票，就同一上市公司的股票来讲可以说是完全同质的，它们之间在公司参与决策权、剩余分享权、清算资产的索取权方面具有相同的权力，承担同样的风险，唯一不同的是各自在不同的市场范围内交易和流通，相互不能越界。但这是不合理的，因为初始成本不同，从本质上看，非流通股发生了严重的侵权行为，这个问题如果长期得不到解决而被固化，特别是如果再允许向外资转让（哪怕是通過场外市场转让）从而使这种不合理现象被硬化，今后的危机会更大。由于我国的证券市场是一个年轻的市场，从有证券市场到现在也仅十余年的历史，在我国证券市场的上市公司家数、股本总规模不大的时候，场外零星的协议转让与交易对场内市场的影响微不足道。但当我国证券市场发展到今天，上市公司总数达到 1200 家以上时，在交易所市场以外形成一个由原有的不流通的、占上市公司总股本三分之二的非流通协议转让与交易的场外市场，可进入这一市场的市场主体包括国内所有的经济主体与外资，这时两个市场的关系就变得复杂起来，场外交易市场与交易所市场之间的关系与作用也将发生新的改变。我们将具体分析这一新的变化。

我们已经分析过，场外交易市场与场内交易市场的交易对象，就同一个上市公司来说，在目前的现实中，股票是同质的，享有同等的收益权和决策权。但由于我国非流通股与流通股分割的股权结构，场外交易市场的股票价格一般是以每股净资产值为依据，即综合考虑企业的盈利能力及成长性作为定价的价格。这样场外交易市

场的价格将大大低于交易所市场股票的价格。这两个市场间股票价格的差异是不可能通过两个市场流通性的差异得以解决的。

尽管两个市场间的交易对象不能在两个市场间自由流动，但有的交易主体却可以自由进出两个市场，交易所用的货币也是同质的国内货币。在这种情况下，那些对国有股、法人股存在着可能按二级市场价格流通预期的机构投资者，将从交易所市场转移到场外市场，通过场外市场取得上市公司的同质、同权、同利的股权。事实上，近年来包括新理益投资管理公司、涌金集团等就在通过场外交易市场大量收购法人股、国家股，这些机构投资者可以在二级市场和场外交易市场自由进出，获取套利机会。而广大中小散户只能在股价高出场外交易市场几倍的二级市场进行股票交易，承受全流通可能带来的巨大的系统风险，这对广大散户是极不公平的。

公司治理是基于公司所有权与控制权分离而形成的公司所有者、董事会和高级经理人员及公司利益相关者之间的一种权力和利益分配与制衡关系的制度安排。公司治理的制度安排和制度设计是否合理和有效，是增强公司治理绩效的关键。我国上市公司的股权流动性抑制至少导致了非流通股股东与流通股股东之间的利益冲突，因而，我们应该分析两者之间的关系，来寻求解决非流通股不可流通的问题，从而改善公司的治理结构，进而提高公司治理绩效，使股票市场恢复“晴雨表”的功能。

1.2 相关概念的界定

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,也包括股权的分布情况,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、日本那样的国家,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。成熟证券市场上上市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,在设计股权时特意设置了具有中国特色的非流通股。所以,我国上市公司股权结构的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。

非流通股又包括国有股、境内法人股、外资法人股(指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。国家股是指国有资产管理部門(如国有资产监督管理委员会、财政局、国有资产经营公司等)直接持有的股份;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份,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,有的股份是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